

O PRINCÍPIO DA TERRITORIALIDADE NAS OPERAÇÕES
FINANCEIRAS COM NÃO RESIDENTES, EM SEDE
DE IMPOSTO DO SELO

Miguel Teixeira de Abreu | Mariana Gouveia de Oliveira

O CIRE E A RECUPERAÇÃO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS
EM CRISE

Paulo de Tarso Domingues

RESPONSABILIDADE DA ADMINISTRAÇÃO
COM FUNDAMENTO NA DECLARAÇÃO DE NULIDADE
OU REVOGAÇÃO DE ACTOS INVÁLIDOS

Ana Gouveia Martins

ALTERAÇÕES AO CÓDIGO DO TRABALHO: BREVES NOTAS

Patrícia Perestrelo | Simão de Sant'Ana | Madalena Caldeira

A DICOTOMIA ESTRUTURAL DO CONTENCIOSO
TRIBUTÁRIO: IMPUGNAÇÃO JUDICIAL VS ACÇÃO
ADMINISTRATIVA ESPECIAL

Sara Soares

EMBARGOS DE TERCEIRO: POSSE E DIREITO INCOMPATÍVEL

Isabel Sousa Castro

O FINANCIAMENTO BANCÁRIO PARA AQUISIÇÃO
DE EMPRESAS

Bernardo Teixeira de Abreu

O Financiamento Bancário para Aquisição de Empresas*

BERNARDO TEIXEIRA DE ABREU

Mestre em Direito, Escola de Direito de Lisboa da Universidade Católica Portuguesa

Advogado Estagiário AB

1. Introdução

A aquisição de empresas constitui um tema complexo e multidisciplinar que tem merecido aturado estudo, tanto em Portugal como no estrangeiro. A forma do seu financiamento, invariavelmente com recurso ao crédito bancário, tem, no entanto, sido posta de parte pela doutrina. Perante a atual crise e consequente diminuição deste tipo de operações, com o presente trabalho pretendemos reconhecer e aprofundar as figuras jurídicas que se encontram por detrás deste tipo de financiamento como forma, ainda que ambiciosa, de não só estimular o interesse por estas matérias, mas também de propor à discussão novas formas de aquisição de empresas, com o objetivo último de reavivar o tecido empresarial português. Ainda que o escopo do presente trabalho não nos permita enunciar todos os problemas levantados pelo financia-

* O presente texto corresponde à dissertação de Mestrado em Direito, apresentada no âmbito do Curso de Mestrado Profissionalizante Forense, ministrado na Faculdade de Direito – Escola de Lisboa da Universidade Católica Portuguesa. As respectivas provas públicas tiveram lugar no dia 20 de Março de 2013, perante um júri composto pelo Dr. Henrique Salinas Monteiro (Presidente), Dr. Paulo Câmara (orientador) e Dr. Francisco Barona (arguente).

mento bancário¹, em especial as garantias utilizadas neste tipo de contratos e da sua adequação, debruçamo-nos sobre algumas figuras típicas utilizadas neste tipo de operações.

A inovação financeira permite neste âmbito atingir objetivos que de outra forma não seriam possíveis, e dinamizar o tecido empresarial português com graus mínimos de risco se efetuada corretamente. O presente trabalho propõe-se a prestar um enquadramento dogmático ao contrato de financiamento apontando a técnicas utilizadas, tanto em Portugal como no estrangeiro, e que podem ser úteis à sua compreensão e utilização. No ordenamento português, a aquisição de empresas assume duas faces. Por um lado temos as aquisições de grandes empresas onde há já avançadas técnicas de financiamento, fruto da consultoria de bancos de investimento especialmente criados para este efeito, por outro é comum observar técnicas mais rústicas e tradicionais, tomando garantias que por vezes se revelam inadequadas – atendendo tanto às características do mercado como às características dos sujeitos envolvidos, como é o caso da hipoteca.

2. As Fontes no contrato de financiamento de aquisição de empresas

As operações de aquisição de empresas são reguladas por múltiplas fontes, tanto de Direito Público como de Direito Privado. Uma vez que se trata, antes de tudo, de um contrato entre sujeitos privados (ou entre um sujeito privado e um sujeito público atuando sem poderes de autoridade – e portanto também como privado) serão aplicáveis as regras gerais dos contratos constantes do Código Civil, e especialmente as relativas à compra e venda². Por se tratar de negócios relativos a empresas, aos negócios de aquisição de empresas será ainda de aplicar as regras comerciais do Código Comercial e do Código das Sociedades Comerciais³. Por outro lado, o financiamento também estará

¹ O tema em si já se encontra limitado a empresas societárias não cotadas por a dinâmica dos Mercados dos Valores Mobiliários levantar por si só inúmeras questões dotadas de autonomia.

² Ponto 3, *infra*.

³ A colonização do comércio por sociedades de responsabilidade limitada em substituição do antigo comerciante torna as regras relativas às sociedades comerciais uma realidade incontornável. Sobre a comercialidade objetiva dos negócios atinentes a empresas veja-se SANTOS, F. C., “*Transmissão e cessação de contratos comerciais: direito comercial e direito civil nas relações comerciais*”, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos*

sujeito a regras específicas. Desta forma, o tipo de financiamento prestado seguirá, para além do estipulado pelas partes, o regime dos contratos de concessão de crédito que lhe dê origem⁴, bem como das garantias que os acompanhem, e deverá atender ainda a normas específicas quando seja prestado por instituições de crédito⁵, como é a regra. Avultam ainda as regras laborais relativas à transmissão de empresas⁶ e, por fim, outras regras poderão ser aplicáveis de acordo com as características das empresas envolvidas⁷. Por outro lado, os interesses envolvidos são também múltiplos e muitas vezes difíceis de compatibilizar⁸.

3. A aquisição de empresas – algumas modalidades

Existem várias formas de adquirir uma empresa, podendo variar de acordo com o tipo de financiamento (aquisição com capitais próprios, com capitais

Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, vol. I, Coimbra Editora, 2007, p. 283 e ss.

⁴ Falamos, a título de exemplo, das regras do mútuo, constantes dos arts. 1142.º e ss do CC, e do Artigo Único do DL n.º 32765, de 29 de Abril de 1943.

⁵ Assim, serão de especial importância as normas constantes do RGIC ou mesmo os acordos internacionais (assumindo destacada relevância os Acordos Basileia I, II e III) em que serão de especial relevância as regras prudenciais e a manutenção dos fundos de capitais próprios das instituições bancárias.

⁶ Veja-se, nomeadamente, REIS, JOSÉ, “O regime da transmissão da empresa no Código do Trabalho”, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. I, Coimbra Editora, 2007, p. 305 e ss e MARTINS, P. F., “Efeitos da aquisição de empresas nas relações de trabalho”, in *Aquisição de Empresas*, coord. Paulo Câmara, Coimbra Editora, 2011.

⁷ Reportamo-nos, aqui, ao Direito da Concorrência, ao Direito aplicável ao sector onde a empresa se insere e mesmo ao Direito do Consumo.

⁸ Estes sentir-se-ão particularmente neste tipo de operações quando a empresa a adquirir tenha uma certa dimensão. A dimensão da operação e os termos e circunstancialismos que a rodeiam poderão afectar os comportamentos dos sócios e dos credores e de outros investidores que equacionem a entrada no corpo accionista do próprio banco. As regras de transparência impostas pelo ordenamento jurídico ao sector financeiro a que os bancos estão sujeitos permitem a todos os intervenientes no mercado o acesso a enormes doses de informação – o que é susceptível de afectar a performance futura do banco. Apenas cabe referir que a dimensão da operação e a sua exposição na opinião pública é susceptível de afectar as decisões da administração.

alheios e compra alavancada como os LBOs e os MBOs), a modalidade de compra (OPA ou venda direta).

A aquisição alavancada (*leverage buy-outs*) consiste no financiamento da aquisição com os rendimentos (*cash flows*) futuros da empresa adquirida, servindo estes para garantir o crédito de uma entidade financiadora que disponibiliza o crédito no momento da compra. Em regra, a empresa adquirida terá de aumentar significativamente o seu rendimento após a aquisição, de forma a pagar a sua própria aquisição. Por envolverem previsões de rendimentos que estão sempre sujeitos a contingências e nem sempre se vêm a revelar correctas⁹ e um elevado grau de alavancagem estas operações nem sempre dão resultado sendo apontadas muitas vezes como oportunidades para perder dinheiro (*large bankruptcy opportunities*)¹⁰.

A operação será substancialmente diferente consoante os adquirentes sejam os administradores da empresa adquirida (*Management Buy-Outs* ou MBOs) ou uma entidade estranha à sociedade¹¹ (*Leverage Buy-Outs* ou LBOs). Essa diferença advém sobretudo por uma questão de informação. Ninguém terá, em princípio, mais informação sobre uma empresa do que os administradores dessa mesma. Se os administradores de uma empresa a querem adquirir, passando a ser os seus acionistas, tal deverá significar que estes acreditam que conseguirão obter um rendimento superior após a aquisição. Este fator pode ser olhado com alguma desconfiança pelo atual corpo acionista e poderá elevar o preço de aquisição para além do que seria sustentável pagar¹². Por outro lado, os custos da operação em si serão em princípio mais baratos num MBO, nomeadamente relativamente a auditorias, aos juros praticados pela entidade financiadora e custos de integração e avaliação da empresa.

⁹ Os administradores podem sobrestimar as suas capacidades de gerar rendimentos ou de cortar despesas, acabando por resultar na frustração da operação.

¹⁰ Veja-se, sobre as operações alavancadas, OSÓRIO, H., *Da Tomada de Controlo de Sociedades (takeovers) por leveraged Buy-Out e a sua harmonização com o Direito Português*, Almedina, 2001.

¹¹ Por entidades estranhas à sociedade entendam-se quaisquer entidades que não tenham uma relação relevante com a sociedade adquirida.

¹² O que nem sempre é verdade. A própria estrutura accionista pode ser um efectivo obstáculo à gestão da administração.

3.1. O contrato de aquisição de empresas como contrato de compra e venda

A aquisição de uma empresa pode ser efectuada com recurso a múltiplas formas jurídicas. No entanto, atendendo aos seus elementos essenciais e desde que se trate de um contrato oneroso, estaremos sempre perante um contrato de compra e venda – a transferência da propriedade de uma coisa, a empresa, ou de uma situação jurídica, por exemplo a participação social – mediante o pagamento de um preço¹³.

Neste âmbito, a doutrina tem vindo a reconhecer duas formas distintas de aquisição de empresas, consoante se trate de uma aquisição direta de um conjunto de meios produtivos ou de uma aquisição de uma entidade titular de um tal conjunto de meios produtivos – refere-se, aqui, aos “*asset deals*” e “*share deals*”¹⁴. A transferência da titularidade, seja dos bens, seja das participações sociais, será normalmente efectuada através da compra e venda – a transferência da propriedade de uma coisa ou da titularidade de um direito mediante o pagamento de um preço¹⁵ – mas esse é apenas uma componente da operação em análise. Devido à sua preponderância nos tempos modernos dedicar-nos-emos sobretudo à aquisição de empresas através de *share deals*, especificamente à aquisição de participações sociais.

Repare-se que não é necessária a obtenção da titularidade das participações sociais mas apenas o controlo da empresa¹⁶, independentemente da forma

¹³ A configuração da aquisição de empresas como compra e venda já não levanta grandes problemas – basta ver os vários trabalhos à que resultaram do processo arbitral sobre a Sociedade Financeira Portuguesa em 1993. Sobre a compra e venda mercantil veja-se, nomeadamente, ANTUNES, E., *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina, 2009, p. 345 e ss e CORDEIRO, M., *Manual de Direito Comercial*, 2ª Ed., Almedina, 2009, p. 833 e ss.

¹⁴ Nomeadamente, ANTUNES, E., “*A empresa como objecto de negócios – Asset Deals vs Share Deals*”, in ROA, vol. II/III, n.º 68, 2008, p. 715-793. As vantagens práticas e jurídicas dos *share deals* determinam a preferência dos adquirentes – numa tentativa de reduzir custos numa operação que se revela invariavelmente dispendiosa.

¹⁵ Cfr. artigo 874.º do CC.

¹⁶ Esta será a diferença que permite a distinção entre o contrato de compra e venda de uma empresa e o contrato de compra e venda de participações sociais (mais comumente chamado de “*share-purchase agreement*”).

que reveste¹⁷. O regime do contrato de compra e venda comercial será então aplicável a este tipo de contratos¹⁸. Será de realçar, para efeitos de regime, a possibilidade de convencionar formas que requeiram a determinação do preço para um momento posterior ao da celebração do contrato (artigo 466.º do CCom)¹⁹.

Apesar de ser o elemento central na aquisição de uma empresa, o contrato de compra e venda está longe de ser o único elemento a ter em conta no fenómeno de aquisição de empresas. A prática permite apontar várias fases, sendo a celebração daquele contrato apenas uma das fases que integram uma realidade dinâmica – o processo de aquisição de empresas²⁰.

4. O processo de aquisição de empresas

O fenómeno da aquisição de empresas não se esgota no contrato que transfere o controlo da empresa mas é sobretudo um processo, caracterizado por elevados custos de transacção²¹. Trata-se de um conjunto de atos funcionalmente ordenados à aquisição de uma empresa deixado ao adquirente – cabendo assim a sua estruturação e ritmo às opções por ele tomadas²². Porque a empresa societária é uma realidade complexa e dinâmica e porque se trata de um centro de imputação de regras jurídicas susceptível de gerar responsabilidades para os adquirentes a vários títulos o comprador avisado rodeia-se de cautelas.

¹⁷ Veja-se JR., ADOLF BERLE, “*The price of power: sale of corporate control*”, Cornell LQ, 1965, p. 628-640, in CÂMARA, P. e BASTOS, B., “*O Direito de Aquisição de Empresas: uma introdução*”, in *Aquisição de Empresas*, coord. Paulo Câmara, Coimbra Editora, 2011, p. 17 e ss.

¹⁸ Diríamos mesmo, objectivamente comercial, por força do artigo 230.º do CCom, no seguimento do entendimento seguido no artigo de SANTOS, F. C., *Op. cit.*, p. 283 e ss. Esta questão apenas se coloca relativamente aos *Asset Deals* uma vez que a compra e venda de participações sociais já é objectivamente comercial por força dos artigos 2.º e 463.º, n.º 5 do CCom.

¹⁹ *Infra* Ponto 6.2.5.

²⁰ O chamado *signing and closing*. Trata-se de onde as partes assinam o contrato (*signing*), entregam a coisa e todos os documentos necessários à transferência do controlo da empresa (de *closing*) Trata-se de uma fase delicada que carece de algum cuidado na preparação. As partes deverão ter já revistos a versão final do contrato a ser celebrado, quaisquer autorizações que se revelem necessárias (nomeadamente da Autoridade da Concorrência) e ter todos os documentos necessários para a conclusão e execução do contrato.

²¹ Resultantes nomeadamente devido à existência de elevadas assimetrias informativas, e a uma maior exposição ao risco.

²² O financiador e as características do financiamento terão neste âmbito especial intervenção.

Com efeito, o comprador adquire, com a sociedade um conjunto de situações jurídicas, passadas e futuras, ativas e passivas – nem sempre de fácil avaliação. O objecto do negócio não é facilmente apreensível na sua totalidade e as vicissitudes do negócio²³ podem revelar-se intransponíveis no caso de não terem sido adoptadas as medidas adequadas – e, por vezes, mesmo apesar destas.

Assim, a prática tem vindo a apurar técnicas de limitação de risco das partes envolvidas²⁴. Já é normal antecipar uma determinada estrutura comum as operações de aquisição de empresas – e que estará, de todo o modo, na disponibilidade das partes. O processo seguirá assim as seguintes fases:

- Uma aproximação do interessado à sua contraparte – em regra é um avanço por parte comprador no sentido de sondar a empresa visada – o que ditará, caso haja disponibilidade e interesse da parte a quem é apresentada a proposta²⁵. Muitas vezes é o próprio titular da empresa que faz uma oferta a uma lista de vários possíveis interessados na aquisição da empresa. No desenvolver da negociação é habitual essa lista ser reduzida a poucos ou mesmo um único interessado (*short-list*).
- A fase preliminar de negociação²⁶. Alguns aspectos relevantes da operação deverão ser acordados já nesta fase. Em especial, as represen-

²³ Regra geral, o incumprimento resultará na indemnização e não na resolução do contrato, na reparação ou na substituição da coisa, por estas medidas, configuradas para a aquisição de propriedade de um concreto bem, se revelarem inadequadas à realidade em apreço. Não é que seja necessariamente impossível, mas a aplicação preferencial daquelas resultaria em custos superiores para ambas as partes quando comparadas com a opção de indemnização por danos. Veja-se MONTEIRO, P. e PINTO, M., “*Compra e venda de empresa*”, in RLJ, 1998, p. 77 e ss.

²⁴ São disso exemplos a celebração de acordos preliminares, nomeadamente com obrigações juridicamente vinculantes e a previsão de condições que, quando verificadas, põem termo à negociação, a realização de *due diligences*.

²⁵ Trata-se, aqui, de uma declaração de intenção de negociar e não de uma proposta contratual no sentido jurídico do termo – até porque lhe falta o preenchimento de um pressuposto essencial ao contrato de compra e venda, o preço. A apresentação daquela declaração não origina, como no tráfico jurídico corrente, uma sujeição da proponente perante a aceitação da contraparte. De facto, o modelo clássico de proposta e aceitação deve ser adaptado a um modelo dinâmico no que a estas matérias diz respeito.

²⁶ A negociação é feita através de uma série de propostas e contrapropostas, de avanços e recuos, normalmente cristalizados através de acordos preliminares e posteriores alterações quando as partes chegam a um entendimento. O escopo e a magnitude de um tal acordo justificam que a contratação seja gradual e que a formação do contrato seja diferida no tempo.

tações que cada parte tem da realidade deverão ser conhecidas da outra e será conveniente estipular factos ou situações susceptíveis de pôr termo às negociações²⁷. Esta fase é entendida como preliminar porque a empresa, o objeto do contrato, ainda que de forma mediata, não é suficientemente apreendida pelo adquirente, de forma às partes tomarem conhecimento do respectivo valor.

- A fase de angariação e processamento de informação, que correrá paralelamente à fase preliminar de negociação²⁸. Nesta sede serão apurados todos os aspectos relevantes de forma a ser possível a obtenção de uma visão real da situação da empresa²⁹. Há aqui um ténue equilíbrio entre a profundidade da operação e a informação que se pretende obter³⁰.
- A fase final de negociação, em que as partes já terão, idealmente, uma representação mais ou menos aproximada da realidade da empresa. Importa, nesta fase, acertar o montante do preço bem como a sua forma e prazo de pagamento.

É possível desde já antecipar duas preocupações comuns a toda a operação de aquisição – a limitação do risco da operação e a diminuição da exposição das partes a esse mesmo risco. A entidade financiadora, como “parte” na operação, deverá procurar limitar ao máximo os riscos do negócio, quanto

A estruturação da operação e a repartição dos custos da mesma deverão ser aqui repartidos. Normalmente, os custos serão suportados pela proponente.

²⁷ *Infra* Ponto 6.2.4, d).

²⁸ Todas as negociações são caracterizadas pela existência de assimetrias informativas, que determinam a desigualdade entre as partes. Esta fase destina-se ainda a mitigar essa desigualdade.

²⁹ Veja-se o Ponto 5.2.

³⁰ Perante uma realidade empresarial é necessário ter em conta que um conhecimento exaustivo de todos os elementos que compõem a empresa pode revelar-se excessivo até porque a valoração de alguns activos, como bens de propriedade industrial ou intelectual se pode revelar extremamente difícil. O que se pretende é apurar um valor aproximado do valor real da empresa e não um valor exacto. Podemos recorrer à expressão utilizada no art. 135.º, n.º 1, do CVM. Difícil será perceber qual será a profundidade necessária a ser empregue nesta fase para se ter uma percepção considerada aproximada do valor real. Por outro lado, o seu valor potencial também será tido em conta na determinação do preço. Esta impossibilidade em englobar todos os aspectos da empresa acaba por se tornar num risco, que deverá ser devidamente ponderada tanto no acordo preliminar como no contrato definitivo, através da celebração de cláusulas de limitação e de “considerandos”.

mais não seja para garantir a liquidez e solvabilidade do comprador, sempre posta em causa em operações de larga monta.

4.1. A determinação do preço

A aquisição de empresas tem o preço como um dos seus elementos essenciais, como qualquer contrato de compra e venda. O preço, ainda que não esteja determinado, no momento da celebração do contrato, deverá contudo ser determinável, sob pena de nulidade nos termos do artigo 280.º do CC. Pode a sua determinação ser adiada para momento posterior, até ao momento do cumprimento. A determinação do preço nas operações de aquisição de empresas é uma questão delicada e está sujeita à influência de vários factores. É possível apontar alguns desses factores logo à partida:

- A estrutura da operação de aquisição e a forma de financiamento (como é o caso dos LBOs);
- O momento e forma do cumprimento (nomeadamente através da entrega de acções ou de outros títulos da empresa adquirente, do pagamento em numerário pelas acções adquiridas ou, antes, através de um misto dos dois);
- A forma de aquisição (OPA ou venda directa);
- Os sujeitos adquirentes (se são administradores ou terceiras entidades);
- Cláusulas específicas de determinação de preço (de que é exemplo a cláusula de *Earn-Out*).
- Convém referir que o preço da aquisição e o custo da operação são elementos diversos e que não se confundem. Por preço de aquisição entende-se o valor que os actuais detentores da empresa irão receber em troca da alienação dessa mesma empresa. Os custos constituem um elemento totalmente diferente. Constituem custos da operação aqueles que advenham do seu financiamento e que a possibilitam ou facilitam. Serão assim considerados custos da operação:
 - Os custos advenientes da auditoria ou da *due diligence*,
 - O juro praticado pela(s) entidade(s) financiadoras,

- As contrapartidas prestadas às entidades financiadoras, ao agente e/ou ao gerente do sindicato bancário, aos consultores, aos advogados pela preparação e gestão da operação.

4.1.1. As Cláusulas de *Earn-Out*

Todas as operações de aquisição envolvem um grau elevado de incerteza que não pode ser totalmente dissipado. Se é certo que, através de *due-diligences* e auditorias se fica a conhecer uma determinada empresa também é certo que nem sempre estas aquisições resultam como esperado. Isto deve-se precisamente ao facto de as empresas englobarem inúmeros aspectos que se inserem numa realidade dinâmica que poderá ser alterada em virtude da própria operação de aquisição³¹. No fundo, o preço alterar-se-á mediante a verificação de “objetivos”³².

As cláusulas de *Earn-Out* são utilizadas para fixar a parte variável do preço de uma empresa, normalmente atendendo ao rendimento ou à performance da empresa, durante um determinado período de tempo³³.

Os critérios para essa determinação deverão variar de acordo com as expectativas dos intervenientes envolvidos, com a adquirente a pretender uma cláusula com critérios mais estritos e exigentes e com os sócios da adquirida a pretenderem uma cláusula mais ampla e menos exigente na tentativa de obter o melhor preço possível. Na verdade, a previsão de condições objectivamente verificáveis deverá ser incentivada, na medida em que pode originar interpretações diversas das partes interessadas, podendo inclusivamente levar a litígios e custos desnecessários.

³¹ Assim, haverá alguns elementos que serão sempre imprevisíveis e insusceptíveis de quantificação. É o caso das expectativas dos trabalhadores e da gerência, as relações humanas internas dentro da empresa adquirida e a competência da gerência e a forma como todos os sujeitos envolvidos reagirão à operação de aquisição. Outros elementos podem ser deficientemente avaliados como é o caso da compatibilidade da cultura de cada uma das empresas e a eficiência do processo de integração de estruturas em conjunto com a continuação da actividade da empresa.

³² Que podem ser cumulativos (só havendo uma alteração do contrato quando se verificarem efectivamente um conjunto de objectivos, um conjunto de factos previstos), ou singular (em que a verificação de um único facto origina uma alteração do preço).

³³ Veja-se SÁ, F. O., “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de *earn-out*”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011.

O objetivo é não só adiar para um momento posterior a determinação do preço para um momento em que já possível apurar se a empresa adquirida satisfaz as necessidades dos adquirentes mas tornar os sócios da empresa adquirida interessados na aquisição da empresa de a que estes estejam interessados no sucesso da operação.

Pode suceder que, num MBO, a administração tente colocar num contrato uma cláusula deste tipo, de forma a aproximar o preço com a sua possibilidade de pagamento, que advém dos rendimentos obtidos. Por outro lado, uma vez que ninguém terá, em princípio, mais informação do que a administração, esta terá uma vantagem sobre as restantes partes no contrato. Há, nestes, a possibilidade de a administração adquirente negociar cláusulas que sabe serem ambiciosas e difíceis de atingir permitindo assim simultaneamente a negociação de um preço mínimo mais baixo e com menores possibilidades de ser aumentado por cumprimento dos objectivos acordados na cláusula de *Earn-Out* do que as outras partes poderiam esperar³⁴.

Tecnicamente, a cláusula de *Earn-Out* mais não é mais do que um conjunto, normalmente extenso, de condições suspensivas. Sujeitam o preço do contrato a factos futuros e incertos, de forma a determinar o preço de acordo com uma realidade que se vai desvendando, durante a sua vigência. Inclusivamente, é possível determinar que a sua vigência perdue para além do próprio contrato, fazendo surgir obrigações na esfera do sujeito passivo, obrigado ao pagamento do preço, enquanto os objectivos não forem atingidos³⁵. Importante é balizar temporalmente a vigência dos seus efeitos – sob pena de nulidade por indeterminabilidade.

As condições a determinar podem abranger as mais variadas situações. Uma condição deste tipo pode prever o pagamento de uma quantia fixa quando a empresa adquirida atinja determinados objectivos ou, ao invés, pode determinar que o preço de aquisição varie consoante a percentagem de lucro

³⁴ Haverá, neste caso, um conflito de interesses, entre a administração, que é simultaneamente adquirente e que se encontra ao serviço do interesse social e dos sócios. Se, por um lado aqueles administradores estão obrigados a agir no interesse dos sócios e da sociedade, e, desta forma, obter o preço mais alto possível pelas participações sociais, por outro terão um interesse pessoal de obter o preço mais reduzido.

³⁵ Trata-se de uma condição suspensiva – uma vez que coloca a produção de determinados efeitos do contrato na dependência da produção de um ou mais factos futuros e incertos.

obtida ao final de cada exercício³⁶. O preço ficará assim na dependência dos “objetivos” ou factos que as partes decidiram prever.

O contrato que contenha uma cláusula de *Earn-Out* ficará sujeito às regras constantes dos artigos 270.º e seguintes do CC. Desta forma, a parte que contrair a obrigação sob condição suspensiva, no presente caso os adquirentes, deverá agir de forma a não comprometer a verificação da condição sob pena de a condição se ter por verificada (ver artigo 272.º e 275.º do CC).

O regime do Código Civil tem, contudo, uma regra cuja aplicação pode dar origem a soluções problemáticas no âmbito do contrato de aquisição de empresas. Normalmente, neste tipo de contratos as partes encontram-se em desvantagem, devido à assimetria informativa entre elas³⁷. A informação de que uma das partes dispõe sobre o objeto do contrato irá certamente influir na determinação final do preço. Neste caso, uma das partes melhor informada pode propor factos pouco³⁸ ou demasiado ambiciosos (dependendo se se trata de uma aquisição por entidades exteriores à empresa ou se se trata de um MBO) para a previsão da condição de forma a obter o preço que melhor a favorece³⁹. No caso de estarmos perante uma condição impossível, proposta pela adquirente, a condição seria nula⁴⁰ (por força do artigo 271.º, n.º 1 e 292.º do CC) ou, ainda que não sendo impossível, mas apenas de difícil verificação, a condição ter-se-ia por não verificada (275.º, n.º 1 do CC). Ora quando resulte deste tipo de assimetria informativa, uma tal solução é manifestamente injusta e desequilibrada, uma vez que acabaria por premiar a parte que a propôs. Numa tal situação será de aplicar, analogicamente o artigo 275.º, n.º 2

³⁶ Outro tipo de condição que poderá ser utilizada é a previsão de uma revenda da empresa – em que a obtenção de uma mais-valia por parte dos actuais adquirentes poderá reverter a favor dos alienantes.

³⁷ Em regra, será a parte alienante que disporá de uma maior quantidade de informação. Quando se trate de um MBO, a parte adquirente, por ser a administração, que deverá dispor de mais informação.

³⁸ Um desenvolvimento tecnológico e o registo de uma patente poderão levar a resultados inesperados, que resultarão num consequente aumento do preço, aumento esse que poderá ser desproporcional aos resultados obtidos.

³⁹ Haveria, neste caso uma clara violação dos deveres de boa-fé na formação do contrato (nos termos do artigo 227.º do CC), particularmente dos deveres de informação.

⁴⁰ Ficando a adquirente com ónus de provar que não teria celebrado o contrato sem a parte viciada.

do CC. Entendo assim, que a parte que propõe uma condição, sabendo que a mesma é desrazoável, deve ser tratada nos mesmos termos que a parte que impediu ou provocou a sua verificação.

4.2. Acordos preliminares⁴¹

Para manter o íter central respeitante à aquisição de empresas devemos distinguir duas fases na formação de contratos: uma desde o início das negociações e outra que comporta a fase entre a proposta e a aceitação⁴². O próprio artigo 227.º, n.º 1 do CC estabelece um dever de proceder de boa-fé em momento anterior à celebração do contrato⁴³ que deriva de um princípio da confiança composto por dois elementos: um ético-jurídico⁴⁴ e um princípio de segurança no tráfego jurídico⁴⁵. É comum, na prática comercial, que a celebração de contratos de maior vulto⁴⁶ seja precedida por um período mais longo entre aquele momento e o início das negociações do que nos restantes⁴⁷. Estes acordos têm, naturalmente, natureza comercial⁴⁸.

As operações de aquisição de empresas são caracterizadas pela existência de um tal período de tempo alargado entre a negociação e a celebração do contrato definitivo com vista a prevenir comportamentos que prejudiquem

⁴¹ Existem várias categorias deste tipo de acordos, dado o seu carácter versátil e fluido. As suas características serão, obviamente, determinadas pela vontade das partes, não sendo, para já, vantajoso limitar as suas opções. Sobre esta matéria, ver o ANTUNES, E., *Direito dos Contratos Comerciais*, *Op. cit.*, pág. 99 e ss.

⁴² Ver DIAMVIATU, L., “A tutela da confiança nas negociações pré-contratuais”, in ROA, vol. II, Ano 71, Lisboa, 2011.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ Segundo este, as pessoas devem agir de acordo com as legítimas expectativas a que dão origem.

⁴⁵ A convicção de que a sua posição é legítima e merecedora de tutela jurídica estimula a confiança das partes, que, caso contrário, poderiam não querer encetar negociações ou suportar custos antes da celebração de um contrato. Sobre este tema ver também (nomeadamente) VASCONCELOS, P. P., *Teoria Geral do Direito Civil*, Almedina, 2005, p. 19 e ss.

⁴⁶ Ver JÚNIOR, E. S., “Acordos Intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato”, in ROA, vol. II, Ano 57, 1997, p. 566.

⁴⁷ ALMEIDA COSTA, M. J. DE, *Direito das Obrigações*, 3ª Ed., Almedina, 2009, p. 565.

⁴⁸ Perfilhando o entendimento seguido por SANTOS, F. C., *Op. cit.*, p. 283 e ss, já referido no Ponto 2, *supra*.

qualquer uma das partes⁴⁹. Não sendo celebrado um acordo preliminar as partes ficarão sujeitas ao regime legal, largamente indeterminado, e a conteúdos que caberá ao tribunal concretizar, com o inerente grau de risco. A celebração de um contrato preliminar pode clarificar os termos utilizados pelas partes, recortar a sua situação jurídica, em especial os seus direitos e deveres, e, simultaneamente definir consequências para a violação das obrigações contidas no mesmo.

A operação de aquisição de empresas carece de negociações simultâneas relativamente a vários contratos. Por outro lado, o financiador pode exigir informações atualizadas relativamente ao processo negocial, acompanhar as negociações ou mesmo a requerer a existência de um acordo preliminar ou a inserção de determinadas cláusulas no acordo preliminar ou no contrato definitivo como condição da celebração ou continuidade do contrato de financiamento⁵⁰.

Podemos antecipar algumas previsões úteis típicas neste tipo de acordos preliminares:

- a) Pressupostos de ambas as partes: em princípio, havendo uma base negocial que permita às partes celebrar um acordo preliminar, existem já alguns pressupostos de determinados factos que fundam a vontade das partes. Hoje é comum as partes estabelecerem no próprio contrato uma série de “Considerandos” que servem de base às negociações em contratos de maior vulto e permitem às partes conhecer os pontos a que a contraparte valoriza e considera essenciais. A inclusão exaustiva de “Considerandos” permite às partes conhecer a base do negócio⁵¹ e os motivos limitando as possibilidades de anulação dos contratos (o contrato preliminar e o contrato principal de aquisição) com base em

⁴⁹ Na pendência da celebração do contrato principal haverá custos a suportar, por uma ou ambas as partes, poderão surgir deveres de indemnizar por violação de deveres, contratuais ou legais, e mesmo por divulgação de informações consideradas confidenciais.

⁵⁰ Será da maior conveniência para a entidade financiadora conhecer de antemão a repartição dos custos da operação e antecipar os montantes máximos de indemnização a que a entidade adquirente poderá ficar sujeita, nomeadamente através de cláusulas penais ou de cláusulas que fixem um montante máximo para as indemnizações.

⁵¹ Nomeadamente para efeitos dos artigos 252.º, n.º 1 e 437.º do CC.

erro da vontade negocial das partes e serve de referência no caso de alteração das circunstâncias⁵².

- b) Um dever de negociar de boa-fé e de revelar todas as informações úteis e pertinentes para a celebração do contrato de aquisição.
- c) A estruturação da operação e a repartição dos custos envolvidos.
- d) Uma antecipação do pagamento, tanto pelo comprador, como pelo vendedor: o comprador poderá efectuar um pagamento inicial como sinal da sua vontade de celebrar o contrato⁵³ e o vendedor poderá prestar garantias, pessoais ou patrimoniais, responsabilizando-se pela desconformidade da informação prestada ou da inexistência de responsabilidades futuras, consideradas ou não, pelas partes.
- e) Cláusulas de protecção da propriedade intelectual da entidade auditada: alguns dos activos mais valiosos das empresas são os bens de propriedade intelectual⁵⁴. Por isso mesmo, a sua avaliação, a ser realizada em sede de auditoria poderá resultar num seu aproveitamento por parte da entidade adquirente, em prejuízo da empresa auditada. A propriedade industrial da empresa visada poderá ficar parcialmente acautelada com a estipulação de obrigações de não-concorrência e de confidencialidade⁵⁵.

⁵² Trata-se de uma prática herdada do ordenamento norte-americano. A vinculatividade das partes à veracidade destes dependerá da apreciação da formulação do “Considerando” e da situação em que os mesmos se inserem. Sobre as *representations and warranties* ver CÂMARA, P. e BASTOS, M. B., *Op. cit.*, p. 38 e ss., e GALVÃO, C., “Declarações e Garantias em Compra e Venda de Empresas - Algumas Questões”, in *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, Madrid, ano 2005, n.º 12, p. 103 e ss.

⁵³ Um *Depósito Escrow* permitiria ao vendedor garantir o empenhamento do comprador na operação de forma a compensar os dados que venham a ser obtidos durante a auditoria e perturbação da empresa durante o processo. Pode ainda ser uma forma de antecipação de pagamento do preço – uma espécie de “sinal”. Trata-se de uma forma muito eficaz de assegurar à contraparte do interesse em celebrar o contrato – conferindo estabilidade ao mesmo. Estas indemnizações podem ser estipuladas para ambas as partes e são normalmente chamadas de *break-up fees* e são determinadas de acordo com uma percentagem do valor do contrato, podendo ascender a, normalmente, 1% a 3% daquele.

⁵⁴ Algumas aquisições podem mesmo ter como objectivo principal a aquisição de bens ou direitos de propriedade intelectual (como direitos sobre patentes, direitos de reprodução, pesquisas, ainda que estejam em curso, entre outras).

⁵⁵ Outra forma de proteger este tipo de activos é assegurar a realização da auditoria por uma equipa de técnicos independentes, escolhida por ambas as partes, em relação aos activos ou informações que a empresa visada queira manter confidenciais.

- f) A obrigação de celebração do contrato, desde que se encontrem preenchidas determinadas condições previamente estabelecidas. As condições deverão ter algumas previsões genéricas⁵⁶, nomeadamente relativas à sustentabilidade financeira da empresa visada, da veracidade da informação prestada à entidade adquirente, entre outras; poderão ainda ser previstas outras condições, de carácter mais específico, que tenham por base os pressupostos em que a entidade adquirente baseia a sua vontade de adquirir a empresa visada⁵⁷. A não-obrigação de celebração do contrato também é, por vezes, estabelecida⁵⁸.
- g) Obrigação de confidencialidade⁵⁹: durante o processo negocial os adquirentes poderão tomar conhecimento de informações confidenciais ou sensíveis, os chamados “segredos comerciais” ou “segredos do negócio”, que foram disponibilizados de boa-fé e que poderão prejudicar a empresa visada caso venham a ser utilizadas por terceiros⁶⁰.

⁵⁶ Relativamente às condições financeiras da empresa adquirida, apuradas em auditoria, à manutenção de determinadas condições ou tendências de mercado, à veracidade dos dados apresentados pela empresa visada.

⁵⁷ É possível a estipulação de condições das quais dependa a continuidade da relação negocial que podem ir desde a permanência de uma determinada equipa de técnicos que a entidade adquirente considere essencial, ou o afastamento de algum titular de um órgão de fiscalização ou de administração, que a entidade adquirente entende não se enquadrar com o perfil de negócio antevisto por aquela para a empresa visada. Outras condições podem passar pela alienação de determinados departamentos ou partes da empresa, a prestação de garantias pessoais pelos alienantes, a continuidade de obtenção de determinados resultados, entre outras.

⁵⁸ Alguns acordos estipulam a ausência de uma obrigação de celebração de um contrato. Uma tal estipulação poderá ter importantes repercussões jurídicas nomeadamente no caso em, após a frustração das negociações entre as partes, evita que uma delas venha pedir o pagamento de uma indemnização, por expectativas criadas, dos lucros cessantes. O que, apesar de não ser comum na jurisprudência (é disso exemplo o Ac. do Supremo Tribunal de Justiça de 31.03.2011, relativamente ao Proc. n.º 3682/05.3TVSLB.L1.S1), não é inaudito no tráfego comercial (cfr., expressamente, DALHUISEN, “*On International Commercial, Financial and Trade Law*, Hart publishing, 2000, p. 106 e 107, e JÚNIOR, E. S., *Op. cit.*, p. 581 e ss.).

⁵⁹ Especialmente aconselháveis quando se preveja a realização de auditorias, CÂMARA, P. e BASTOS, M. B., *Op. cit.*, p. 28.

⁶⁰ Esta seria uma situação tutelada por deveres pré-contratuais de lealdade. No entanto, o carácter genérico do dever seria de difícil concretização (tanto a nível determinação da informação que pode ser considerada confidencial, como a nível das consequências da violação dos respectivos deveres), podendo dar origem a complexos e demorados litígios, com os inerentes custos. Seria assim, aconselhável a previsão de vários tipos de informação que as partes queiram qualificar como confidencial e as consequências da sua violação.

A entidade adquirente ficará assim obrigada a não revelar a terceiros quaisquer informações qualificadas como confidenciais.

- h) Obrigação de não-concorrência para a parte adquirente na eventualidade de frustração do contrato: esta obrigação vem complementar a obrigação de confidencialidade, mas agora relativamente à própria entidade adquirente. A informação obtida, nomeadamente através da *due diligence*, poderia ser utilizada em detrimento da empresa visada tanto por terceiros como pela própria entidade adquirente^{61, 62}.
- i) Obrigação de não-concorrência para os antigos detentores da empresa adquirida, caso o negócio se venha a concretizar: esta obrigação de não-concorrência vem acautelar os interesses da entidade adquirente, que se pode ver perante uma empresa concorrente, semelhante à empresa que acabou de adquirir.
- j) Publicidade da aquisição: as partes podem estipular os termos relativos a confidencialidade ou publicidade da operação de aquisição de acordo com a estratégia que pretendem para a operação⁶³.
- k) Exclusividade: estipular a obrigação de não estabelecer relações negociais com terceiras entidades que possam prejudicar as negociações a decorrer. Uma tal estipulação pode funcionar para ambas as partes. Os representantes a empresa visada podem ficar obrigados a não negociar a sua venda a outras entidades e a entidades adquirente pode ficar obrigada a não adquirir ou negociar a aquisição de outra empresa, ou de uma empresa semelhante a esta, durante a pendência das negociações.

⁶¹ O comprador poderá, após a frustração das negociações, tentar entrar no mercado, através de uma unidade por si constituída ou através da aquisição de uma empresa concorrente, desta vez já munida com a informação obtida da empresa visada, obtendo assim uma vantagem competitiva em relação aquela.

⁶² Sobre esta matéria, veja-se o trabalho de ROLDÃO, M. e TEIXEIRA, G., *O Processo de Auditoria Legal*, *Op. cit.*

⁶³ A publicidade da operação de aquisição tem repercussões no mercado, enviando uma mensagem para os vários *stakeholders* da empresa visada. A revelação de informação junto do público, se cuidadosamente preparada, pode ser um forte instrumento económico (nomeadamente a nível de publicidade e *marketing*).

- l) Consequências da violação dos deveres previstos no acordo preliminar: a estipulação prévia de cláusulas penais para a violação de determinados deveres confere segurança jurídica ao contrato e evita complexas discussões em litígios e pode inclusivamente evitar a resolução do contrato por incumprimento⁶⁴. As cláusulas penais poderão ainda prever montantes variáveis ou proporcionais para diferentes graus de incumprimento.
- m) Cláusulas de alteração de circunstâncias: a continuidade dos negócios e a fluidez do mercado não permite cristalizar a vontade num determinado momento, tanto a vontade das partes como o objecto do negócio vão sofrendo alterações importantes durante o decorrer das negociações; por isso mesmo, a inclusão de cláusulas de alteração das circunstâncias revela-se essencial nas lides comerciais e é quase obrigatória nos contratos de financiamento⁶⁵.
- n) Estipulação de cláusulas que determinem a possibilidade de resolução do contrato ou a frustração de negociações: por exemplo, cláusulas que prevejam situações que, pela sua gravidade ou essencialidade para a vontade das partes, e não atribuíveis a estas, determinem a não continuidade das negociações ou do financiamento.
- o) Cláusula arbitral e resoluções alternativas de litígios: a submissão a arbitragem pode obviar a morosos processos judiciais, inadequados para actividades comerciais contínuas, e susceptíveis de causar mais danos pela sua morosidade e falta de flexibilidade do que o benefício que se pretende obter com o processo; outras formas de resolução de litígios são a mediação e a negociação. Ainda que sejam muitas vezes relegadas para segundo plano, estes meios podem revelar-se muitas vezes os mais adequados na resolução de conflitos⁶⁶.

⁶⁴ Desta forma é equacionável que o contrato possa subsistir apesar de o repetido incumprimento de uma das partes, desde que a parte incumpridora compense adequadamente, nos termos do contrato celebrado, a contraparte lesada.

⁶⁵ *Infra*, Ponto 6.2.4.

⁶⁶ Onde antes se falava de “*Alternative Dispute Resolution*” (ADR) para se referir aos “*Meios Alternativos de Resolução de Conflitos*”, hoje devemos falar em “*Appropriate Dispute Resolution*”. A adequação da arbitragem deverá depender dos contornos da questão submetida e não dispensa uma análise casuística.

A doutrina debate se os acordos preliminares têm ou não efeitos jurídicos⁶⁷. Na modesta opinião do autor, tais acordos terão sempre de ter efeitos jurídicos, na medida em que é precisamente esse o propósito deste acordos⁶⁸. Ainda que as partes estabeleçam por acordo que não haja, durante determinada fase de negociação, qualquer obrigação de celebrar o contrato principal, essa declaração produz efeitos jurídicos, ainda que negativos ou extintivos. O propósito destes contratos é precisamente modelar a situação jurídica anterior à celebração, através da criação de obrigações vinculativas, ou impedido a sua génese, decorrente da aplicação de princípios gerais de direito na ausência de regulação pelas partes⁶⁹.

A maioria das cláusulas supra mencionadas tem carácter vinculativo e as obrigações delas resultantes são sobretudo obrigações de conteúdo negativo, que visam vedar às partes determinados comportamentos considerados lesivos dos seus interesses⁷⁰. Tratam-se sobretudo de deveres de *non-facere* e de deveres de boa-fé. A previsão da celebração do contrato principal não será, em princípio, vinculativa, mas pode ser necessária a sua justificação, pela parte que pretende por termo às negociações, sob pena de violação de uma situação de confiança que tenha surgido no âmbito das negociações entre as partes.

⁶⁷ Veja-se CÂMARA, P. e BASTOS, M. B., *Op. cit.*, p. 20, nota 24.

⁶⁸ No mesmo sentido veja-se CORDEIRO, M., *Manual de Direito Comercial*, 2ª Ed., Almedina, 2009, p. 497.

⁶⁹ O contrário determinaria a irresponsabilidade das partes pelos seus actos. De facto os comportamentos das partes vinculam-nas, por vezes mesmo perante terceiros – trata-se de uma decorrência do princípio de que as pessoas são responsáveis pelos seus actos, agem inseridas num sistema, do qual não se podem legitimamente separar. Outra questão será a estipulação de uma cláusula que determine que do acordo em questão não haverá qualquer obrigação de celebração de um contrato de compra e venda (ou de qualquer outro) o que determinará a renúncia de expectativas naquele âmbito, havendo assim um efeito extintivo ou impeditivo de situações jurídicas. Desta forma, tal como o iniciar negociações determina a produção de efeitos jurídicos (deveres pré-contratuais) também a celebração de acordos preliminares terá como necessária consequência a produção de novos efeitos. Mais, é especificamente destinado a esse fim. Ainda que o acordo se destine a interpretar determinados conceitos, essa determinação é orientada à obtenção de um determinado regime, para um determinado aspecto da negociação, ou à vinculação das partes a uma determinada realidade, jurídica ou não. Veja-se, por exemplo, os “Considerandos” acima mencionados.

⁷⁰ Falamos de actos que possam resultar, directa ou indirectamente, na dissipação de património. Ou na assunção de obrigações cujo relevo seja susceptível de alterar a vontade das partes na continuidade das negociações.

A previsão da terminação injustificada das negociações pode ser estipulada no contrato, bem como a consequência da sua violação, de forma a cobrir os danos causados ou mesmo ainda os lucros cessantes.

A função destes acordos preliminares é sobretudo conferir estabilidade às negociações entre as partes, através da definição jurídica dos seus direitos e deveres no âmbito da operação, da previsibilidade das consequências para as várias vicissitudes que possam vir a ocorrer e o estabelecimento de um quadro negocial comum entre ambas que permita um incremento de confiança e um incentivo à cooperação entre elas.

Pelo exposto, é patente a importância que um acordo preliminar, ou a falta dele, pode assumir neste tipo de operações. É possível estabelecer um enquadramento jurídico para as posições das partes, antes da celebração do negócio. Apesar de o acordo poder ser celebrado por ambas as partes, a entidade financiadora tem ainda um importante papel a cumprir. Normalmente as entidades financiadoras, apenas exigem determinados requisitos, contabilísticos ou financeiros, para aferir a viabilidade do negócio e a conveniência do financiamento⁷¹. No entanto, são, em regra, os aspectos económicos que acabam por determinar a frustração da operação ou a sua deficiente execução. Por outro lado, as entidades financiadoras poderão prevenir riscos para ambas as partes ao conferirem a sua experiência nestas operações⁷². De facto,

⁷¹ Vítimas da sua própria “contratação massificada”, os bancos acabam por apenas por exigir determinados requisitos, pré-concebidos para outros contratos, genericamente aplicáveis a todas as situações, apenas criando novas cláusulas quando a dimensão do negócio o torne absolutamente necessário. O resultado é a celebração de contratos despersonalizados e gravemente inadequados para a regulação destas operações, ricas em situações de conflito quando não sejam previamente reguladas. Desta forma o que era anteriormente considerada uma área de negócio preferencial dos bancos (nomeadamente bancos de investimento) começou a ser praticada por empresas especializadas neste tipo de operações. Sobre as cláusulas contratuais gerais veja-se as considerações de CORDEIRO, M., *Manual de Direito Comercial, Op. cit.*, p. 498 e ss, e ainda *Manual de Direito Bancário*, 4.ª ed., Almedina, 2012, p. 453 e ss.

⁷² Devido à reduzida dimensão do mercado português, é pouco frequente que as tenham uma tal dimensão que justifique que as empresas tenham equipas especializadas em operações de aquisição de empresas pelo que a preparação e execução *in-house* são relativamente raras no território nacional. Normalmente, as empresas recorrem a consultores externos para estes efeitos. As entidades financeiras acabam assim por ter uma maior experiência e qualificação neste tipo de operações que se podem revelar determinantes. A própria lei vem entender a consultoria na compra e venda de empresas como uma actividade própria das instituições financeiras (ver artigo 4.º, n.º 1, al. j) do RGIC, e artigo 289.º, n.º 3, al. j) do CVM).

as entidades financeiras já não se podem dar ao luxo de realizarem apenas uma análise contabilística, desinteressando-se dos aspectos económicos das operações, tantas vezes mais importantes⁷³ – operações viáveis tornam-se de indesejáveis e aquisições promissoras não obtêm financiamento, apenas com base nas demonstrações financeiras das entidades adquirentes. A análise da operação como um todo, integrando a situação de ambas as empresas na análise da sustentabilidade da operação será a melhor forma de determinar a sua continuidade, evitando prejuízos para todas as partes. Será então aconselhável que a entidade bancária intervenha no contrato, ainda que dele não seja parte, solicitando a inclusão de cláusulas que confirmam segurança jurídica e estabilidade ao contrato, que determinem aprioristicamente as responsabilidades que possam resultar da operação e definam as relações entre as partes. O carácter acessório do financiamento justificará um acompanhamento mais rigoroso pelas entidades bancárias, ainda que não haja intervenção activa, quanto maiores forem os riscos envolvidos na operação.

Por fim, uma evolução das negociações e a continuidade dos esforços das partes envolvidas poderá concitar aditamentos ou alterações ao acordo preliminar, cristalizando a cada momento a situação tal como ela é representada pelas partes.

Pelo exposto será largamente vantajoso para as partes, pelas razões enunciadas, jurídicas e práticas, que o acordo preliminar seja uma antecipação do contrato principal.

Por fim, nada impede a celebração de um acordo preliminar entre o banco e o comprador, nos termos acima dispostos, ou mesmo que o banco seja uma parte do acordo preliminar, como garante do comprador face ao vendedor.

⁷³ A própria crise tem vindo a mostrar que os relatórios contabilísticos, facilmente manipuláveis de forma a conferir uma imagem saudável das empresas, não espelhando a sua realidade, têm determinado a atribuição de financiamento a muitas operações que se acabariam por revelar ruinosas a longo prazo, tanto para as entidades adquirentes como para as entidades financiadoras. Este aspecto é comum a toda actividade bancária recente, nomeadamente com a já muito debatida facilidade na concessão de crédito. Para esta matéria veja-se, a título de exemplo, CARLOS, B., “*Da desconsideração da contabilidade pelo Direito Fiscal no Ordenamento Jurídico Português, breve apontamento*”, in ROA, Ano 71, Lisboa, 2011, p. 499 e ss.

4.3. O papel da *Due Diligence*

Como em qualquer contrato, a informação é um elemento essencial e pode determinar a decisão de aquisição e, caso a aquisição se venha a realizar, a eficiência e até mesmo o sucesso da mesma.

Assim, um dos aspectos fundamentais nestas operações são as chamadas *due diligences*. Trata-se de um conjunto de diligências e procedimentos que pretendem dar a conhecer às entidades interessadas a situação em que uma determinada entidade ou um departamento dessa entidade se encontra. Uma *due diligence* pode ser exigida pelas entidades financiadoras como forma de garantir a sustentabilidade do negócio e reduzir o risco de incumprimento das entidades financiadas. Este aspecto acentua-se nas operações em que são os rendimentos da empresa adquirida a financiar a sua própria aquisição⁷⁴. No caso dos *Management Buy-Outs*, a auditoria servirá sobretudo o propósito de permitir às entidades financiadoras conhecer a situação, nomeadamente financeira, da empresa a adquirir⁷⁵, decidir pelo financiamento, ou recusa do mesmo, de forma a melhor estruturar a operação de aquisição e reduzir o risco envolvido na mesma⁷⁶.

Este tipo de procedimento não é exclusivo das operações de aquisição de empresas. As próprias empresas realizam auditorias a si próprias uma vez que nem sempre se conhece a situação da própria empresa. De facto, a enorme quantidade de informação com que uma determinada empresa tem de lidar diariamente pode resultar numa falta de perspectiva e de posicionamento no mercado, sendo que uma auditoria pode corrigir erros e fornecer um quadro mais ou menos rigoroso da situação da empresa auditada. Nestas operações contudo, a percepção da condição real da empresa é um elemento essencial para o adquirente que se pode encontrar perante situações totalmente inesperadas e encargos que não consegue ou não pretende suportar.

⁷⁴ Como são os casos dos LBOs ou dos MBOs.

⁷⁵ De facto, nestes casos específicos, o/s adquirente/s já deverão ter um conhecimento da situação da empresa mais aprofundado do que qualquer outra entidade.

⁷⁶ Remetemos para o artigo de ROLDÃO, M. e TEIXEIRA, G., “*O processo de auditoria legal*”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011. Neste os autores apontam para a importância da auditoria legal por o adquirente “fazer suas as responsabilidades da sociedade adquiridas”.

O termo *due diligence*⁷⁷ é mais abrangente do que a “*auditoria*” portuguesa destinada aos procedimentos relativos à obtenção de informação relativamente a uma dada empresa⁷⁸. Ambas requerem capacidade técnica especializada e podem levar à responsabilização dos técnicos para tal incumbidos, caso a sua atuação não previna quaisquer danos⁷⁹.

Trata-se de um processo dispendioso e cujo custo pode variar consoante a profundidade da auditoria que se pretende realizar. Não raro envolverá várias equipas multidisciplinares para cobrir apenas uma parte da empresa que se pretende adquirir. Apesar de tudo, a sua não realização pode resultar em custos ainda maiores, nomeadamente devido a responsabilidades super-venientes⁸⁰. Os custos da *due diligence* serão tanto maiores quanto o rigor e a profundidade que se pretenda.

⁷⁷ Na *due diligence* há dois níveis de actividade: (i) a recolha ou levantamento de informação e (ii) a análise da informação recolhida. A expressão tem a sua origem nos EUA, no *Securities Act* de 1933. Tratava-se de um meio de defesa dos intermediários e emitentes de valores mobiliários perante a acusação de violação de deveres de informação a investidores. Os agentes financeiros encontrar-se-iam protegidos, ao abrigo destas normas, se conseguissem demonstrar que não havia violação de quaisquer deveres. Desde então o termo tem vindo a adquirir uma conotação de actividade de prevenção de risco através da angariação de informação. A própria tradução literal, “*procedimentos devidos*”, permite descobrir um sentido mais abrangente da expressão, que abrange todos os procedimentos necessários à obtenção de informação, ao levantamento de dados relativamente a uma dada situação e traduz um conjunto de procedimentos necessários ao apuramento da condição ou situação real de um determinado objecto.

⁷⁸ Veja-se o trabalho de TAYLOR, MARK B., *et. al.*, “*Due Diligence for Human Rights: A Risk-based approach*”, no âmbito da *Corporate Social Responsibility Initiative* da Harvard Kennedy School of Government. A *Human Rights Due Diligence* proposta pela OCDE terá, nesta sede, uma função de apreciação do impacto do negócio nos direitos humanos, estendendo-se para lá da própria entidade visada, abrangendo os seus parceiros, nomeadamente fornecedores, distribuidores ou qualquer entidade com que se relacionem na prossecução do seu negócio e algumas actuações (ver *Guidelines for Multinational Enterprises*, da OCDE).

⁷⁹ Uma vez que os técnicos são especificamente contratados para o efeito de antecipação e prevenção de danos ou de situações que possam resultar em dano para a entidade ou para as entidades contratantes, a sua negligência pode dar origem a responsabilidade contratual, nos termos previstos no art. 798.º do CC.

⁸⁰ As possibilidades são, neste âmbito, infinitas. A responsabilidade pode resultar da colocação de um tipo de produto defeituoso no mercado, que exige a sua substituição em massa, ou de processos em que a empresa a adquirir é parte. Outros riscos poderão resultar do incumprimento de obrigações pelos devedores.

A *due diligence* pode abranger múltiplas áreas, departamentos e aspectos de uma empresa⁸¹. Por outro lado, poderiam surgir lacunas em áreas específicas que se poderiam revelar extremamente perniciosas para o adquirente. Aconselhável é a formação de uma equipa multidisciplinar que confira garantias de isenção de forma a diagnosticar possíveis problemas e avaliá-los da forma mais correcta possível.

O tipo de *due diligence* a realizar variará em princípio com o conhecimento que se pretende obter de uma determinada empresa e com a estrutura da empresa que se pretende conhecer. Poderá ser necessário avaliar todos os activos e passivos da empresa auditada, devendo procurar-se obter a perspectiva mais detalhada possível da empresa auditada nos seus aspectos mais relevantes.

A realização de *due diligences* preliminares podem também revelar-se de grande utilidade, permitindo ao adquirente perceber, a um nível relativamente superficial, se a empresa auditada está numa situação sustentável, propícia à aquisição e permitindo antecipar, numa fase preliminar, empresas com características diversas das pretendidas.

As *due diligence* incidem sobre múltiplos aspectos de uma empresa, de forma a apurar a situação real em que a empresa se encontra. Podemos distinguir alguns tipos de auditoria:

- *Auditoria financeira* – é o primeiro aspecto em que uma auditoria se deverá focar. Os activos e passivos deverão ser cuidadosamente analisados, antes de a empresa ser adquirida – com especial atenção para a sua sobrevalorização ou subvalorização. As contas devem ser cuidadosamente examinadas de forma a antecipar responsabilidades futuras,

⁸¹ Assim, seria aconselhável que uma auditoria versasse sobre os seguintes aspectos de uma empresa: departamento de contabilidade (activos e passivos da empresa, imóveis, parque automóvel, equipamentos, industriais ou outros, com especial atenção para a sua subvalorização ou sobrevalorização), aspectos jurídicos (processos judiciais em curso, responsabilidades contingentes, nomeadamente por acidentes de trabalho, infracções legais ou outros, contratos de trabalho, outros contratos como contratos de distribuição, estatutos, livro de actas, regulamentos e outras normas aplicáveis à empresa e às várias facetas da sua actividade, como Convenções Colectivas de Trabalho, processos disciplinares, responsabilidades fiscais, entre outros), mercado em que a empresa se insere (com especial atenção para as tendências do mercado e comparação com “futuros” concorrentes, sendo estes um elemento de comparação importante).

nomeadamente fiscais. Poderão ainda ser analisados os créditos sobre os devedores e a probabilidade de incumprimento por parte destes. É necessário ainda não esquecer as garantias prestadas⁸².

- *Auditoria legal* – a seguir aos aspectos financeiros, cumpre realizar uma análise jurídica dos aspectos jurídicos mais relevantes da empresa que irá ser adquirida. De facto os aspectos jurídicos podem determinar a não conclusão da operação ou podem acarretar pesadas responsabilidades para os adquirentes. É necessário, no âmbito desta, ter em conta todos os processos em curso, sejam judiciais ou de outra natureza. Certos aspectos de propriedade intelectual podem ser auditados (os registos de marcas, patentes e outros direitos de propriedade intelectual). A análise dos contratos em que a empresa é parte é também de extrema importância. Neste âmbito merecerão especial enfoque os contratos de trabalho, os contratos de distribuição e os contratos de fornecimento. Por último, é ainda importante diagnosticar possíveis situações que possam resultar em responsabilidades para os adquirentes. Este tipo de auditoria resultará num documento final normalmente chamado de *legal opinion*.
- *Auditoria aos recursos humanos*⁸³. Será útil identificar as competências técnicas dos quadros da empresa, podendo ser especificamente este ponto que justifica a aquisição da empresa.

A nível prático são de realçar os problemas de ruptura da atividade da empresa auditada, os custos envolvidos, a actualidade⁸⁴ e a disponibilidade da informação⁸⁵.

⁸² Não só o valor garantido mas também as suas características. De facto, e a título de exemplo, uma hipoteca pode ter consequências muito diversas de uma garantia bancária autónoma à primeira solicitação.

⁸³ Nesta sede seria de equacionar a realização de entrevistas, a análise de currículos e da evolução dos trabalhadores.

⁸⁴ Por definição, a actividade de uma empresa é contínua e a sua realidade no momento da aquisição pode ser substancialmente diversa da situação apurada no momento da auditoria. Por essa mesma razão é aconselhável que o hiato temporal entre o momento da realização da auditoria e o momento da aquisição seja o mais reduzido possível. O diagnóstico atempado de situações problemáticas revela-se essencial neste âmbito.

⁸⁵ A disponibilidade da informação a levantar poderá ser muito dificultada pela forma como a empresa tem a sua documentação organizada. Nem todas as empresas têm a sua documen-

São problemas a ter em conta, logo ao início, a questão da confidencialidade⁸⁶ e a obrigação de não concorrência. Ainda que estes mereçam alguma tutela jurídica ao abrigo dos deveres pré-contratuais, em especial de lealdade, a mesma não pode ser considerada suficiente. A tutela pré-contratual não confere a segurança ou certeza jurídicas que se pretende em contratos deste tipo. Qualquer questão relativamente a estes poderia levar a complexos litígios e aproveitamentos injustificados por uma das partes. Não é difícil configurar várias situações de abuso por ambas as partes em que uma parte pode beneficiar de informações confidenciais, e a outra pode beneficiar de um procedimento que se revela útil, para a própria empresa ou para terceiros (nomeadamente, potenciais adquirentes).

Será, assim, da maior importância para todas as partes envolvidas na operação a elaboração de um acordo ou contrato preliminar, que determine numa fase inicial os contornos jurídicos da relação e as obrigações das partes envolvidas.

É, normalmente, um processo dispendioso, podendo envolver equipas multidisciplinares, facto que pode levar algumas empresas a dispensá-lo. Por outro lado, o facto de não se fazer uma auditoria pode levar a surpresas muito inconvenientes, colocando em risco tanto a operação de aquisição como a empresa adquirente. Por isso, mesmo as instituições de crédito que financiam o projecto exigem, muitas vezes, a realização destas auditorias.

Para este efeito, podem ser realizadas auditorias de carácter preliminar, mais rápidas e menos dispendiosas que permitam à adquirente perceber se pretende ou não seguir em frente com a operação.

Este tipo de processo levanta múltiplas questões, jurídicas e práticas, e envolve quase sempre uma tensão entre a empresa auditada e as empresas que encomendam a auditoria⁸⁷. Dever-se-ão adotar especiais cuidados para

tação em suporte informático, especialmente documentos relativos a exercícios mais antigos. É comum dedicar largas parcelas de tempo apenas à organização de informação.

⁸⁶ Sobre a determinação de que informação pode ou deve ser prestada ou, se, pelo contrário, deverá ser mantida em sigilo ver CÂMARA, P., e BASTOS, M. B., *Op. cit.*, p. 29 e ss.

⁸⁷ Em princípio será vantajoso para a empresa auditada que certos elementos relativos ao exercício daquela não sejam conhecidos da empresa que encomenda a auditoria, de forma a obter um preço mais alto. Do lado contrário a empresa adquirente pretenderá obter um preço mais baixo possível, podendo mesmo subvalorizar os activos da primeira. É preciso também ter em conta que estão muitas vezes envolvidos segredos comerciais, projectos ou patentes

que a atividade da empresa auditada não seja prejudicada pela realização da auditoria.

Um aspecto importante a ter em conta é a *compliance*. As empresas têm de responder pelos seus atos e dos seus membros, não só perante os seus parceiros sociais e clientes como perante a lei. É pedido às empresas que apenas lidem com outras entidades que tenham um determinado perfil, ou que cumpram determinadas regras. Muitas vezes essas imposições são mesmo feitas internamente, para evitar desnecessários processos legais. Neste contexto, uma auditoria pode ser nomeadamente um elemento necessário para apurar se a empresa a ser adquirida é passível de integrar a estrutura societária da adquirente.

Com um conhecimento mais aprofundado do objeto de aquisição será possível apreciar melhor os custos e os riscos envolvidos na operação. Permite-se, assim, um menor grau de riscos e evitam-se surpresas o que poderá permitir à entidade financiada obter um juro mais reduzido das instituições de crédito financiadoras da operação em causa. É também um meio relevante para perceber a melhor forma de estruturar a própria operação de aquisição.

5. O processo de financiamento

Em paralelo ao processo tendente à aquisição haverá que determinar o seu financiamento. Estas operações envolvem, normalmente, pesados encargos para o comprador. Este poderá, assim, suportar os inerentes custos através de capitais próprios, como dinheiro em caixa, ou recorrendo a financiamento alheio, através da emissão obrigações ou recorrendo a instituições de crédito. É a esta última situação que se dirige o presente trabalho. O financiamento em questão envolverá a concessão de crédito para múltiplos fins, e não só o pagamento do preço, com características e prazos de pagamento diversos – o que dará origem à correspondente celebração de múltiplos contratos, também eles com características diversas, em função do custo a que se destinam financiar. Por haver aqui uma operação organizada a um fim comum, a relação só beneficiará de um tratamento integrado, sujeito a um regime comum,

que a empresa auditada pode não querer tornar conhecidos da outra parte, principalmente se aquela parte for uma empresa concorrente.

especialmente no que toca a deveres genéricos e vicissitudes⁸⁸, sob pena de arbitrariedade⁸⁹. Não raro é efectuada uma *due diligence* pela próprio banco a fim de se elaborar uma *ficha técnica*, que será depois utilizada para estabelecer as condições de financiamento.

O financiamento não precisa de ser proveniente unicamente das instituições de crédito. É comum as instituições bancárias exigirem uma “demonstração de empenho” no financiamento deste tipo de projectos⁹⁰. Regra geral, no entanto, a maior parcela de financiamento nestas operações provém sobretudo de instituições de crédito, e especialmente de instituições bancárias.

A dimensão e sensibilidade característica das operações de aquisição de empresas justificam um tratamento personalizado por parte do financiador. Os benefícios da contratação em massa não serão aqui aplicáveis, carecendo estas situações de um tratamento personalizado e adequado às características da operação e às necessidades dos intervenientes.

O formalismo, a extensão e a vinculatividade das suas cláusulas dependerão, decerto, das características da operação e, em especial da empresa adqui-

⁸⁸ Assim, as vicissitudes do contrato, nomeadamente a nível de alteração das circunstâncias, erro, ou incumprimento, deverão ter o seu regime estipulado e estar centralizadas num único documento, que regulará extensivamente a relação entre as partes no âmbito da operação em causa. Por lado haverá ainda deveres extensíveis a toda a operação, em especial os de informação, ainda que não se encontrem estipulados pelas partes, por decorrência do princípio da boa fé. Outras previsões serão ainda de prever no âmbito da presente celebração, nomeadamente, a estipulação de um tecto máximo do crédito a ser concedido, a constituição e coordenação de um sindicato bancário, um regime comum de condições necessárias para a concessão do crédito ou que obstam à concessão do mesmo.

⁸⁹ Com efeito uma causa poderia determinar a cessação de um contrato, comprometendo toda a operação. Tal cessação deve ser equacionada face a todos os contratos celebrados no âmbito de toda a operação, numa perspectiva global, e não ser tomada como um contrato individualizado. A resolução do contrato torna-se assim proporcionalmente mais exigente, atendendo à extensão do seu âmbito.

⁹⁰ Nos MBOs é comum a exigência de os compradores garantirem o montante do capital necessário até 30% (veja-se STERLING, MARK, E. WRIGHT, MIKE “*Management Buy-Outs and the Law*”, Blackwell Law, 1991).

rida⁹¹. Não raro o comprador recorre a diversos métodos de financiamento para a mesma operação⁹².

5.1. A relação bancária especial – a relação de financiamento

A doutrina já vem a debater há algum tempo a existência de uma relação bancária geral, uma relação que englobasse todos os aspectos da relação entre um banco e o seu cliente, funcionando como gênese simultânea de direitos e deveres recíprocos e contratos, e como fenómeno não decorrente exclusivamente do contrato de abertura de crédito⁹³. É inegável que a relação entre um banco e o seu cliente é, em geral, permanente. A crescente importância na vida das pessoas e a sua preponderância como entidades transversais a todo o sector financeiro tornou este tipo de entidades uma figura incontornável do tráfego jurídico^{94,95}. A quantidade e variedade de contratos celebrados e a situação de confiança criada entre as partes que não se esgota numa única figura, mas transcende, e simultaneamente engloba, todos os atos e contratos celebrados que justifica um tratamento uniforme, integrado, que não seja reconduzível a uma única figura contratual mas a uma relação que integre todos os aspectos juridicamente relevantes entre o banco e o cliente. Esta perspectiva integradora de todos os elementos de uma relação entre o cliente e o seu banco já foi, em parte, adotada pela jurisprudência⁹⁶, no contrato de abertura de conta. A relação bancária geral não se esgota, no entanto, naquele

⁹¹ Sobre esta matéria ver CÂMARA, P. e BASTOS, M. B., “O Direito de Aquisição de Empresas, uma Introdução”, *Op. cit.*, p. 21.

⁹² Apontando para as opções entre o aumento de capital e o recorrer à alavancagem e aos custos da manutenção do controlo da empresa, MATOS, V. e RODRIGUES, V., *Fusões e Aquisições, Motivações e Políticas*, Principia, 2000.

⁹³ Por todos, CORDEIRO, M., *Manual de Direito Bancário*, *Op. cit.*, p. 227 e ss.

⁹⁴ Discute-se hoje a existência de um direito das pessoas singulares de uma conta bancária. Se a existência deste direito é muito discutível, por ter de haver uma correspondente obrigação por parte dos bancos de abrir a correspondente conta, é já inegável o esforço do legislador no sentido de que todas as pessoas que o requeiram tenham acesso aos serviços bancários. Veja-se, por exemplo, o Relatório do Parlamento Europeu 2012/2055 (INI), de 8 de Junho de 2012.

⁹⁵ Como prestador de serviços, intermediário de pagamento, concedente de crédito, garante ou consultor – os bancos têm hoje um potencial de aplicação à maioria dos contratos com contornos económicos.

⁹⁶ Veja-se, nomeadamente, os Acs do STJ, de 07.10.2010, relativo ao Proc. n.º 283/05.0TBCHV.S1 e de 17.04.2012, relativo ao Proc. n.º 343/09.8T2ALD.C1.

contrato. Os seus efeitos transcendem-no e superam-no⁹⁷. Assim, na relação bancária geral será de ter em conta todos os contratos bancários e ainda todos os reconduzíveis ao sector do mercado de capitais ou segurador.

O Prof. Menezes Cordeiro reconduz a relação bancária geral a uma obrigação duradoura no âmbito da contratação mitigada. As obrigações duradouras são aquelas que não se esgotam com o cumprimento (a causa “comum” de extinção de obrigações), antes se renovando sucessivamente com o tempo e destinam-se normalmente à satisfação de necessidades permanentes ou recorrentes de uma das partes⁹⁸. Na sequência do referido Prof., as características da relação bancária geral, apontadas pela teoria clássica, seriam (i) um acordo-quadro regido por cláusulas contratuais gerais, (ii) a relação de negócios assente na confiança, (iii) deveres gerais de conduta e de protecção, (iv) deveres de concluir “negócios neutros”, (v) dever de igual tratamento relativamente a negócios “não neutros” e, por fim, (vi) deveres gerais de conduta a cargo do cliente⁹⁹.

A razão de ser de uma autonomização de uma tal relação bancária especial reconduz-se à necessidade de reconhecimento de uma determinada componente, mais restrita que a relação bancária geral, e por isso mesmo muito mais intensa – em resultado de um tipo específico de financiamento. A relação não surgiria apenas com a celebração de um contrato de concessão de crédito – essa é uma situação típica que cabe no contrato de abertura de conta. A relação bancária geral viria antes conformar uma relação específica em que ambas as partes se encontram na dependência recíproca e justificam a assunção de pesadas obrigações¹⁰⁰.

No âmbito da relação bancária geral deparamo-nos com uma prestação de serviços, já na relação de financiamento a situação será totalmente distinta.

⁹⁷ É possível a mesma pessoa realizar vários contratos de abertura de conta com o mesmo banco e nem por isso se deverá deixar de ter em conta uma perspectiva integrada de todos os contratos celebrados.

⁹⁸ No caso da relação bancária, é possível apontar prestações permanentes, como no caso do Home Banking, e prestações sucessivas, como é o caso das transferências bancárias, depósitos, ou outros CORDEIRO, M., *Manual de Direito Bancário*, *Op. cit.*, p. 253 e ss.

⁹⁹ *Idem*, p. 232 e ss.

¹⁰⁰ São assim cláusulas típicas deste tipo de financiamento (para aquisição de empresa) as cláusulas de *step-in-right*, as cláusulas de obrigação de celebração de contratos de crédito (como é o caso de determinados tipos de sindicatos bancários), entre outras.

Um financiamento deste tipo não é compatível com o estipulado na abertura de conta – regulado por cláusulas contratuais gerais. Podemos enunciar alguns elementos que a caracterizam e autonomizam: obrigação da celebração de contratos, deveres especiais de informação, intervenção do banco na estruturação da operação (e, no limite, a possibilidade de assunção da direção da mesma), a obrigação de a entidade financiada não assumir obrigações que possam prejudicar ou comprometer a operação de qualquer forma.

Paralelamente à relação bancária geral e o contrato de abertura de conta, a relação de financiamento tem origem com a celebração do contrato de financiamento. É possível recorrer à estipulação de acordos preliminares, mas apenas a celebração do contrato de financiamento permitirá conferir à relação de financiamento a estabilidade e a vinculatividade que a caracteriza¹⁰¹.

As características e as obrigações desta relação serão tanto mais intensas quanto maior for a sua onerosidade para as partes envolvidas. São elas:

- *Especialidade*: o financiamento é aqui destinado a um fim específico, no caso, a aquisição de uma empresa, por oposição ao carácter tendencialmente universal do contrato de abertura de conta, ou da relação bancária geral. Enquanto esta visa abranger todos os contratos entre o banco e o seu cliente, o financiamento para aquisição de empresas apenas regula todos os que se encontrem funcionalmente adstritos à operação que lhe dá origem. O seu âmbito é tendencialmente mais restrito que a relação bancária geral e é ordenado a uma realidade finita, por oposição ao carácter tendencialmente duradouro daquela.
- *Negociação personalizada*: por oposição à contratação massificada, típica da prática bancária e normalmente sujeita a cláusulas contratuais gerais, o financiamento para a aquisição de empresas deve ser pensado e estruturado caso a caso, de acordo com as necessidades do comprador e dos riscos que possam decorrer para as partes envolvidas.

¹⁰¹ A existir um acordo preliminar ao contrato de financiamento – por não se terem confirmado determinados factos que uma das partes reputa essenciais para a celebração ou ficar na dependência de determinados resultados, a nível financeiro ou outro, aquando da *due diligence* da empresa visada.

- *Funcionalidade em relação à operação de aquisição*: o financiamento bancário em causa destina-se a cobrir um conjunto de custos que ainda não se encontram determinados, mais ou menos previsíveis. Por outro lado, o banco não se poderá alhear das negociações entre comprador e o vendedor. Assim, o financiamento terá obrigatoriamente de tomar em consideração os termos do contrato celebrado¹⁰², podendo o banco intervir na sua negociação ou mesmo figurar nele como parte¹⁰³. Esta funcionalidade, quando configurada com a característica de especialidade acima referida determina que o crédito tem um escopo, ou seja destina-se, em exclusivo, a um determinado tipo de custos – os custos decorrentes da operação.
- *Escopo*: o escopo consiste na imposição de uma limitação da aplicação do crédito prestado pelo banco a um determinado ato, ou conjunto de atos. Sendo o contrato celebrado para uma determinada aquisição, e sendo esse factor importante para a decisão de o banco conceder ou não determinado financiamento, é natural que o banco limite contratualmente a aplicação do crédito concedido aos actos acordados com o comprador. Assume desta forma a natureza de uma obrigação jurídica contratual de *non facere* sobre o sujeito financiado e o seu incumprimento pode resultar na responsabilidade contratual do sujeito financiado ou na resolução do contrato, nos termos do 798.º do CC¹⁰⁴. A estipulação do escopo do crédito concedido pode e deve ser acompanhada de formas de fiscalização apropriadas, sob pena de se

¹⁰² Desta forma não seria congruente estabelecer a prestação de informações ao banco relativamente a matérias abrangida por um dever de segredo na sequência de estipulação entre as partes.

¹⁰³ Nomeadamente o banco pode figurar no contrato na posição de garante. Haverá, contudo, sempre um limite à sua garantia, uma vez que as instituições bancárias, em virtude de regras prudenciais (arts. 94.º e ss. do RGIC), não deverão assumir obrigações de responsabilidade ilimitada.

¹⁰⁴ Neste âmbito, Menezes Cordeiro, no seu *Manual de Direito Bancário, Op. cit.*, p. 636-637, refere que o escopo só pode ser fundamento de resolução do contrato, quando essa consequência se encontre referida no mesmo. Não posso concordar. O escopo consiste na obrigação de destinar determinado crédito concedido a um fim previamente determinado. A sua violação, quando se revele gravosa pode ter como consequência a resolução do contrato, nos termos gerais, ainda que esta consequência não se encontre prevista naquele, nos mesmos termos que qualquer outra obrigação contratual. A antecipação das concretas consequências

comprometer a eficácia do mecanismo¹⁰⁵. A possibilidade de existência do escopo se as partes não o previram no contrato de financiamento terá a sua resposta nas características do caso concreto e dependerá sobretudo do grau de onerosidade das partes envolvidas. A estipulação de mecanismos de controlo na aplicação do crédito e a limitação à liberdade contratual do comprador serão importantes elementos a ter em conta que nos levarão a afirmar a existência de um escopo. O seu âmbito será, nesta sede, toda a operação de aquisição. Neste sentido, podemos ainda apontar a possibilidade de existência de um duplo escopo a limitar a aplicação do crédito concedido. O primeiro, de âmbito geral, seria característico de toda a relação de financiamento. O segundo, de âmbito específico serviria para, no interior da operação de aquisição, cobrir custos determinados, acordados entre o comprador e o banco.

- *Amplitude variável*: a autonomia de que as partes dispõem neste tipo de operações permite conferir um maior ou menor grau de amplitude ao financiamento. Tomando o contrato de compra e venda como elemento central, o financiamento pode estender-se a montante – no caso de financiamento de custos de procedimentos conducentes à celebração daquele – ou a jusante – perspectivando a cobertura de custos “pós-aquisição”, decorrentes da eventual integração e adaptação da empresa adquirida ao destino que o comprador tenciona dar à empresa adquirida.
- *Acessoriedade face aos custos financiados*: o financiamento não é um fim em si mesmo, antes se propõe a atingir um determinado objectivo, no caso a aquisição de uma empresa. A maioria dos contratos de crédito de escopo são acessórios aos contratos que se propõem financiar. Desta forma, quando um contrato de locação ou de compra e venda

do incumprimento deve resultar de uma análise do caso concreto, ponderando o contrato, as circunstâncias em que foi celebrado e a medida do incumprimento.

¹⁰⁵ Assim, associada à obrigação de não aplicar o crédito concedido deverá ainda haver o correspondente dever acessório de prestação de contas ou de permitir a fiscalização da aplicação do crédito concedido pelo banco. De qualquer forma, os arts. 574.º e ss. do CC estabelecem já uma obrigação de informação e de apresentação de documentos cuja aplicação ao presente caso não merece dúvidas.

é resolvido, por qualquer forma, o contrato que concede crédito também se resolve, por aquele ser a causa deste¹⁰⁶. O mesmo raciocínio não é neste aplicável pela simples razão de que o financiamento, não obstante poder ter um escopo e ser norteado para a celebração do contrato de compra e venda, é normalmente orientado para cobrir custos que vão para além do pagamento do preço. Por isso mesmo o financiamento encontra-se ligado não a um único contrato mas à parte da operação de aquisição que visa financiar e é em relação a esta que este deve ser pensado. Apesar da sua importância, o contrato de compra e venda é apenas um dos vários elementos que integram a operação e que devem ser tidos em conta^{107, 108}. O financiamento será então acessório do custo que se propõe a financiar.

- *Dever de celebração de contratos*: por último refira-se o aspecto mais importante desta relação. O facto de o comprador acordar com o banco a sua posição como financiador suscita no primeiro uma confiança de que aquele estará disposto a conceder o financiamento que o comprador necessita para a aquisição e cria no segundo o correspondente dever de celebração de contratos – em especial contratos de concessão de crédito, com os limites que deverão ser acordados pelas partes. Este dever é incompatível com um eventual corte de crédito, quando justificado por factores externos, e a sua violação pode revelar-se extremamente danosa para o comprador e dar origem a responsabilidade nos termos do art. 798.º do CC.

¹⁰⁶ Sendo o objeto do contrato permitir a uma das partes o cumprimento de uma obrigação – nomeadamente a obrigação de pagar um determinado preço – a extinção dessa obrigação, operada pela resolução do contrato, e deixando este de produzir efeitos, importa a sua resolução por impossibilidade superveniente (cfr. art. 790.º do CC).

¹⁰⁷ Só assim será compreensível a prestação de garantias, por parte do banco, previamente à celebração do contrato de compra e venda.

¹⁰⁸ Ver SILVA, C., “*Compra e Venda de Empresas*”, in CJ, Ano XVIII, Tomo 2, pág. 9, e CORREIA, F. e SÁ, A., “*Oferta Pública de Venda de Acções e Compra e Venda de Empresa*”, in CJ, Ano XVIII, Tomo 4, pág. 15.

5.2. O Contrato de Financiamento

O contrato-quadro de financiamento é o aspecto central do presente trabalho. É nele que se centra e regula toda a relação entre o comprador. Neste capítulo analisaremos, com o detalhe possível, alguns dos seus principais aspectos¹⁰⁹.

5.2.1. O contrato de financiamento como contrato-quadro e a união de contratos

A este contrato compete regular o financiamento prestado ao comprador pelo banco e os sucessivos contratos que se vão celebrando entre eles no âmbito da operação de aquisição. O papel definidor do contrato de financiamento visa fornecer um quadro jurídico dentro do qual se irão pautar os sucessivos contratos, de crédito ou de prestação de serviços, que venham a ser posteriormente celebrados. Trata-se assim de um contrato-quadro, que prevê simultaneamente a celebração e regulação de futuros contratos – a que poderemos chamar de contratos satélite – integrados no âmbito daquela relação de financiamento. Entre aquele e estes é possível observar uma certa dependência, reconduzível à figura da união de contratos. Os contratos satélite encontram-se na dependência da vigência e validade do contrato-quadro de financiamento resultante de uma ligação funcional daqueles a este – o contrato-quadro visa regular uma relação mais ou menos duradoura, cobrindo todos os aspectos comuns à relação de financiamento, os sucessivos contratos celebrados no âmbito daquele visarão antes cobrir necessidades específicas, de carácter pontual, à medida que essas necessidades vão surgindo ou renovando. Existe uma unidade económica comum subjacente a ambos os contratos – a necessidade de financiamento – que constitui um critério de conexão entre o contrato-quadro e os contratos satélite celebrados ao abrigo deste. Neste sentido é interessante ver o art. 3.º, n.º 2, do Decreto-Lei nº 222/2009,

¹⁰⁹ A existir um sindicato bancário, o contrato de financiamento será desenvolvido de forma substancialmente diversa. Por se tratar de uma matéria já suficientemente debatida na doutrina para lá remetemos: TELLES, I.G. “*Empréstimos Cristal: uma nova realidade bancária*”, in *O Direito*, ano 125, 1993; CORDEIRO, M., “*Empréstimos Cristal, Natureza e Regime*”, *Sep. de O Direito*, n.º 127, n.ºs 3 e 4, 1995; ABREU, L. V., “*Os Sindicatos Bancários no Direito Português*”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Inocêncio Galvão Teles*, vol. II, Lisboa, 2002.

de 11 de Setembro: “[C]onsidera-se que existe união de contratos se ambos os contratos constituírem objectivamente uma unidade económica [...]”. Encontramo-nos, assim, perante uma dependência unilateral¹¹⁰, na medida em que se essa dependência se verifica apenas dos tais contratos satélite em relação ao contrato-quadro mas já não no sentido inverso.

5.2.2. Elementos típicos do contrato-quadro

O contrato de financiamento deverá ser o mais exaustivo possível, dados os riscos e montante normalmente associados a este tipo de operação. São comuns neste tipo de contratos:

- A obrigação de realização de uma ou mais auditorias, e as consequências resultantes tendo em conta os resultados dessas auditorias;
- O *spread* ou a forma da sua determinação;
- A possibilidade do banco ceder parte ou a totalidade da sua posição contratual e a possibilidade de se constituir um sindicato bancário durante a operação de aquisição;
- Alguns comportamentos que a empresa financiada não deverá adotar e correspondentes consequências;
- Cláusulas de *hardship*, *market-flex* e outras cláusulas que prevejam alteração de circunstâncias;
- Obrigações de confidencialidade;
- Garantias a serem prestadas pelas sociedades envolvidas (que podem ir desde o penhor de acções, cauções, cartas de conforto, hipotecas);
- A limitação do cumprimento coercivo às garantias prestadas (*limited recourse*) obrigações de comunicação de determinadas informações, como um prazo de comunicação prévia de corte de crédito, ou de alteração da taxa de juro por força de alguma das cláusulas de alteração das circunstâncias;
- O prazo de amortização do crédito e a possibilidade da sua amortização antecipada;

¹¹⁰ Veja-se COSTA, A., *Op. cit.*, p. 377, e, no seguimento do entendimento perfilhado por Antunes Varela, VASCONCELOS, P. P., *Contratos Atípicos*, Almedina, 1995, p. 216.

- As comissões devidas à instituição de crédito pelos serviços a serem prestados;

Apesar de tudo, o contrato de financiamento é acessório na medida em que o fim deste é a prestação dos meios necessários para o sucesso da operação de aquisição. Como tal, a sua estrutura estará sujeita ao desenho daquela.

5.2.3. O *limited recourse* e a limitação da garantia patrimonial geral

Técnica muito utilizada no Project Finance, o “*limited recourse*” aponta-se como uma limitação dos direitos do banco. De acordo com o Código Civil, pelas obrigações do devedor responde a totalidade do seu património – trata-se de uma garantia geral das obrigações¹¹¹. Os *limited recourse loans* consistem em contratos de crédito com uma limitação àquela garantia geral¹¹². Nestes, pela dívida contraída para realizar um determinado projecto, ou uma determinada operação, como é o nosso caso, responderá apenas o próprio objecto para o qual o financiamento se destina¹¹³. Para este efeito surgem as mais variadas técnicas. Uma forma de estabelecer este mecanismo é a constituição de uma sociedade de responsabilidade limitada, especificamente com o objectivo de realizar a operação financiada¹¹⁴. Trata-se de uma forma de compartimentalizar o risco para que este não se propague para a sociedade adquirente ou para as sociedades envolvidas no projecto. Como contrapartida do *limited recourse* é natural o banco exigir do comprador uma participação acrescida¹¹⁵, como forma de garantir o seu compromisso com o sucesso da operação.

¹¹¹ Cfr art. 601.º do CC.

¹¹² Expressamente admitida nos termos do 602.º do CC.

¹¹³ É possível conjugar vários mecanismos disponíveis para chegar a uma estrutura de financiamento adequada às necessidades dos intervenientes. As partes poderiam entender utilizar uma cláusula *limited recourse* juntamente como uma carta de conforto até determinado montante ou percentagem dos montantes totais envolvidos limitando assim a exposição do risco da sociedade-mãe que presta a carta de conforto.

¹¹⁴ É o chamado *Special Purpose Vehicle* ou *SPV*: ver OSÓRIO, H., *Op. cit.*.

¹¹⁵ Esta exigência será aplicável não apenas nos casos em que haja *limited recourse* mas em todos os casos em que a garantia patrimonial é relativamente reduzida face à operação financiada. É o caso dos MBOs, em que o património dos gestores que se propõem a adquirir a empresa pode não ser considerado suficiente garante da aquisição financiada. Veja-se, sobre os MBOs,

5.2.4. Alteração das circunstâncias e a fluidez do contrato de financiamento

Regra geral, os contratos, uma vez celebrados, são para ser cumpridos (art. 406.º, n.º 1, do CC) – é o princípio *pacta sunt servanda*. Trata-se de uma necessidade de segurança no tráfego que as obrigações assumidas pelas partes sejam dotadas de estabilidade. Mas não é uma regra absoluta. Uma das excepções é a que consta do regime do art. 437.º, n.º 1, do CC.

1) O regime geral do Código Civil

O contrato de financiamento é, como já referido anteriormente¹¹⁶, um contrato assente numa relação caracterizada pela sua durabilidade, na medida em que se destina à satisfação de necessidades permanentes de uma das partes. Como tal, as partes assentam as suas suposições em pressupostos prévios relativamente a determinados factos que assumem estáveis e que acabam por configurar um determinado equilíbrio das partes nas prestações¹¹⁷. Se esse equilíbrio se desvanecer de tal forma que seja demasiado oneroso para uma das partes é um imperativo de justiça a adaptação das obrigações às novas circunstâncias em causa. Neste sentido, vem o art. 437.º, n.º 1, do CC atribuir à parte lesada por essa alteração, quando susceptíveis de alterar o equilíbrio das prestações, um direito de modificação ou de resolução do contrato. Para que haja lugar à aplicação do mecanismo do art. 437.º do CC é necessário que (i) haja uma alteração das circunstâncias, (ii) essas circunstâncias são, ou deveriam ser, conhecidas de ambas as partes, (iii) que essa alteração não decorra dos riscos próprios do contrato e, por fim, (iv) que a exigência das obrigações assumidas seja gravemente atentatória dos princípios da boa fé. Este tema tem sido proficuamente tratado na doutrina tanto portuguesa como estrangeira – para lá se remete¹¹⁸.

e nomeadamente sobre a estruturação do seu financiamento, KRIEGER, I., *Management Buy-Outs*, Arthur Andersen – Butterworths, 1990.

¹¹⁶ Ver Ponto 6.1 *supra*.

¹¹⁷ Atente-se para o facto de o equilíbrio ser, aqui, considerado de uma perspectiva subjectiva. Se as partes celebram um contrato, em que exista um desequilíbrio das prestações, ainda assim se entende que se trata de uma obrigação que o devedor assumiu cumprir.

¹¹⁸ Veja-se, a título meramente exemplificativo, MONTEIRO, P. e GOMES, J., “A «Hardship Clause» e as alterações das circunstâncias”, in *Juris et de Jure*, Nos 20 Anos da Faculdade de Direito da

A incerteza que rodeia a alteração das circunstâncias tem determinado uma utilização parcimoniosa do regime constante do art. 437.º, n.º 1, do CC pelos tribunais portugueses e estrangeiros¹¹⁹. Como resultado direto começaram a aparecer cláusulas, mais ou menos exigentes para a sua aplicação, que conferiam às partes o direito de renegociar o contrato na eventualidade de ocorrência de determinados factos. Outra forma de minimizar o impacto do tempo no contrato foi a estipulação de cláusulas que permitissem a sua flexibilidade¹²⁰ mantendo-os permanentemente actualizados.

2) As Cláusulas de Hardship

São cláusulas de hardship as cláusulas que obrigam à renegociação do contrato quando se verifique algum facto ou situação que determine um desequilíbrio das prestações. As cláusulas de *hardship* são comuns sobretudo no tráfego internacional, por a problemática da alteração das circunstâncias não ter tido acolhimento legal em todos os ordenamentos jurídicos.

3) As Cláusulas Market Flex ou de adaptação da taxa de juro

De todos os elementos dos contratos de concessão de crédito, são as taxas de juro que costumam sofrer mais alterações. Neste caso, o contrato assenta numa realidade que se revela extremamente fluída.

Os interesses envolvidos nestas operações não se resumem às partes envolvidas e são preponderantes na elaboração do contrato e sua posterior interpretação e integração, sendo determinadas cláusulas inseridas no contrato especificamente para acautelar aqueles interesses.

As entidades bancárias, após concederem o crédito, titularizam esses créditos e procedem à sua alienação nos mercados financeiros, guardando para

UCP, 1996 e ASCENSÃO, J. O., “*Onerosidade excessiva por «alteração das circunstâncias»*”, in ROA, Ano 65, vol. III, 2005.

¹¹⁹ Também a doutrina aconselha uma utilização moderada do regime – limitando a intervenção dos tribunais ao mínimo, especialmente no que toque à modificação do contrato. Ver DALHUISEN, *Op. cit.*, p. 184 e 188.

¹²⁰ É o caso das cláusulas de indexação que remetem para determinados índices, reputados por ambas as partes como justos. Em vez de estipularem uma obrigação fixa no tempo as partes estipulam antes critérios objectivos para a sua concretização a cada momento do contrato. Contudo, o problema coloca-se novamente quando sejam os próprios índices a sofrerem alterações não configuradas pelas partes.

si apenas uma margem do juro e as comissões pela prestação de serviços¹²¹. Desta forma as entidades bancárias conseguem simultaneamente exteriorizar o risco de incumprimento da entidade financiada e continuar a dispor de fundos de forma a proceder a outras operações. Os investidores, por seu lado, apenas aceitarão produtos financeiros que tenham um retorno proporcional ao risco que lhe subjaz. Desta forma, o banco irá determinar uma taxa de juro correspondente ao risco subjacente ao capital financiado. É necessário ter em conta que determinados investidores, nomeadamente outras entidades bancárias, não investirão num determinado produto financeiro se a classificação deste for muito baixa¹²². As cláusulas de adaptação da taxa de juro (*market flex*) destinam-se sobretudo a acautelar estes interesses.

4) A estipulação de condições e as cláusulas sobre alterações depreciativas (ou cláusulas de material adverse change [MAC] ou material adverse effect [MAE])

As cláusulas MAC ou MAE são cláusulas comuns nas operações de fusões e aquisições, ou em casos de financiamento através de capital de risco, que permitem ao comprador recusar-se, legitimamente, a concluir a aquisição, ou ao financiador a continuar a suportá-la quando se verifiquem ou não determinados eventos reputados como essenciais para as partes¹²³⁻¹²⁴. Estas cláu-

¹²¹ Sobre uma apreciação jurídica deste fenómeno veja-se SILVA, C., “*Titularização de Créditos*”, in CJ, Ano XVIII, Tomo 2, 1993.

¹²² Existem muitas entidades que não poderão investir, independentemente do retorno, se um determinado produto financeiro tiver uma classificação muito baixa devido a obrigações legais ou estatutárias que cada vez são mais comuns, devido a requisitos de sustentabilidade e de solvabilidade cada vez mais exigentes. Por outro lado os investidores particulares, por não terem menos capital disponível e o investimento ser para eles uma forma de poupança, são normalmente avessos ao risco. Por fim os intermediários financeiros, sejam eles entidades bancárias ou outros agentes dos mercados financeiros, quando contratem com os particulares, estão legalmente obrigados a classificá-lo, a informá-lo, respeitar o perfil de risco daquele (nos termos do CVM). Trata-se de regras de “*Know Your Client*”, introduzidas pela Directiva dos Mercados e dos Intermediários Financeiros (DMIF) que servem para proteger os interesses dos investidores (tanto dos intermediários financeiros como de si próprios).

¹²³ Atribuindo-lhe a designação de cláusulas sobre alterações depreciativas, veja-se também CÂMARA, P. e BASTOS, B., “*O Direito de Aquisição de Empresas: uma Introdução*”, *Op. cit.*, p. 42 e ss. As cláusulas MAC/MAE, ainda que sejam dotadas de alguma uniformidade quanto às consequências, são de conteúdo e amplitude extremamente variável.

¹²⁴ A sua estipulação a favor do vendedor também pode ser estipulada, nomeadamente quando este venha a receber, como forma de pagamento, participações sociais do comprador.

sulas costumam reportar-se ao hiato temporal que medeia entre a celebração do contrato de compra e venda (*signing*) e a sua conclusão (*closing*), não sendo raras as situações em que as aquisições caem por terra nesta fase^{125, 126}. Na sua base, trata-se de mais uma forma contratual de distribuição de risco – se um evento, considerado como prejudicial por uma, ou ambas as partes, se verificar entre a celebração e a conclusão do contrato, o contrato não se celebra e o risco corre pela parte contra quem se invoca¹²⁷.

As cláusulas MAC/MAE, ainda que sejam dotadas de alguma uniformidade quanto às consequências, são de conteúdo e amplitude extremamente variável. É costume ainda limitar a indeterminação das suas cláusulas através de exceções (os chamados *carve-outs*) às previsões MAC/MAE¹²⁸.

Os factos a que estas cláusulas se costumam reportar serão todos aqueles cuja verificação ou não verificação é considerada essencial para as partes celebrarem o contrato – integrando assim a base do negócio. Se a aplicação

¹²⁵ Nestas cláusulas é costume o comprador querer atribuir um largo grau de indeterminação às cláusulas para que este possa retirar-se da operação quando entenda conveniente. Do lado oposto encontra-se o vendedor, que já pode encontrar-se fortemente investido na venda da empresa e quer ver a sua posição assegurada, limitando ao máximo as possibilidades de o comprador se retirar da aquisição. Ainda assim, a indeterminação das MAC pode ser-lhe útil na medida em que qualquer situação invocada pelo comprador é susceptível de interpretações diversas. O resultado é as partes entrarem em litígio relativamente à interpretação dada a este tipo de cláusulas quando o comprador finalmente se retira da aquisição. Por outro lado, perante a possibilidade da diminuição da garantia patrimonial, o banco poderá tentar retirar-se da operação, recorrendo a estas cláusulas. Sobre a redacção deste tipo de cláusulas veja-se ainda BOONE, M., *et. al. The Ins and Outs in Drafting MAE/MAC Clauses, Termination Rights and other Heavily Litigated Provisions in Acquisition Agreements*, Haynes and Boone LLP, apresentada na *31st Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problems*, de 12 de Fevereiro de 2009.

¹²⁶ As cláusulas MAC/MAE adquiriram especial relevância nos Estados Unidos durante a crise de 2008.

¹²⁷ Por vezes são também utilizadas como mais um elemento de negociação. Perante um mercado em crise o comprador poderá utilizar ameaça da utilização da cláusula MAC/MAE para levar o vendedor a reduzir o preço acordado. Também o banco poderá, perante a verificação de um evento previsto, perder o interesse na continuação do financiamento, a menos que haja uma revisão em alta da taxa de juro.

¹²⁸ Alguma imprensa norte-americana aponta o facto de as partes alocarem o risco de alterações depreciativas internas da empresa visada para o vendedor (atribuindo o direito de resolução do contrato ao comprador) e o risco de alterações de mercado e o risco sistémico para o comprador (excluindo do âmbito da cláusula essas situações). Veja-se o artigo do New York Times, “*The Big MAC*”, realizado por Dealbook, de 10 de Março de 2008.

directa do regime das condições¹²⁹ ou da alteração das circunstâncias não nos parece possível¹³⁰ a aplicação analógica daqueles preceitos já não se afigurará difícil¹³¹, desde que feita com as devidas adaptações.

É comum a previsão de factos relativos aos resultados decorrentes da auditoria¹³², de obtenção de determinadas autorizações¹³³, da obtenção de uma decisão judicial ou arbitral favorável (ou não desfavorável) ou outros factos que constituam fatores decisivos para as partes concluírem a aquisição.

5.2.5. Algumas formas típicas de concessão de crédito

A concessão de crédito neste tipo de operações é extremamente inovadora pelo que é interessante observar algumas formas socialmente típicas.

1) O empréstimo-ponte ou bridge loan

O *bridge financing* é uma forma suprir as necessidades de financiamento de uma sociedade a muito curto prazo. Deve a sua designação ao facto de se destinar a cobrir a necessidade de liquidez de uma determinada entidade num curto espaço de tempo, podendo servir para cobrir o período entre a necessidade da entidade financiada e obtenção de crédito através de outra forma. Por isso mesmo está sujeita a uma taxa de juro mais elevada e a um prazo de maturação mais curto.

É usual o recurso a este crédito na pendência da negociação de um empréstimo mais avultado. Onde o *bridge loan* será depois refinanciado. Poderá ainda ser útil para situações contingentes que possam surgir. Dado o escopo das

¹²⁹ Arts. 270.º e ss. do CC.

¹³⁰ Na medida em que não se tratam necessariamente de factos futuros, mas podem ser antes concomitantes à celebração do contrato. Sobre o regime aplicável, veja-se, mais uma vez, CÂMARA, P. e BASTOS, M. B., “*O Direito de Aquisição de Empresas: uma Introdução*”, *Op. cit.*, p. 42 e ss.

¹³¹ A autonomia contratual e liberdade da celebração contratual não sofrerão, nesta sede, quaisquer limitações.

¹³² Desta forma, é costume prever que o contrato só seja concluído caso haja uma avaliação positiva, ou uma avaliação que preencha determinados requisitos, ou por outro lado a sua não celebração caso haja uma avaliação negativa, ou que não preencha determinados requisitos.

¹³³ Sejam de entidades públicas (a nível de concessões, de carácter ambiental, entre outras) sejam da sua própria estrutura accionista ou dos financiadores da aquisição (instituições de crédito).

operações de aquisição de empresas e da complexidade tipicamente envolvida neste tipo de operações é natural que surjam fontes de despesa que não estivessem previstas no início do contrato de financiamento. Será no interesse, tanto da adquirente como da instituição de crédito, prever este tipo de eventualidade. Este tipo de crédito será tanto mais útil quando esteja previamente negociado pelas partes e previsto no contrato para que a adquirente saiba com o que pode contar e evitar ter de negociar um tal crédito sob a pressão das necessidades curto prazo que este mecanismo pretende cobrir.

Tem a natureza jurídica de um contrato de mútuo. A instituição de crédito entrega um determinado montante, fungível, ficando o adquirente obrigado a restituir-lhe outro tanto, num determinado período de tempo, mediante pagamento de um juro.

2) A abertura de crédito

A abertura de crédito é um contrato de crédito através do qual a instituição de crédito coloca à disposição do beneficiário um determinado montante de crédito (normalmente chamado de “linha de crédito”), ficando este obrigado ao pagamento de juros. Só renderá juros, no entanto, o crédito efectivamente utilizado pelo beneficiário.

A sua qualificação jurídica não é pacífica. Discute-se se se trata de um mútuo, de um contrato-promessa ou um contrato “*sui generis*”. Inclino-me para esta última hipótese.

O contrato em si é um contrato *quod effectum*, eficaz após a celebração do contrato ainda que as obrigações se cumpram num prazo futuro. Assim, logo após a celebração do contrato, o banco fica obrigado a, no momento acordado, disponibilizar determinado montante, podendo a entidade financiada utilizá-lo a partir desse momento e pagando os respetivos juros mas apenas pelos montantes efectivamente utilizados. Uma abertura de crédito poderia ser um mútuo, produzindo efeitos desde a celebração do contrato, em que o vencimento de juros estaria sujeito a uma condição, no caso, a utilização, pelo mutuário, de uma parcela ou da totalidade do montante disponibilizado. Não obstante o banco ter uma desvantagem na consignação de capital, sem remuneração de juros, a um determinado cliente esse factor é facilmente contornável através da contratação em massa, obtendo ganhos marginais em cada contrato.

As vantagens em relação ao mútuo consistem na sua maior flexibilidade e o facto de a entidade financiada apenas pagar juro pelo montante que efectivamente utilizar, a partir do momento em que o utiliza¹³⁴. Tem ainda a vantagem de poder ser pago a qualquer momento podendo o beneficiário do crédito voltar a utilizar o *plafond* sem ter de celebrar novo contrato¹³⁵. Trata-se de uma solução mais flexível mas potencialmente mais onerosa.

3) A abertura de crédito com conta-corrente ou revolving loan

Este tipo de abertura de crédito consiste numa forma específica de abertura de crédito, um contrato já bem conhecido no plano nacional. Em períodos de tempo pré-determinados pelas partes, o banco vai colocando à disposição da entidade financiada mediante o pagamento prévio de uma comissão, determinado montante de capital. Na sua essência, trata-se de uma sucessão de aberturas de crédito ao longo de um determinado período de tempo¹³⁶.

Este mecanismo é usualmente utilizado nos cartões de crédito. O titular do cartão de crédito tem um determinado limite de crédito, previamente aprovado, ou *plafond*, atribuído ao cartão podendo o titular do cartão livremente contrair crédito e amortizá-lo até aquele limite para além do valor que tenha em débito, ficando depois obrigado ao pagamento de juro sobre aquele valor. O crédito poderá ser pago e novamente contraído qualquer momento, num sistema de conta corrente. No caso dos cartões de crédito, a abertura de crédito tem a duração da validade do cartão.

A utilidade do *revolving credit* não se esgota nos cartões de crédito. A disponibilidade de capital, reutilizável, sem prazo de pagamento, e sujeita apenas ao pagamento de uma taxa de juro sobre os montantes efectivamente utilizados é um instrumento flexível que permite a uma empresa satisfazer as suas necessidades de tesouraria à medida que estas vão surgindo e ao mesmo tempo que permite à empresa um pagamento a todo o tempo.

¹³⁴ Ver ANTUNES, E., *Direito dos Contratos Comerciais*, *Op. cit.*, p. 501 e ss.

¹³⁵ Neste âmbito, as partes podem acordar a forma de pagamento das quantias efectivamente utilizadas pela abertura de crédito, convolvendo-a num contrato de mútuo – é o chamado *term-out*.

¹³⁶ A sucessão de aberturas de crédito é uma expressão que se revela imprecisa. Há apenas um contrato de abertura de crédito que se vai renovando, através de renovações de financiamento – neste sentido, Ac. do TCA Sul de 10/03/2009.

O recurso do mecanismo da conta-corrente¹³⁷ permite a sua reutilização durante a duração estipulada no contrato, até um limite previamente acordado com a entidade bancária.

6. Conclusão

Pelo exposto no presente trabalho concluímos que o financiamento bancário para aquisição de empresas envolve múltiplos mecanismos, caracterizados por uma enorme variedade, e a maior parte deles recentes, se não no estrangeiro, pelo menos no ordenamento português. Se a sua compreensão individual é necessária, não menos importante se revelará uma apreciação da operação como um todo, conferindo uma visão de conjunto que integra e acrescenta a todos os mecanismos utilizados e todos os contratos celebrados. A tendência para analisar individualmente cada cláusula não pode obstar assim a uma visão de conjunto que a conforme e uma relação negocial na qual se fundam todos aqueles elementos – por isso mesmo se propõe a autonomização de uma relação bancária especial. Essa visão de conjunto não estaria completa se não fosse ancorada na realidade que lhe subjaz e que se propõe a alterar.

É possível, de uma análise global do contrato de financiamento, destacar uma preocupação central de diminuição e distribuição do risco, tanto nos mecanismos inovadores utilizados – é o caso do *limited recourse* –, como nos institutos tradicionais especificamente adaptados e flexibilizados – como são as cláusulas de renegociação do contrato por alterações na realidade subjacente (*hardship* e *market flex*) –, e ainda nos procedimentos adoptados durante a operação – veja-se a *due diligence*, por exemplo. A distribuição do risco é precisamente o ponto onde assenta o equilíbrio das prestações no contrato em apreço e é feita entre o comprador e o vendedor.

É de assinalar especialmente a relação tripartida entre a operação de aquisição, o financiamento bancário e a realidade subjacente – todas situações dinâmicas e complexas que se influenciam entre elas – justificando que as duas primeiras venham a ser sucessiva e permanente actualizadas por forma a satisfazer as necessidades das partes envolvidas. Esta é uma realidade em

¹³⁷ A conta-corrente encontra-se prevista no artigo 344.º e ss. do CCom. A conta corrente permite a disponibilização de crédito e a sucessiva compensação de créditos, através de um ou vários pagamentos, de forma a que apenas o saldo final é devido.

permanente mudança e cujas alterações o financiamento não pode deixar de ter em conta sob pena de o equilíbrio de prestações que as partes configuraram no início do contrato deixar de ser válido. Neste sentido, e ao contrário da maioria dos contratos, finais desde o momento da sua celebração, o contrato em apreço adapta-se durante a operação que visa financiar – precisamente com o objectivo de manter o equilíbrio das prestações que as partes consideram justo no momento da celebração do contrato – através de cláusulas que permanentemente o actualizam – cláusulas de indexação, cláusulas MAC/MAE, *market flex*, *hardship*, *earn-out*. Esta fluidez é justificada pelo carácter abrangente e multidisciplinar da operação de aquisição, inserida num mercado incerto e normalmente rodeada de assimetrias informativas e deve-se, sobretudo, a uma obrigação de financiar a operação de aquisição, dentro dos limites acordados.

Deparamo-nos, assim, perante um contrato *sui generis* feito à medida das necessidades das partes e em permanente actualização para melhor as satisfazer.

Um largo caminho há ainda a percorrer para atingir um enquadramento jurídico bem definido das várias figuras que vêm regularmente surgindo no sector financeiro. A sua incompreensão e a sua utilização indiscriminada levaram à crise financeira com que hoje nos deparamos. Por outro lado, a sua ignorância resultará na estagnação. A sua compreensão e análise resultam assim de enorme importância.

BIBLIOGRAFIA

- ABRANTES, José João
 – *Algumas notas sobre o contrato de mútuo*, in Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais: Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, 2º vol., Coimbra Editora, Coimbra, 2008.
- ABREU, Jorge Coutinho de / MARTINS, Alexandre de Soveral
 – *Grupos de Sociedades, Aquisições tendentes ao Domínio Total*, Almedina, Coimbra, 2003.
- ABREU, Jorge Coutinho de
 – *Da empresarialidade (as empresas no direito)*, Livraria Almedina, Coimbra, 1996.
- ABREU, Luis Vasconcelos
 – *Os Sindicatos Bancários no Direito Português*, in Estudos em Homenagem ao Prof. Inocêncio Galvão Teles, vol. II, Lisboa, 2002.
- ANTUNES, J. Engrácia
 – *Contratos Comerciais, Noções Fundamentais*, Almedina, Coimbra, 2011.
 – *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001.
 – *A empresa como objecto de negócios – Asset Deals vs Share Deals*”, ROA, vol. II/III, n.º 68, 2008, pp. 715-793.
- ASCENSÃO, José Oliveira
 – *Onerosidade excessiva por «alteração das circunstâncias»*, ROA, Ano 65, vol. III, 2005.
- BARATA, Filipe Manuel Farréu Rama dos Santos
 – *Financiamento sindicado de projectos*, Relatório de Mestrado para a cadeira de Direito Bancário, apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientado pelo Prof. Januário da Costa Gomes., 2006.
- BOONE, Michael M./CHU, Wilson /KIRKPATRICK, Paul K.
 – *The Ins and Outs in Drafting MAE/MAC Clauses, Termination Rights and other Heavily Litigated Provisions in Acquisition Agreements*, Haynes and Boone LLP, apresentada na 31st Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problems de 12 de Fevereiro de 2009, disponível em: http://www.haynesboone.com/files/Publication/c7d67359-33b4-4b42-9638-01312b3dac4f/Presentation/PublicationAttachment/a8fc116b-ba75-494f-8292-01a19c6e2e7c/Drafting_MAE_MAC_Clauses.pdf.
- CÂMARA, Paulo
 – *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011.
- CÂMARA, Paulo / BASTOS, Miguel Brito
 – *O Direito de Aquisição de Empresas, uma Introdução*, in Aquisição de Empresas, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, 2011.
- CARLOS, Maria Amélia Barradas
 – *Da desconsideração da contabilidade pelo Direito Fiscal no Ordenamento Jurídico Português*, breve apontamento, ROA, Ano 71, Lisboa, 2011.
- CARVALHO DAS NEVES & ASSOCIADOS
 – *ABC das Fusões e Aquisições*, Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento, 1999.
- CASQUINHA, Pedro Miguel Vieira
 – *Cláusulas de Hardship*, in Relatório de Mestrado para a cadeira de Direito Comercial V, apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2003.
- CORDEIRO, António Menezes
 – *Manual de Direito Bancário, 4ª ed.*, Almedina, Coimbra, 2010.
 – *Empréstimos Cristal, Natureza e Regime*, Sep. de O Direito, ano 127, nºs 3 e 4, 1995.
 – *Da Tomada de Sociedades (take-over): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, in ROA, 1994.

- CORREIA, Ferrer e SÁ, Almeno de
 – *Oferta Pública de Venda de Ações e Compra e Venda de Empresa*, CJ, Ano XVIII, Tomo 4, 1993.
- CORTEZ, Jorge Simões
 – *As formalidades da Transmissão de Quotas e Ações no Direito Português*, Almedina, 2012, disponível em: http://www.mlgs.pt/xms/files/Publicacoes/Artigos/2012/formalidades_transmissao_quotas_accoes_Direito_Portugues_principios_pratica.pdf.
- COSTA, Mário Júlio de Almeida,
 – *Direito das Obrigações*, Almedina, Coimbra, 2009.
- DALHUISEN
 – *On International Commercial, Financial and Trade Law*, Hart Publishing, Oxford, 2000.
- DIAMVIATU, Lino
 – *A tutela da confiança nas negociações pré-contratuais*, in ROA, vol. II, Ano 71, Lisboa, 2011.
- DIAS, Gabriela Figueiredo
 – *Project Finance, primeiras notas*, in 3º vol. da série Miscelâneas, Almedina, Coimbra, 2004.
- ELLINGER, E.P./LOMNICKA, Eva/HOOLLEY, Richard
 – *Modern Banking Law*, 3rd Ed., Oxford University Press, Oxford, 2002.
- GALVÃO, Clemente
 – *Declarações e Garantias em Compra e Venda de Empresas – Algumas Questões*, in Actualidad Jurídica Uría Menéndez, Madrid, Año 2005, n.º 12, p. 103 e ss.
 – “*Conteúdo e Incumprimento do Contrato de Compra e Venda de Participações Sociais*”, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 70, I/IV, Lisboa, Jan.-Dez. 2010.
- GLAZER, Alan S.
 – *Acquisition bridge financing by investment banks*, 1989, disponível em: http://findarticles.com/p/articles/mi_ml1038/is_n5_v32/ai_8120675/.
- JILLSON, Robert et al.
 – *Due Diligence and Warranties in the Corporate Acquisitions Practice*, Graham & Trotman and International Bar Association, 1998.
- JÚNIOR, Eduardo dos Santos
 – *Acordos intermédios: entre o início e termo das negociações para a celebração de um contrato*, in Revista da Ordem dos Advogados, II, 1997.
- KRIEGER, Ian
 – *Management Buy-Outs*, Arthur Andersen, Butterworths, London and Edimburgh, 1990.
- LOAN MARKET ASSOCIATION
 – *Guide to Syndicated Loans*, The Loan Market Association, [s.l], [s.d], disponível em: http://www.lma.eu.com/uploads/files/Introductory_Guides/Guide_to_Par_Syndicated_Loans.pdf.
 – *Guide to Syndicated Leveraged Finance*, The Loan Market Association, [s.l], [s.d], disponível em: http://www.lma.eu.com/uploads/files/Guide_to_Leveraged_Finance.pdf.
- MARTINS, Alexandre de Soveral
 – *Transmissão de empresa societária: algumas notas*, in Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, vol. I, Coimbra Editora, 2007, pp. 415 e ss.
- MATOS, Pedro Verga / RODRIGUES, Vasco
 – *Fusões e Aquisições, Motivações e Políticas*, Principia, Cascais, 2000.
- MONTEIRO, António Pinto / GOMES, Júlio
 – *A hardship clause e o problema da alteração das circunstâncias, breve apontamento*, Sep. de *Juris et de Jure*, Nos 20 anos da Faculdade de Direito da UCP – Porto, 1998.
- MONTEIRO, António Pinto / PINTO, Paulo Mota
 – *Compra e venda de empresa*, RLJ, Ano 137, 1993, p. 77 e ss.

- OSÓRIO, José Diogo Horta
 – *Da Tomada de Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, Coimbra, 2001.
- REIS, José
 – *O regime da transmissão da empresa no Código do Trabalho*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. I, Coimbra Editora, 2007, pp. 305 e ss.
- RHODES, Tony
 – *Syndicated Lending*, 4th Edition, Euromoney Books, 2004.
- ROLDÃO, Nuno Moura/TEIXEIRA, Ana Guedes
 – *O processo de auditoria legal*, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011.
- SÁ, Fernando Oliveira e
 – *A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de earn-out*, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.
- SANTOS, Filipe Cassiano dos
 – *Transmissão e cessação de contratos comerciais: direito comercial e direito civil nas relações comerciais*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 283 e ss.
- SCHMITZ, Winifred F.
 – *Due Diligence for Corporate Acquisitions*, Kluwers International Aija, 1996.
- SILVA, Calvão da
 – “*Compra e Venda de Empresas*”, CJ, Ano XVIII, Tomo 2, 1993.
 – *Titularização de Créditos – Securitization*, 2.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2005.
- STANDARD AND POOR’S
 – *A Guide to the Loan Market*, Standard and Poor’s, Setembro de 2011, disponível em: <https://www.lcdcomps.com/d/pdf/LoanMarketguide.pdf>.
- STERLING, Mark, e WRIGHT, Mike
 – *Management Buy-Outs and the Law*, Blackwell Law, Oxford, 1991.
- TAYLOR, Mark B., ZANDYLIET, Luc e FOROUHAR, Mitra
 – *Due Diligence for Human Rights: A Risk-based approach no âmbito da Corporate Social Responsibility Initiative* da Harvard Kennedy School of Government, disponível em: http://www.hks.harvard.edu/mrcbg/CSRI/publications/workingpaper_53_taylor_etal.pdf.
- TELLES, Inocêncio Galvão
 – *Empréstimos Cristal: uma nova realidade bancária*, in *O Direito*, 1993, pp. 177 e ss.
- TENNEKOON, Ravi C.
 – *The Law and Regulation of International Finance – Student Edition*, Butterworths, 1991.
- THE DEALBOOK
 – *The Big MAC*, publicado no New York Times a 10 de Março de 2008, disponível em: <http://dealbook.nytimes.com/2008/03/10/the-big-mac/>.
- VASCONCELOS, Pedro Pais de
 – *Teoria Geral do Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2005, p. 19 e ss.
 – *Contratos Atípicos*, Almedina, Coimbra, 1995.
- WADSLEY, J. e PENN, G.A.
 – *The Law relating to Domestic Banking*, Sweet and Maxwell, London 2000.
- WALKER, Gary
 – *Mastering finance-linked swaps, a definitive guide to principles, practice and precedents*, Pearson Education, 2003.

SIGLAS E ABREVIATURAS

Ac.	Acórdão
Art.	Artigo
CC	Código Civil
CCom	Código Comercial
CJ	Colectânea de Jurisprudência
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
LBO	<i>Leverage Buy-Out</i>
MBO	<i>Management Buy-Out</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
Proc.	Processo
RGIC	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
RLJ	Revista de Legislação e Jurisprudência
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
TRL	Tribunal da Relação de Lisboa
TRC	Tribunal da Relação do Porto