

## PORTUGAL

### CLÁUSULAS DE FIXAÇÃO DE PREÇO EM CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE AÇÕES

#### Cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações

As cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações são geralmente objeto de ampla discussão entre compradores e vendedores.

Muito embora a liberdade contratual permita uma multiplicidade de soluções, os contratos de compra e venda de ações preveem, em regra, um de dois tipos de mecanismos de fixação de preço: por um lado, mecanismos de ajuste de preço com base em contas preparadas por referência à data de fecho do negócio e, por outro, mecanismos de preço fixo acompanhados de um conjunto de disposições especialmente destinadas a preservar o valor da empresa-alvo até ao fecho do negócio. Este artigo descreve sumariamente estes dois mecanismos de fixação de preço, dando simultaneamente algumas notas práticas sobre a sua utilização

#### PALAVRAS CLAVE

Compra e venda de ações, Preço de ações, Mecanismos de fixação de preço, Mecanismos de ajuste de preço, Mecanismo de locked box.

#### Pricing mechanisms in share sale and purchase agreements

Price clauses in share sale and purchase agreements are usually the subject matter of long discussions between sellers and purchasers.

Even though the parties' freedom of contract allows for multiple solutions, share sale and purchase agreements establish, as a general rule, either price adjustment mechanisms, based on completion accounts, or fixed price mechanisms, including a set of provisions aimed at preserving the value of the target company until completion of the deal.

This article briefly describes these two types of price mechanisms and provides some practical tips on their use

#### KEY WORDS

Share sale and purchase, Share price, Pricing mechanisms, Price adjustment mechanisms, Locked box mechanism.

Fecha de recepción: 15-9-2015

Fecha de aceptación: 15-10-2015

## INTRODUÇÃO

Sendo o preço um dos elementos essenciais do contrato de compra e venda (cfr. o artigo 879.º, al. c) do Código Civil), as cláusulas de fixação do preço constituem também uma das matérias centrais na redação e negociação de qualquer contrato de compra e venda de ações (*share sale and purchase agreement* ou, abreviadamente, *SPA*) – e não apenas por preverem a contrapartida económica do negócio, que, naturalmente, é uma das peças mais importantes (senão mesmo a mais importante) do acordo entre comprador e vendedor, mas também por regularem a forma como essa contrapartida é calculada e eventualmente ajustada num momento posterior.

À medida que a complexidade das transações no mercado das fusões e aquisições foi aumentando – e que, em cada vez maior escala, a técnica anglo-saxónica de redação contratual foi sendo adotada – os mecanismos de preço fixo nos contratos de compra e venda de ações foram sendo substituídos por mecanismos, também eles mais complexos, em que o preço passou a ficar sujeito a ajustes subsequentes, aferidos por referência a determinados

indicadores calculados à data da produção de efeitos jurídicos do negócio.

A opção por estes mecanismos de ajuste de preço justifica-se pelo facto de o preço das ações ser, por definição, calculado e acordado pelas partes à luz de informação (*maxime*, informação financeira) que não reflete a situação da empresa na data em que o negócio produz os seus efeitos (por força do carácter dinâmico da empresa enquanto conjunto de ativos e passivos patrimoniais em constante mudança, e que faz com que esta constitua um objeto muito particular da compra e venda) e por o ajuste de preço permitir precisamente sanar esse desfazamento, possibilitando a consideração dos valores que efetivamente existem na data em que a empresa é adquirida pelo comprador e garantindo, assim, que o comprador paga o preço justo pela empresa que adquire e que o vendedor beneficiará da boa gestão que faça da empresa até à sua transmissão.

Muito embora o mecanismo de ajuste de preço pareça ser ainda o mais comum no nosso ordenamento jurídico (o mesmo se passando nos Estados Unidos, em que estudos apontam para a utilização deste modelo em 80% das transações – *Trends in*

*purchase price adjustment formulations in US, UK and cross-border M&A transactions*, Alexander B. Johnson, Tom Whelan e Katherine H. Brown, *Financier Worldwide Magazine*, 2013), recentemente – em particular, devido ao número crescente de litígios entre compradores e vendedores por temas relacionados com ajustamentos de preço –, o mecanismo de preço fixo voltou a ganhar importância nos contratos de compra e venda de ações (em especial, nos setores financeiro e de *private equity*, mas tendo já alastrado a outros setores e ao mercado de *mergers & acquisitions* em geral).

Confirmando esta tendência, um estudo recente da Deloitte sobre o mercado das fusões e aquisições no Reino Unido (*Emerging Trends in the M&A Process and Key Deal Issues*, fevereiro de 2015) refere a frequência crescente dos mecanismos de preço fixo.

No mesmo sentido, de acordo com estudos da filial suíça da Ernst & Young (*Purchase price mechanisms and current trends in practice* - 1.<sup>a</sup> edição, 2008 e 2.<sup>a</sup> edição, 2012), «*since 2006 we observed a return towards the use of fixed price mechanisms. However, this was accompanied by a tendency to use a more sophisticated fixed price mechanism - frequently the «locked box»*». A segunda edição deste estudo, no âmbito da qual foram analisados 109 contratos de compra e venda de ações celebrados entre 1997 e 2011, revela que os contratos com mecanismos de preço fixo representaram cerca de 38% do total de contratos analisados relativos ao período entre 2006 e 2008 e cerca de 46% do total de contratos analisados relativos ao período entre 2009 e 2011 (em contraposição a cerca de 18% dos contratos analisados relativos ao período entre 2002 e 2005). De acordo com estes mesmos estudos, a escolha por um mecanismo de preço fixo ou de ajuste de preço não parece estar relacionada com a dimensão da transação em causa, parecendo antes estar relacionada com as especificidades do caso e com o poder negocial das partes.

Dada a escassa literatura existente sobre a matéria em Portugal e a grande importância prática do tema, pretende-se com este artigo descrever sumariamente os dois mecanismos de fixação de preço referidos – por um lado, o mecanismo em que as partes acordam num preço que fica sujeito a determinados ajustamentos calculados por referência à data do fecho do negócio, e, por outro, o mecanismo de preço fixo, em que o preço das ações é determinado de forma definitiva com base na situação da empresa numa determinada data de referência anterior à assinatura do contrato, sendo acom-

panhado de determinadas cláusulas destinadas a conferir proteção adicional ao comprador.

Sendo certo que esta matéria reveste particular importância nos casos em que a produção dos efeitos jurídicos da compra e venda (*closing*) – desde logo, a transmissão da propriedade das ações – não acontece em simultâneo com a assinatura do contrato (*signing*), mas apenas mais tarde, após a verificação de um conjunto de condições (*conditions precedent*) (e em que, por isso, o desfazamento entre a situação da empresa à data das contas de referência e a sua situação real na data do fecho do negócio é mais significativa), o tema é transversal a todos os contratos de compra e venda de ações.

## **MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO COM BASE EM CONTAS DE FECHO (COMPLETION ACCOUNTS MECHANISM)**

### **Definição**

Tal como referido, os mecanismos de ajuste de preço continuam ainda a ser os instrumentos de fixação de preço mais frequentes entre nós. De entre eles, trataremos apenas da sua modalidade mais comum, em que o ajustamento de preço se realiza por referência à data do fecho do negócio – basicamente, as partes acordam num preço-base, calculado com base numas contas de referência e, uma vez realizado o fecho do negócio, preparam novas contas por referência à data do fecho e comparam os valores de determinados indicadores financeiros constantes das contas de referência (em regra, do balanço) com os valores desses mesmos indicadores financeiros constantes das contas de fecho, correspondendo a diferença ao valor do ajuste de preço.

Assim, num primeiro momento, as partes acordam num preço-base para a empresa objeto do negócio, calculado com base nas últimas contas auditadas da empresa, e/ou em contas intercalares preparadas pelo vendedor e/ou ainda em determinadas estimativas da situação da empresa na data prevista para o *closing* acordadas pelas partes (contas de referência – *reference accounts*).

O preço-base da empresa-alvo pode ser calculado de variadas formas, sendo os métodos mais comuns o método dos fluxos de caixa descontados (*discounted cash flows*), em que se estimam os fluxos de caixa futuros da empresa num determinado período aplicando uma determinada taxa de desconto, e o

método dos múltiplos de EBITDA (rendimentos antes de encargos com financiamentos, impostos sobre o rendimento, depreciações e amortizações – *earnings before interest, taxation, depreciation and amortisation*), apurando-se o EBITDA com base nas contas de referência e aplicando-se-lhe um múltiplo que varia, em particular de setor para setor atividade (sendo possível aplicar-se o método dos múltiplos a outros indicadores que não o EBITDA), eventualmente com algumas correções acordadas pelas partes.

É de notar que nos casos em que se adote o método dos múltiplos (neste caso) de EBITDA, e em que se verifique uma variação nas rubricas da demonstração de resultados com base nas quais se tenha calculado o EBITDA, essa variação poderá ela mesma ser multiplicada pelo múltiplo utilizado para calcular o preço, razão pela qual a definição do multiplicador pode ser duplamente sensível – por um lado, um múltiplo mais elevado significa um preço maior e, logo, um maior encaixe financeiro por parte do vendedor; no entanto, e por outro lado, um múltiplo mais elevado significa também um ajuste de preço potencialmente maior.

Nesta primeira fase, o valor da empresa-alvo é assim calculado sem considerar o valor da dívida financeira e da liquidez (*i.e.*, numa base *cash free debt free*, traduzindo o princípio de que o comprador deverá pagar pela liquidez que exista na empresa e que o vendedor deverá suportar o valor da dívida), obtendo-se desta forma o chamado *enterprise value*.

Para obter o preço de referência (preço estimado) a pagar pelas ações representativas do capital social da empresa-alvo (*equity value*), há que, partindo do *enterprise value*, subtrair a dívida financeira líquida da empresa (*net debt* – correspondente, *grosso modo*, à soma das responsabilidades financeiras e dívidas não correntes deduzidas das rubricas de caixa e equivalentes de caixa) resultante das contas de referência (assim como eventuais ajustamentos acordados pelas partes, desde logo, relacionados com as contingências identificadas na fase de *due diligence* que, pela sua relevância e/ou probabilidade de materialização, o comprador entenda deverem ficar de imediato refletidas no preço previsto no contrato, e não apenas cobertas pelo regime de responsabilidade do vendedor).

Simultaneamente, é também comum apurar-se o valor do fundo de maneo (*net working capital* – correspondente, *grosso modo*, ao valor dos ativos correntes, incluindo, em particular, inventários e créditos sobre clientes, deduzido dos passivos

correntes, incluindo, em particular, dívidas a fornecedores).

Muitas vezes, as partes consideram um determinado valor mínimo de fundo de maneo, que deverá refletir o nível de fundo de maneo necessário para a empresa continuar a operar o negócio de acordo com a prática anterior sem que o comprador tenha de injetar fundos adicionais, e que as partes assumam que existirá na data do *closing*. Este valor poderá corresponder, por exemplo, a um nível médio anual, o que, à partida, funcionará bem em negócios com níveis de fundo de maneo estáveis ao longo do ano, ou um valor normalizado (*normalised working capital*), mais adequado para negócios com maior volatilidade (por exemplo, por efeito de sazonalidade).

Estes dois parâmetros retirados do balanço da empresa-alvo – dívida financeira líquida e fundo de maneo – constituem precisamente o binómio de indicadores financeiros mais utilizado para efeitos de cálculo do ajustamento de preço a realizar pós-*closing*.

A sua utilização conjunta permite, em particular, evitar a dupla contabilização de elementos do balanço e a manipulação das contas para efeitos de cálculo do preço final (por exemplo, se apenas se usar o fundo de maneo – e já não a dívida financeira líquida – como parâmetro para o cálculo do ajuste de preço, ao pagar toda a dívida a fornecedores gerar-se-á um aumento do fundo de maneo, com um ajustamento de preço a favor do vendedor, sem o correspondente efeito de aumento da dívida financeira líquida, que, por sua vez, gera um ajustamento de preço a favor do comprador, provocado pela redução da rubrica de caixa e equivalentes de caixa).

De acordo com a segunda edição do estudo da Ernst & Young referido acima (*Purchase price mechanisms and current trends in practice*, 2012), 70% dos contratos com ajustes de dívida financeira líquida incluíram também ajustes de fundo de maneo (em comparação com 61%, conforme conclusões da primeira edição do mesmo estudo, de 2008).

Utilizando-se estes indicadores, o preço das ações (*equity value*) de referência (ou seja, o preço acordado pelas partes e que ficará, em regra, inscrito no contrato de compra e venda de ações) corresponderá ao valor da empresa acordado pelas partes (*enterprise value*) deduzido do valor de referência da dívida financeira líquida e acrescido do valor de referência do fundo de maneo, nos seguintes termos:

Equity value de referência = enterprise value - DFL de referência + FM de referência

ou (caso as partes acordem num nível mínimo de fundo de maneiio):

Equity value de referência = enterprise value - DFL de referência + (FM de referência - FM mínimo)

**Em que:**

**DFL:** dívida financeira líquida

**FM:** fundo de maneiio

Fundamental nestes casos (bem como em todos os demais casos em que se recorra a indicadores financeiros para calcular o preço e os seus ajustes) é incluir no contrato definições o mais precisas possível dos indicadores financeiros utilizados, indicando as várias rubricas que devem ser consideradas em cada um deles (por exemplo, identificando e qualificando *debt-like items* como rendas devidas, garantias prestadas pela empresa-alvo ou cheques bancários emitidos, casos de *trapped cash* e saldos intra-grupo – estes últimos poderão ser tratados diferentemente consoante venham, designadamente, a ser reembolsados antes do *closing* ou adquiridos pelo comprador no *closing*), de modo a evitar dúvidas no momento em que se tenha de calcular o ajuste, o mesmo valendo para as políticas contabilísticas utilizadas. Dado o cariz contabilístico-financeiro destas matérias, as mesmas devem ser objeto de um trabalho conjunto dos advogados e dos *financial advisors*, tendo bem presentes as conclusões obtidas durante a fase de *due diligence* financeira, de modo a refletir as especificidades do negócio-alvo.

As definições financeiras, tal como as políticas contabilísticas aplicáveis, costumam ser, dado o seu impacto prático, matérias amplamente debatidas durante a fase de negociação – trata-se, na verdade, das pedras basilares em que assenta a cláusula de ajuste de preço, tendo, por isso, de ser totalmente claras e exequíveis, por um lado, porque têm de permitir a preparação das contas de fecho de modo a que as mesmas sejam comparáveis com as contas de referência e, por outro, porque poderão ter de ser usadas e/ou analisadas por um terceiro em caso de litígio (desde logo, o perito independente, nos termos que se referem mais adiante).

Nesta linha, «(...) *one of the best ways to mitigate any undue price adjustments post-completion is to achieve as much certainty as possible in relation to the manner in which the completion accounts will be prepared. Generally, there are no prescribed legal or accounting*

*requirements as to the form and content of completion accounts (unlike statutory accounts) and the SPA will set out the agreed policies that should apply.*

*Concerns over price-chipping can be particularly prevalent where the accounting treatment of assets or liabilities is open to subjective interpretation under relevant accounting policies. To meet this concern, the parties are likely to seek to include specific policies that would be applied in relation to assets or liabilities.*

*(...) For these reasons it is very important that the policies that are to apply to the process are set out in the SPA with as much certainty as possible, which will require significant input and co-ordination between the accountants, financial advisers and lawyers drafting the SPA.» (Pricing mechanisms – Locked box vs completion accounts, Ronon O'Sullivan, Ross McNauhton e James Doe, Practical Law Publishing Limited, 2012).*

Por outro lado, é também bastante comum a inclusão de exemplos ilustrativos de cálculo do ajuste de preço para facilitar a interpretação das respetivas regras previstas no contrato.

Uma vez realizado o *closing*, os indicadores financeiros utilizados para efeitos do cálculo do preço de referência (no caso em análise, a dívida financeira líquida e o fundo de maneiio) são recalculados com base numa conta preparada com referência à data do *closing* (*completion accounts*) – em rigor, deverão ser preparadas por referência ao momento imediatamente anterior ao *closing*, de modo a desconsiderar os fluxos relacionados com a transação –, sendo comum estabelecer-se um procedimento como o seguinte:

(i) As *completion accounts* são preparadas pelo comprador (sendo também possível, ainda que menos comum, que sejam preparadas pelo vendedor) num determinado prazo após o *closing* por referência ao dia do *closing* – ou ao momento imediatamente anterior ao *closing* – (frequentemente, e para facilitar a contabilização do ajuste, a data do *closing* é definida de modo a ter de coincidir com o último dia de um mês), de forma consistente com os critérios utilizados na preparação das contas de referência, segundo as regras e princípios contabilísticos vigentes e muitas vezes também em conformidade com determinadas regras específicas acordadas pelas partes (devendo todos estes parâmetros ficar previstos no contrato, em regra, num anexo). As *completion accounts* devem evidenciar, pelo menos, os indicadores

financeiros de referência com base na situação existente à data do *closing* e conter a indicação fundamentada do valor proposto para o ajuste de preço.

Questão interessante que se pode colocar é saber como devem ser preparadas as *completion accounts* se se chegar à conclusão, depois da assinatura do contrato, que as contas de referência não foram integralmente preparadas de acordo com as regras e princípios contabilísticos vigentes no momento da sua preparação. O que deve prevalecer – a consistência face às contas de referência ou as normas vigentes? Esta questão é particularmente relevante no cenário em que um terceiro – o perito independente – tem de intervir para calcular o valor do ajuste. Deve o vendedor – ou o perito – alterar as contas de referência de modo a que as mesmas passem a cumprir as normas e os princípios em vigor (solução que pode distorcer de forma significativa os pressupostos em que as partes se basearam para calcular o preço) ou deve, antes, observar-se a mesma metodologia na preparação das contas de fecho?

A resposta a esta pergunta variará de caso para caso, pelo que o tema deve ser discutido e acordado pelas partes. Importante é antecipar o problema, regulando expressamente esta questão no contrato, indicando se deve ser dada prioridade às regras e princípios vigentes ou à consistência. Para o efeito, poderá estipular-se que a base de preparação das *completion accounts* deve respeitar uma determinada hierarquia – por exemplo, valendo, em primeiro lugar, determinadas regras específicas acordadas pelas partes, em segundo lugar, a consistência com as contas de referência e, em terceiro lugar, as regras e princípios contabilísticos vigentes (identificando expressamente quais são aplicáveis – *eg.*, GAAP ou IFRS). Em sentido oposto, pode estabelecer-se, por exemplo, que as *completion accounts* serão preparadas de acordo com as regras e os princípios contabilísticos aplicáveis e de forma consistente com as contas de referência na medida em que as mesmas estejam em conformidade com as referidas regras e princípios. Caso a prioridade seja dada às regras e princípios contabilísticos aplicáveis, deverá igualmente prever-se o procedimento de correção das contas de referência. O comprador deverá também analisar devida e atempadamente as contas de referência, tentando identificar, antes da assinatura do contrato, eventuais

desconformidades com as regras e os princípios aplicáveis.

(ii) As *completion accounts* são depois enviadas ao vendedor, que dispõe de um determinado prazo para as aceitar ou rejeitar, total ou parcialmente. É conveniente estipular-se como deve ser entendido o silêncio do vendedor (tendendo o comprador a argumentar que deve ser considerado como aceitação tácita das *completion accounts* e do ajuste de preço nelas indicado e o vendedor, em sentido oposto, a argumentar que deve ser entendido como rejeição tácita).

(iii) É comum estabelecer-se um período para as partes chegarem a acordo quanto aos pontos de discórdia na fixação do ajuste de preço.

(iv) Caso alcancem um acordo quanto a esses pontos, a parte que tiver de pagar o ajuste de preço deverá pagá-lo à outra parte num determinado prazo (que deverá ficar fixado no contrato).

Para evitar a paralisação do pagamento da totalidade do ajuste de preço é frequente estabelecer-se que em caso de acordo das partes quanto a parte do ajuste de preço, a parte responsável pelo seu pagamento deverá pagá-la à outra parte, prosseguindo o procedimento do ajuste de preço, com a submissão ao perito independente, nos termos que se indicam de seguida, de modo a abranger apenas as questões relativamente às quais não exista acordo.

(v) É usual prever que caso as partes não consigam chegar a acordo total quanto às *completion accounts* e ao valor do ajuste seja um perito independente (normalmente uma sociedade de revisores oficiais de contas) a dirimir o litígio, analisando os aspetos em discórdia e verificando se deve haver ajuste de preço e, em caso afirmativo, por que parte e em que montante.

A escolha de um perito independente – e não da via judicial ou arbitral – para dirimir a discórdia funda-se em particular no facto de o perito ter, à partida, mais conhecimentos especializados sobre as matérias em disputa, bem como no facto de esta via permitir resolver a questão de forma mais célere.

Para evitar dúvidas sobre se cabe recurso para a via judicial ou arbitral em alternativa ao perito independente e/ou em caso de discordância de qualquer das partes quanto à decisão que este venha a emitir, é importante deixar claro no contrato que quaisquer matérias relacionadas com o ajuste de preço em

que não haja acordo entre as partes serão resolvidas exclusivamente pelo perito e que a decisão deste será final e vinculativa para ambas as partes (havendo no entanto que evitar nesta sede qualquer renúncia absoluta a uma tutela arbitral ou judicial em caso de discordância com a decisão do perito - é comum, para o efeito, excluir-se os casos em que a decisão do perito sofre de «erro manifesto ou grosseiro»).

É também importante que o procedimento de nomeação do perito (em particular, a forma de designação – por acordo das partes, seja no contrato, com a indicação do perito em causa, seja por acordo posterior, por dois peritos, sendo um indicado por cada parte, por sorteio entre um conjunto pré-determinado de entidades, etc., salvaguardando sempre as situações de conflito de interesses) e as regras que devem reger a preparação da sua decisão (por exemplo, estabelecendo que o valor final do ajuste por si fixado deverá ter como limites mínimo e máximo os valores indicados pelas partes – *bracketed/high-low arbitration* – ou corresponder exatamente ao valor indicado por uma das partes – *baseball arbitration*) sejam igualmente regulados no contrato.

Deve ainda estabelecer-se quem suporta os honorários do perito independente, podendo as partes acordar, por exemplo, que os mesmos sejam por si pagos em partes iguais ou proporcionalmente à correspondência dos valores por si indicados com o valor final do ajuste definido pelo perito. Alternativamente, e como forma de encorajar ambas as partes a apresentar posições razoáveis quanto ao valor do ajuste de preço, poderá também prever-se que os honorários do perito independente sejam integralmente suportados pela parte que indique o valor mais distante do valor final por este fixado – a inclusão desta regra poderá constituir incentivo suficiente para resolver, desde logo e mesmo antes da designação do perito, os casos em que a divergência quanto ao valor do ajuste é inferior ao próximo do valor estimado dos honorários do perito.

O ajuste de preço corresponderá, assim (e sem considerar agora o possível ajuste de EBITDA referido acima), à diferença entre o valor dos indicadores financeiros calculados à data de referência, tal como constantes do contrato, e o valor desses mesmos indicadores financeiros calculados com base nas *completion accounts*, tal como acordados pelas partes e/ou definidos pelo perito independente.

Assim, teremos:

Equity value de referência = enterprise value - DFL (de referência) + [FM(de referência) - FM (mínimo)]

Ajuste de preço = (DFL de referência - DFL final) + (FM final - FM de referência)

ou (caso as partes acordem num nível mínimo de fundo de maneiio):

Ajuste de preço = (DFL de referência - DFL final) + [(FM final - FM mínimo) - (FM de referência - FM mínimo)]

**Em que:**

**DFL:** dívida financeira líquida

**FM:** fundo de maneiio

Neste caso, se o resultado for positivo, significará o valor adicional que o comprador tem de pagar ao vendedor; se, pelo contrário, o resultado for negativo, o valor apurado corresponderá ao valor que deverá ser deduzido ao preço pago pelo comprador ao vendedor. Esse pagamento pode ser feito diretamente pelo vendedor ao comprador ou pago através de libertação do respetivo montante de uma conta *escrow* criada para o efeito pelo comprador com parte do preço, sendo a diferença (se existente) libertada a favor do vendedor podendo igualmente utilizar-se para o efeito uma parcela do preço retida pelo comprador, pagando-se apenas a diferença ao vendedor.

O ajuste de preço poderá ser devido a partir do primeiro euro (*on a euro per euro basis*), mas pode também estipular-se que apenas será devido – pelo vendedor, pelo comprador ou por qualquer dos dois – caso o montante apurado atinja um determinado valor mínimo (*de minimis*), podendo, nesse caso, estipular-se que apenas é devida a diferença ou, em alternativa, que uma vez excedido o valor mínimo acordado, o ajuste deverá ser pago desde o primeiro euro. Poderá também incluir-se – em benefício do vendedor – um valor máximo para o ajuste (*cap*), que, na prática, funcionará como um preço mínimo garantido para o vendedor.

O ajuste de preço é normalmente pago em dinheiro ao comprador ou ao vendedor, consoante o caso. No entanto, e sobretudo nos casos em que a transação não implique a transmissão da totalidade das ações detidas pelo vendedor – e em que, por esse motivo, vendedor e comprador passem a conviver como acionistas da sociedade-alvo – o pagamento do ajuste pode também ser configurado como obri-

gação de injetar fundos na própria empresa-alvo (sendo certo que neste caso o montante a aportar deverá corresponder a 100% da variação patrimonial verificada, e não já ao montante correspondente à percentagem de capital social detida pela parte que tiver direito ao ajuste, como acontecerá nos casos em que o ajustamento do preço é pago diretamente ao comprador ou ao vendedor) ou ser pago com ações representativas do capital da mesma (importante será, desde logo, avaliar o impacto fiscal de cada uma destas alternativas).

### Outras cláusulas relevantes

Com um mecanismo de ajuste de preço o comprador apenas assume o risco económico do negócio no *closing* (ou seja, quaisquer lucros e prejuízos ocorridos até à data do fecho do negócio são à partida recebidos e suportados, respetivamente, pelo vendedor) – momento em que é transferida para o comprador a propriedade das ações e se produzem os demais efeitos do negócio.

No entanto, tendo em conta o período que pode mediar entre a data das contas de referência e a data do *signing*, bem como o período entre o *signing* e o *closing* (muitas vezes, vários meses), é importante incluir no contrato, além da cláusula de declarações e garantias (*representations and warranties* – que deverá cobrir, desde logo, o período desde a data das contas de referência até à data da assinatura mas que pode cobrir igualmente o período entre o *signing* e o *closing* se se estipular que as mesmas se consideram repetidas na data do *closing*), cláusulas de condução de negócio (*conduct of business*) para assegurar que entre a data da assinatura do contrato e o fecho da transação os negócios da empresa são geridos de forma prudente e consistente com as práticas anteriores (desde logo, para evitar que o vendedor, através de atos de gestão da sociedade, manipule o valor da empresa, por exemplo, aumentando o fundo de maneio, de modo a fazer subir o montante do ajuste de preço a pagar pelo comprador) e que não são praticados atos de gestão extraordinária (havendo aqui que respeitar, em particular, as regras de direito da concorrência aplicáveis).

Também comum é a inclusão do conceito de alteração material adversa (*material adverse change*), quer sob a forma de declaração e garantia (em que o vendedor declara a inexistência de impactos negativos relevantes), quer como obrigação autónoma de informação a cargo do vendedor em caso da sua ocorrência, podendo dar azo a um procedimento

de revisão do preço (ajustamento pré-*closing*) ou mesmo a um direito de «saída», permitindo ao comprador resolver o negócio (sendo comum a quantificação do conceito de alteração material adversa e a atribuição do referido direito de «saída» apenas nos casos em que a alteração verificada corresponde ou excede determinada percentagem do preço do negócio).

### Outros mecanismos de ajuste de preço

É também possível configurar-se o ajuste de preço com base noutros indicadores constantes do balanço (por exemplo, o capital próprio – *net equity adjustment*) bem como em indicadores que não constem do balanço – caso, por exemplo, dos mecanismos de ajuste de preço baseados em *key performance indicators* como os ativos sob gestão, que não constam nem do balanço nem da demonstração de resultados.

### Mecanismos de preço variável (earn out)

Igualmente possível é estabelecer-se que o preço poderá variar subsequentemente com base na *performance* da empresa num determinado período após o *closing* (mecanismo de *earn-out*). Para o efeito podem usar-se tanto indicadores financeiros como o EBITDA, o EBT (resultados antes de impostos – *earnings before taxes*), o resultado líquido ou os *cash flows* operacionais, como indicadores não financeiros, como o número de clientes, o número de ordens de encomenda ou a aprovação ou o licenciamento de determinado produto, bem como um misto de indicadores (devendo a redação das respetivas cláusulas do contrato ser o mais clara possível para evitar dificuldades no momento da sua aplicação).

### MECANISMO DE PREÇO FIXO (LOCKED BOX MECHANISM)

#### Definição

Tal como referido acima, tem-se assistido a uma tendência crescente de recurso a mecanismos de preço fixo.

Ao contrário do que sucede com os mecanismos de ajuste de preço, o mecanismo de preço fixo assenta – como o próprio nome indica – num preço fixo,

calculado (segundo um dos vários métodos de avaliação possíveis, desde logo, o método dos fluxos de caixa descontados ou o método dos múltiplos de EBITDA referidos anteriormente) com base nas últimas contas auditadas e/ou numas contas intercalares com referência a uma determinada data anterior à data de assinatura do contrato e em projeções do negócio da empresa, sem sujeição a ajustes subsequentes.

Consegue-se, com este mecanismo, definir o preço a pagar logo no momento da assinatura do contrato, evitando as incertezas decorrentes dos ajustes subsequentes de preço.

Isto não significa que não haja qualquer ajuste de preço relativamente aos valores constantes das contas de referência (em particular, em sede de dívida financeira líquida e de fundo de maneió), mas quando haja um tal ajuste, o mesmo será calculado antes da assinatura do contrato e refletido no preço aí fixado.

Por o preço ficar fixado no momento da assinatura (e já não no *closing*), tomando como base a situação da empresa-alvo a uma data de referência prévia, sem possibilidade de fazer ajustamentos posteriores, materialmente, o risco económico do negócio passa para o comprador na data de assinatura do contrato mas com efeitos a essa data de referência (assumindo assim o comprador o risco de desvalorização, bem como a possibilidade de valorização, ou seja, os lucros e os prejuízos – excetuados os decorrentes de eventos de *leakage* e os *cash flows* estimados que tenham sido considerados no cálculo do preço devido ao vendedor – da empresa desde essa data). Ou seja, durante o período entre a data de referência e o *closing* o vendedor ainda detém a propriedade das ações e continua a gerir o negócio, muito embora já tenha transferido o risco económico do mesmo para o comprador.

Este desfazamento faz com que seja necessário incluir cláusulas adicionais para proteger o comprador contra atos de gestão do vendedor praticados em seu exclusivo benefício. Com a introdução dessas cláusulas adicionais, este mecanismo ganhou a designação por que é comumente conhecido – mecanismo de *locked box*.

Estas cláusulas visam, sobretudo, proteger o comprador contra transferências de valor da empresa para o vendedor ou para as partes relacionadas do vendedor (conceito este – o de partes relacionadas – que poderá ser definido para garantir maior certeza na interpretação e execução do contrato, seja

recorrendo às definições legais de relação de grupo e domínio, seja numa formulação mais genérica, caso aquelas definições não cubram todas as entidades relevantes) durante o período entre a data de referência (*locked box date*) e o *closing*.

Estas transferências de valor são habitualmente designadas por eventos de *leakage* – aqui se incluindo, a título de exemplo, distribuições de dividendos a favor do vendedor, perdão de dívidas do vendedor e das suas partes relacionadas, reembolso de empréstimos intra-grupo ou outros créditos acionistas, pagamento de compensações à equipa de gestão, pagamento de bónus aos trabalhadores, transferências de ativos para o vendedor ou suas partes relacionadas por um preço inferior ao preço de mercado, pagamento de honorários a assessores do vendedor por serviços prestados no âmbito da transação etc.) – que, caso se verifiquem, geram no vendedor uma obrigação de indemnizar o comprador (podendo também prever-se que, em casos extremos, por regra, definidos por referência a um determinado valor, atribuam ao comprador a faculdade de resolver o contrato). A definição de *leakage* e a sua regulamentação contratual assumem particular importância nos casos em que a empresa-alvo integra o grupo económico do vendedor, com relações com várias sociedades do grupo.

O conceito de *leakage* deverá, por um lado, cobrir o período entre a *locked box date* e a assinatura do contrato (sob a forma de declarações e garantias que assegurem a sua inexistência) e, por outro, o período entre a assinatura e o fecho do negócio (configurando quer declarações e garantias repetidas à data do *closing*, quer uma obrigação de *conduct of business* de não as criar).

Em contrapartida, costuma prever-se também um conjunto de acontecimentos que as partes consideram como permitidos, desde logo, por serem necessários para que a empresa continue a ser gerida normalmente: são os casos de *permitted leakage* – por exemplo, pagamentos intra-grupo de acordo com a prática anterior e em condições de mercado (*arms length*) – e que podem ser ajustados diretamente no preço fixado no contrato, não gerando, por esse motivo, obrigação de indemnizar. De um ponto de vista prático, é fundamental que os casos de *permitted leakage* sejam devidamente identificados no contrato (incluindo o respetivo valor, data de pagamento ou de assunção da respetiva obrigação de pagar, beneficiário, etc.).

O objetivo é, portanto, assegurar que o valor se mantém dentro da empresa-alvo como numa caixa

fechada (*locked box*), objetivo que assenta no referido conceito de *leakage* e no pressuposto de que qualquer movimento na rubrica de fundo de maneió será espelhada na rubrica de dívida financeira líquida, sendo por isso neutro, pelo que, uma vez mais, as matérias contabilístico-financeiras devem ser tratadas de forma particularmente cuidada no contrato, em colaboração com os assessores financeiros – «*The key to a successful Locked Box is making sure that the box is locked. The concept works on the basis that any movement in the Working Capital will be mirrored in the Net Debt and provided no value has «leaked» from the target back to the Sellers (...)*» (*To lock or not to lock - An introduction to the Locked Box closing mechanism*, PriceWaterhouseCoopers, setembro de 2013).

Dado o seu papel central na proteção do comprador contra o empobrecimento da empresa-alvo pelo vendedor, os conceitos de *leakage* e *permitted leakage* são habitualmente objeto de extensas negociações entre vendedores e compradores.

Igualmente importante neste âmbito é regular o procedimento para a verificação de *leakages* e para os correspondentes pedidos de indemnização. Neste contexto, assume particular relevância a definição do prazo para apresentação das reclamações pelo comprador. Por outro lado, o vendedor poderá tentar incluir limitações à sua responsabilidade neste âmbito, como um *cap* e um *de minimis* (o que, sendo possível, não é muito comum), matérias que devem ser objeto de negociações entre as partes.

### Outras cláusulas relevantes

Sobretudo nos casos em que tenha decorrido um período significativo desde a data das últimas contas auditadas ou se saiba, à partida, que se registaram alterações relevantes na sociedade (por exemplo, em virtude de uma reestruturação ou outra alteração material), e tendo em conta que o conforto do comprador quanto às contas de referência é fundamental para poder aceitar um mecanismo de preço fixo, é conveniente dispor também de um conjunto de contas intercalares (idealmente, auditadas ou validadas por um perito independente) preparadas com referência a uma data mais próxima da data da assinatura.

Não menos importante é o exercício de *due diligence* (financeira, mas também legal e fiscal e, se aplicável, técnica e ambiental), desde logo, para confirmar a completude e veracidade das contas de

referência preparadas pelo vendedor e com base nas quais se vai calcular o preço – é certo que a incompletude ou falsidade das contas deverá estar também coberta pela cláusula de declarações e garantias, mas a identificação prévia destas questões permite ao comprador ajustar diretamente as contingências mais relevantes no preço, evitando, por um lado, ficar sujeito às habituais limitações – quantitativas e temporais – de responsabilidade do vendedor em sede de declarações e garantias, e, por outro lado, ter de antecipar uma parte do preço, recuperando-a apenas posteriormente ao abrigo do seu direito de indemnização (questão de *time value of money*). Em suma, a *due diligence* deverá, nos casos em que se use um mecanismo de *locked box*, ser particularmente sólida para permitir ao comprador estar confortável com o preço fixado no contrato.

A negociação entre as partes sobre a cláusula de declarações e garantias deverá dar especial atenção às declarações e garantias sobre as contas de referência, uma vez que não irá haver contas confirmatórias, bem como ao regime da responsabilidade do vendedor pela sua violação, desde logo, quanto a saber se serão aplicáveis limitações monetárias (*cap*, *de minimis* e *basket*) ou limitações monetárias diferentes das previstas no regime geral e, da mesma forma, se deverá prever-se um período para reclamações relacionadas com a violação destas declarações e garantias mais extenso que o regime geral (tendo o comprador interesse em que as declarações e garantias sobre as contas de referência, a par de outras matérias, disponham de um regime específico de responsabilidade do vendedor).

A cláusula de condução do negócio deve (além da regulamentação das *leakages* e *permitted leakages*) conter as restrições habituais.

Para compensar o vendedor pelo custo de oportunidade por si incorrido pelo facto de transmitir o risco económico do negócio para o comprador com efeitos à *locked box date* recebendo o preço apenas no *closing* (e também para dar um estímulo ao vendedor para continuar a gerir a empresa de forma prudente e de forma consistente com as práticas anteriores), por vezes prevê-se no contrato uma cláusula que atribui ao vendedor o direito a um juro (em taxa a acordar entre as partes) sobre o preço a pagar, calculado entre a *locked box date* (ou o *signing*) e o *closing* (ou, em alternativa, o direito aos lucros gerados durante esse período, fixando-se, por exemplo, um valor de lucro diário, sendo certo que neste último caso a essência do mecanis-

mo de *locked box* acaba por ficar de certa maneira desvirtuada, na medida em que se mitiga a passagem do risco económico do negócio para o comprador com efeitos à data das contas de referência). Neste âmbito, contrapõem-se, por um lado, o interesse do vendedor em garantir uma remuneração suficientemente alta para compensar o facto de só receber o preço depois da transferência económica do negócio e para remunerar os recursos por si gastos com a gestão desse mesmo negócio até ao *closing* e, por outro, o interesse do comprador em estabelecer uma remuneração suficientemente baixa para que os lucros gerados pelo negócio durante esse período a possam cobrir (e, idealmente, exceder).

Também nos casos em que se usa o mecanismo de *locked box* pode incluir-se no contrato o conceito de alteração material adversa (*material adverse change*), quer sob a forma de declaração e garantia, quer como uma cláusula autónoma (nos termos referidos acima).

## ANÁLISE CRÍTICA

### Melhor mecanismo?

Feita uma breve descrição dos principais mecanismos de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações, cabe perguntar qual é mais vantajoso.

No entanto, não há uma resposta unívoca para esta questão – efetivamente, nenhum dos referidos mecanismos é, em geral, melhor que o outro, devendo procurar-se o que melhor se adapte às especificidades concretas do negócio em causa (por exemplo, num negócio muito volátil poderá ser mais difícil usar-se um mecanismo de *locked box*, uma vez que poderá ser demasiado arriscado «ficar preso» a umas contas de referência – quaisquer que elas sejam – que não refletirão as alterações verificadas entretanto).

### Mecanismo de ajuste de preço – vantagens e desvantagens

O mecanismo de ajuste de preço com base em contas de fecho caracteriza-se por apenas transferir o risco económico do negócio para o comprador no momento do *closing*. Desta forma, o vendedor tem um maior estímulo para continuar a gerir bem o negócio após o *signing*, na medida em que quaisquer variações negativas poderão repercutir-se

numa diminuição do preço a receber e vice-versa – por conseguinte, reduz-se, à partida, a exposição do comprador.

Por outro lado, o ajuste de preço atribui ao comprador um maior controlo sobre o preço final a pagar, uma vez que, em regra, caber-lhe-á preparar as contas de fecho, a partir das quais se desencadeia todo o mecanismo de ajuste.

Por fim, se os *timings* para a conclusão do negócio forem muito estritos, o mecanismo de ajuste de preço poderá ser o mais adequado. É assim porque o comprador tem o conforto de que terá a oportunidade de analisar devidamente (ou mesmo, na maioria das vezes, preparar) as *completion accounts* e que nesse momento poderá ajustar o preço da empresa-alvo. Logo, poderá ser possível acelerar a assinatura do contrato e mesmo o *closing*.

No entanto, os mecanismos de ajuste de preço envolvem uma maior complexidade e morosidade na definição do preço final (podendo postergar para um momento potencialmente bastante tardio, sobretudo em caso de desacordo entre as partes, o apuramento final do preço), implicando igualmente custos adicionais relacionados quer com a preparação das contas de fecho, quer com os honorários do perito independente, bem como, num caso extremo, com o litígio entre as partes (podendo mesmo consumir integralmente – e até exceder – o valor do ajuste ao preço disputado pelas partes).

### Mecanismo de *locked box* – vantagens e desvantagens

O mecanismo de *locked box*, por seu lado, tem a vantagem (para ambas as partes) de permitir definir *ab initio* o preço de forma definitiva, possibilitando assim ter um contrato de compra e venda de ações mais simples e evitando a morosidade e os gastos relacionados com as *completion accounts* e a eventual designação do perito independente, bem como as disputas sobre os termos do ajuste de preço.

Tem também as inegáveis vantagens de permitir ao comprador, após o *closing*, dedicar-se de imediato à gestão do negócio adquirido, não tendo de dispensar recursos com a definição e negociação do ajuste de preço, nem tendo de se preocupar com temas de *funding* adicional para pagar um eventual ajuste de preço a favor do vendedor. Da mesma forma, permite ao vendedor, após receber o preço (em regra no *closing*) investir os fundos recebidos

como entender, não tendo de os reter para efeitos de um potencial ajustamento de preço devido ao comprador.

Na perspetiva do vendedor, este mecanismo apresenta ainda as vantagens de permitir uma maior comparabilidade entre as propostas dos vários *bidders* num processo competitivo (podendo ainda encorajar os *bidders* a ter uma postura menos agressiva nas suas propostas – «*If used effectively, the resultant competitive tension arising out of an auction process may encourage bidders to adopt less aggressive positions than might otherwise be the case through completion accounts – Pricing mechanisms – Locked box vs completion accounts, op. cit.*») e de lhe conferir maior controlo sobre o processo de fixação do preço (uma vez que este processo se baseará em contas de referência por si preparadas).

Tem associados, no entanto, (na perspetiva do comprador) o risco de operar a transferência económica do negócio logo com efeitos à *locked box date*, o que pode potencialmente resultar numa perda de valor até ao *closing*, bem como a desvantagem de o comprador ter de negociar temas como a dívida financeira líquida e o fundo de maneio e, correlativamente, de se comprometer com um preço definitivo, numa fase mais precoce do processo de venda, em que a sua visibilidade sobre o negócio é ainda reduzida e, por isso, a assimetria de informação entre vendedor e comprador é particularmente relevante – risco e desvantagem que no entanto podem ser mitigados com as referidas cláusulas de *anti leakage*, com uma *due diligence* mais profunda (eventualmente precedida por uma *vendor's due diligence*) e com as demais cláusulas referidas acima (sendo certo que este mecanismo não exclui a possibilidade de o comprador pedir uma indemnização por violação das declarações e garantias ou das demais cláusulas do contrato pelo vendedor, nos termos gerais).

Os mecanismos de *locked box* podem também, na prática, acarretar a desvantagem para o vendedor de o obrigar a continuar a boa gestão da empresa-alvo não lhe conferindo direito à contrapartida correspondente (por não se prever a aplicação de nenhum juro sobre o preço da compra ou outro mecanismo de partilha de lucros ou por, existindo tal mecanismo, o mesmo não compensar suficientemente o vendedor por essa gestão).

## CONCLUSÕES

Dadas as características apontadas, os mecanismos de ajuste de preço são geralmente vistos como pró-compradores, tendendo os vendedores a preferir mecanismos de preço fixo.

No entanto, e tal como também mencionado, não há regras rígidas a este respeito, podendo um comprador, à luz das circunstâncias concretas de uma determinada transação – desde logo, por ter informação financeira suficientemente completa e rigorosa sobre a empresa-alvo, não pretender dispendir tempo e dinheiro no pós-*closing* e ter acordado com o vendedor cláusulas de proteção do valor da empresa que acautelem suficientemente os seus interesses – ter o conforto necessário para não só aceitar como considerar que um mecanismo de *locked box* é a melhor solução. A apresentação de uma proposta formulada com base num mecanismo de *locked box* pode inclusivamente permitir-lhe apresentar uma proposta que se destaque das demais, colocando-o em vantagem competitiva em relação aos outros *bidders*.

Da mesma forma, um vendedor pode concluir que dadas as particularidades do negócio (por exemplo, num caso em que uma parte significativa dos lucros da empresa-alvo seja esperada precisamente no período entre a *locked box date* e o *closing* ou num cenário em que tenha acontecido ou esteja prevista uma reestruturação complexa ou outras alterações materiais nesse período) poderá ser mais vantajoso optar por um mecanismo de ajuste de preço.

Em suma, são as especificidades concretas de cada transação – juntamente com o poder negocial de cada uma das partes – que ditam qual é o melhor mecanismo de fixação do preço, matéria que, invariavelmente, se assume como um dos temas nucleares na negociação de qualquer compra de empresas, envolvendo não apenas uma discussão jurídica, mas também – e muitas vezes sobretudo – financeira e contabilística.

Por conseguinte, a escolha do mecanismo de fixação do preço e a negociação das respetivas cláusulas no contrato de compra e venda de ações deverão ser devidamente tidos em conta pelas partes e pelos respetivos assessores, incluindo advogados.

JOANA TORRES EREIO\*

\* Advogada do Departamento de Corporate / M&A da Uría Menéndez – Proença de Carvalho.