



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O LEVERAGED BUYOUT E O PRINCÍPIO DA PROIBIÇÃO DE
ASSISTÊNCIA FINANCEIRA**

Bernardo Patrão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2019



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O LEVERAGED BUYOUT E O PRINCÍPIO DA PROIBIÇÃO DE
ASSISTÊNCIA FINANCEIRA**

Bernardo Patrão

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Orientador: Prof. Dr. José Engrácia Antunes

Faculdade de Direito / Escola do Porto

2019

RESUMO: O objeto desta dissertação foi o *Leveraged buyout*, enquanto técnica facilitadora da aquisição do controlo de sociedades através da transferência do custo de aquisição para a própria sociedade adquirida.

Com o estudo realizado pretendemos conhecer o modo como se processa, analisando as várias fases em que se divide, não esquecendo o exame dos diversos tipos de aquisição alavancada, com especial enfoque no *management buyout* e nas vantagens e problemas específicos a ele associados.

Numa segunda fase, abordámos o principal entrave à sua admissibilidade legal em Portugal - a proibição de assistência financeira - dissecando os pontos principais do regime aplicável, finalizando o estudo com a análise do *merger leveraged buyout*, procurando demonstrar a sua capacidade para escapar legitimamente ao âmbito de aplicação do regime proibitivo da assistência financeira e, desse modo, possibilitar o aproveitamento das especiais vantagens reconhecidas a esta técnica de aquisição societária.

PALAVRAS-CHAVE: Leveraged buyout; Management buyout; Fusões e Aquisições; Assistência Financeira.

ABSTRACT: The scope of this work was the Leveraged buyout, as a technic capable of facilitating the acquisition of control over companies by transferring the cost of acquisition to the acquired company.

With the carried-out study we intended to understand how this technic works, analyzing the various phases into which it divides, not forgetting the examination of the existing types of leveraged acquisition, with a special focus on management buyout and the specific advantages and problems associated with it.

In a second phase, we addressed the main obstacle to its legal admissibility in Portugal - the prohibition of financial assistance - dissecting the main points of the applicable regime, finalizing the study with the analysis of the merger leveraged buyout, seeking to demonstrate its ability to legally escape the application of the financial assistance's prohibitive regime, thus making possible the use of the special advantages recognized to this corporate acquisition technic.

KEY WORDS: Leveraged buyout; Management buyout; Mergers and Acquisitions; Financial Assistance.

Ao Sr. Prof. Dr. José Engrácia Antunes, pela total disponibilidade e pelo
aconselhamento.

Aos meus pais, irmão e restante família.

Aos meus amigos.

À Marisa.

*“New opinions are always suspected, and usually opposed, without any other reason
but because they are not already common.”*

– John Locke

ÍNDICE

I. Introdução	8
II. O <i>Leveraged Buyout</i>	9
1. O Surgimento da figura do LBO	9
1.1 Os Investidores Institucionais.....	9
1.2. O Mercado do Corporate Control	11
1.3. A Resposta ao Mercado	12
2. Conceito e Operacionalização	14
2.1. Pré-Buyout	14
2.2. Buyout.....	17
2.3. Pós-Buyout.....	17
3. O Financiamento	19
3.1. Financiamento interno	19
3.2. Financiamento externo.....	19
3.3. As técnicas comuns de financiamento	21
4. Os Diferentes Tipos de LBO	24
4.1. Management Buyout.....	24
4.2. Institutional Buyout	24
4.3. Family Buyout.....	25
4.4. Employee Buyout	25
5. O Caso Especial do Management Buyout	26
5.1. Deveres dos administradores.....	28
5.2. Perigos.....	30
5.3. Solução.....	32
5.4. Admissibilidade do MBO	34
III. O LBO Face à Proibição de Assistência Financeira	36
1. A Proibição de Assistência Financeira	36
1.1. O Artigo 322.º	40
1.2. O LBO perante o art. 322.º.....	43
2. O <i>Merger LBO</i> como alternativa	45
IV. Conclusão	49
V. Bibliografia	50
VI. Jurisprudência	54

I. Introdução

O estudo que levámos a cabo nesta dissertação incidiu sobre a figura do *Leveraged Buyout* (LBO), enquanto técnica dirigida à aquisição do controlo das sociedades comerciais, a par do regime legal que, em Portugal, lhe é aplicável.

Conscientes de que esta constitui uma técnica muito utilizada no quadro do Direito Anglo-Saxónico, em especial nos Estados Unidos da América, afigurou-se-nos interessante conhecê-la de modo mais profundo, analisando a forma como se desenrola o processo de aquisição de sociedades por LBO, as mais-valias que pode acarretar, assim como os perigos que lhe estão associados.

Nesse sentido, procurámos dissecar, na medida do possível, os vários passos em que se divide aquele processo, desde a decisão de aquisição ao período subsequente a esta, passando pela exposição do tipo e forma de financiamento característico deste tipo de *takeover*, não esquecendo a evolução histórica que esteve na base da generalização do seu uso ou a análise das peculiares questões originadas pela aquisição LBO operada pelos próprios administradores da sociedade-alvo.

Por fim, procedemos ao estudo do regime jurídico aplicável a esta forma de *takeover*, na perspetiva de entender melhor as razões subjacentes à negação da sua admissibilidade legal, justificada pela consagração da proibição da Assistência Financeira, concluindo com o exame de uma figura alternativa – o *Merger LBO* –, procurando perceber se constitui, de facto, uma alternativa capaz de escapar, legalmente, ao âmbito daquele regime proibitivo e assim possibilitar às sociedades o aproveitamento de todas os benefícios reconhecidos à técnica LBO.

II. O *Leveraged Buyout*

1. O Surgimento da figura do LBO

1.1 Os Investidores Institucionais

Na década de 1960 teve início uma transformação na estrutura das instituições financeiras dos Estados Unidos da América.

As famílias, cada vez mais dependentes dos ganhos decorrentes do investimento financeiro, viram como indispensável ao seu bem-estar a garantia de recebimento constante de retornos elevados dos seus investimentos.

Em busca desse retorno, a entrega das suas poupanças a fundos de pensões e *mutual funds* surgiu como o mecanismo ideal para esse efeito, permitindo-lhes ganhar um maior poder de controlo sobre as decisões das sociedades onde os fundos de que faziam parte investiam, tornando-se capazes de as pressionar no sentido da tomada de decisões criadoras de riqueza para si.

Como resultado desta crescente dependência, no lugar do *commitment finance*, associado à retenção e reinvestimento de lucros das sociedades, que havia sido essencial à assunção, pelos Estados Unidos, da posição de líder industrial durante a primeira metade do século XX, passou a existir uma intensa pressão sobre as sociedades para a distribuição de lucros, conferindo-se liquidez imediata aos sócios, em prejuízo do investimento.

Perante esta conjuntura, caracterizada pela concentração de capital em vários fundos, criando-se verdadeiras *Money pools*, as participações sociais deixaram de ser detidas, na sua generalidade, por centenas de milhar de famílias, de modo fragmentado, para se tornarem propriedade de investidores institucionais, que vieram agregar grande parte do capital disponibilizado por aquelas, e a criação de valor para os acionistas passou a ser o objetivo principal das sociedades.

Ora, esta dependência das famílias sobre os ganhos advindos do investimento financeiro¹, a par da agregação das suas poupanças em fundos, foi devidamente aproveitada pelos Bancos de Investimento, para benefício mútuo.

Estes, até então focados no *underwriting* e outros negócios tradicionalmente explorados pelos bancos, confrontados, desde o fim da década de sessenta, com o aumento da competição nesse mercado e com a redução drástica das suas margens, viram-se na necessidade de procurar novas fontes de rendimento².

E foi nas *Mergers and Acquisitions* (M&A) que descobriram o mercado ideal onde atuar.

A principal atração deste mercado estava ligada à desnecessidade de investimento próprio pelos bancos de investimento. Ao contrário do que acontecia na compra e venda de ações (*trading*), ou noutros tipos de negócio, no M&A os bancos de investimento limitavam-se a desenvolver e concluir processos de aquisição de sociedades, colocando os seus serviços ao dispor dos seus clientes mas utilizando o capital de outrem, o que lhes permitia, por um lado, reduzir o nível de risco associado à sua atividade e, por outro, acumular comissões de montante considerável pelos seus serviços.

Este facto (a descoberta de um novo mercado altamente rentável), levou os bancos de investimento, apoiados no capital disponibilizado pelos fundos, a trabalhar arduamente pela realização do maior número possível de negócios de aquisição, sempre em busca das suas comissões e nem sempre com uma razão lógica subjacente a cada *takeover*, mas dando origem, sem dúvida, ao crescimento acelerado do M&A.

De tal modo que, nas palavras de John Brooks³, “*muitos dos corporate takeovers tiveram origem nas mentes dos banqueiros de investimento e foram fomentados por eles com o propósito de garantirem o pagamento de avultadas somas por consultoria. O processo era guiado pelos banqueiros (e advogados) e pelas suas comissões*”.

Interessava, pois, aos bancos manter este mercado o mais ativo possível.

¹ Mary O’Sullivan, *Contests For Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, 2001, pp. 156-157.

² Mary O’Sullivan, *op. cit.*, p. 163.

³ *The Takeover Game*, New York: E.P. Dutton, 1987, p. 243-4, *apud* Mary O’Sullivan, *op. cit.*, p. 163.

Assistiu-se a um forte crescimento do mercado de *Mergers & Acquisitions* e, acima de tudo, a uma profunda alteração na identidade e características dos atores presentes no mesmo, desde a forma como se organizavam aos objetivos que procuravam atingir, originando-se uma verdadeira nova malha de investidores.

1.2. O Mercado do Corporate Control

Esta transformação viria a desempenhar um papel de grande relevância na criação e desenvolvimento do denominado *Corporate Control Market*, no seio do qual o LBO encontraria o seu local de atuação predileto.

O *Corporate Control Market*⁴, mercado no âmbito do qual os investidores procuram a aquisição das participações necessárias ao controlo da sociedade, não lhes interessando o mero investimento em ações, constitui algo verdadeiramente distinto do mercado acionista geral, onde o valor procurado pelos investidores é a própria sociedade, não apenas as “pequenas participações sociais” que se negociam naquele⁵.

Num período em que o “*Greed is good*” começava a ser um lema a respeitar e a seguir no seio do mercado societário norte-americano, criou-se uma verdadeira luta pelo *corporate control*, alimentada pela vontade dos gestores em intensificar o crescimento das sociedades sob sua gestão através da obtenção de sinergias, designadamente através de operações de fusão, e pela já referida atuação dos bancos de investimento.

Se, por um lado, esta luta veio causar alguma instabilidade na vida das sociedades, possibilitando, de modo célere e imprevisível, a alteração da composição do seu capital social, com todas as consequências daí advindas (organizacionais ou outras), por outro teve o condão de originar um novo foco de pressão sobre a atuação da administração, permitindo atenuar os efeitos dos chamados custos de agência⁶ e incentivando as sociedades a tornar-se cada vez mais eficientes.

⁴ Este termo foi utilizado pela primeira vez por Henry G. Manne, no seu artigo “*Mergers and The Market for Corporate Control*”, no *Journal of Political Economy*, Vol. 73, n.º 2, 1965.

⁵ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2018, pp. 24 ss

⁶ Os custos de agência resultam da natural divergência entre os interesses dos administradores ou dos diretores (managers) e os interesses dos sócios. Aqueles prosseguem regularmente objetivos pessoais que não se coadunam com a proteção do interesse dos sócios na maximização do lucro, prejudicando o retorno do investimento por estes realizado. Uma das formas mais comuns de alinhamento de interesses e redução ao mínimo dos custos de agência passa pela criação de incentivos: por exemplo a atribuição de ações que

Potenciais investidores, sempre em busca dos melhores negócios, perante uma sociedade que aparentasse ser ineficiente e que, na opinião destes, demonstrasse potencial para, corretamente gerida, criar mais valor, rapidamente avançariam para uma aquisição, fosse ela amigável ou hostil⁷. Circunstância ainda mais premente no caso de sociedades cotadas em bolsa, considerando que a má gestão tem necessariamente impacto no valor das ações, elevando-se gradualmente o risco de *takeover* à medida que a cotação diminui⁸.

O mercado passou, portanto, a funcionar como um verdadeiro mecanismo externo de controlo à vida das sociedades, acrescentando ao exame já levado a cabo pelos sócios, facto que veio trazer inegáveis benefícios à economia como um todo, criando condições para que a busca pela eficiência no uso de recursos constitua um dos objetivos primordiais da administração das sociedades, desse modo facilitando a criação de valor para os sócios.

Neste cenário de explosão do mercado de *corporate control*, perante o relevante volume de capital disponível e a fome de bons negócios por parte dos investidores, tornou-se cada vez mais premente a necessidade de recorrer a novos mecanismos de aquisição de sociedades.

Foi aqui que o LBO surgiu como um meio capaz de proporcionar uma resposta adequada às solicitações do mercado e aos objetivos idealizados pelos investidores.

1.3. A Resposta ao Mercado

Embora após a 1.^a Guerra Mundial já se falasse sobre uma prática semelhante ao *leveraged buyout*, que consistia na aquisição de ações de uma sociedade por um terceiro, através de uma oferta pública de aquisição, recorrendo a capital mutuado por bancos que seria posteriormente liquidado pelos fundos da própria sociedade adquirida⁹, a figura do

permitam aos administradores/diretores beneficiar quando os sócios atingem o lucro (Cfr. Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, 2015, p. 481).

⁷ A distinção assenta na existência ou não de concordância por parte da administração da sociedade-alvo no que diz respeito à concretização da operação de takeover (cfr. Menezes Cordeiro, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, ROA, ano 54, Volume II, 1994, p. 767).

⁸ Servindo a cotação das ações como barómetro da eficiência da administração da sociedade (cfr. Ana Perestrelo de Oliveira *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2018, pp. 24 ss).

⁹ Maria Vitória Rodrigues Ferreira Rocha, *Aquisição de Ações Próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1994, pp. 310-311.

LBO como popular mecanismo de aquisição do controlo de sociedades surgiu verdadeiramente durante a década de 1970, especificamente nos Estados Unidos da América, começando a desenvolver-se e atingindo um pico de popularidade durante as duas décadas seguintes, ao longo das quais provou constituir uma nova e sofisticada técnica de transferência do controlo societário, desempenhando um papel crítico na conclusão de alguns dos maiores negócios da história¹⁰.

Especialmente útil como solução para sociedades marcadas por uma fraca eficiência, o LBO veio funcionar como um elemento capaz de canalizar todo o capital presente no mercado, bem como a vontade de investir, na conclusão de negócios que, de outro modo, possivelmente nunca se concretizariam, contribuindo desse modo para a dinamização daquele mercado e, em última análise, para o crescimento da economia.

¹⁰ Embora o uso do LBO esteja ligado frequentemente à aquisição de pequenas e médias sociedades ou de departamentos de grandes sociedades, esta técnica foi igualmente utilizada na aquisição de alguns gigantes. Tal foi o caso da RJR Nabisco, adquirida pela Kohlberg Kravis Roberts, uma sociedade de private equity, em 1988, protagonizando, à data, a maior aquisição por LBO jamais realizada, posição que manteve até 2006 (Cfr. Gaughan, *op. cit.*, p. 316).

2. Conceito e Operacionalização

Conhecida a história por detrás do surgimento desta figura, interessa-nos agora perceber o que é, de facto, o LBO e conhecer de modo mais aprofundado a forma como se processa.

O *leveraged buyout* é, portanto, uma técnica de aquisição de sociedades, ou de uma participação de controlo¹¹, cujo traço principal reside na transferência do custo da aquisição para a própria sociedade adquirida, que fica responsável pela liquidação da dívida contraída pelo terceiro investidor.

Concretiza-se a aquisição do capital social do *target* com recurso a financiamento alheio, sem necessidade de investimento de capital próprio relevante pelo adquirente, subordinando-se os ativos, as reservas e a capacidade daquela em gerar *cash flows* ao pagamento do preço da sua compra, assim se alterando decisivamente a estrutura financeira da sociedade, que passa a caracterizar-se pela verificação de um peso acrescido da dívida em relação ao capital próprio, reduzindo-se a rentabilidade deste último¹².

E constitui um processo alargado, no qual podem ser identificadas três fases: Pré-buyout, Buyout propriamente dito e Pós-buyout¹³.

2.1. Pré-Buyout

No período pré-buyout, a entidade interessada na aquisição procura garantir o financiamento de grande parte do montante necessário à compra das ações da sociedade-alvo, frequentemente junto dos bancos de investimento, juntando-lhe uma verba de

¹¹ Possibilitando uma transmissão indireta da empresa explorada pela sociedade comercial adquirida. José Engrácia Antunes, em *A empresa como objecto de negócios; "Asset Deals" versus "Share Deals"*, ROA, Ano 68, Volume II/III, 2008, pp. 716 ss, sugere, com toda a pertinência, a distinção, quanto às modalidades de negociação empresarial, entre a transmissão direta (asset deal), que inclui os modos de transmissão mais tradicionais, como o *trespasse* ou a locação, e a transmissão indireta (share deal), reflexo do surgimento da sociedade comercial como protagonista principal do sistema económico, no âmbito da qual se insere, entre outras figuras, o *leveraged buyout*.

¹² José Diogo Horta Osório, *Da tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, 2001, p. 19.

¹³ Horta Osório, *op. cit.*, p. 81 ss.

capital próprio correspondente, em média, a cerca de 20/30% do investimento e procede a uma extensa avaliação do *target*¹⁴.

Uma das vantagens principais do LBO, do ponto de vista do terceiro adquirente, é a possibilidade de realização do negócio de aquisição com uma significativa limitação de risco. Em vez de concluir o negócio recorrendo na totalidade a capital próprio, expondo-se à possibilidade de perda desse valor¹⁵, o terceiro assume somente uma pequena parte do investimento, transferindo para a adquirida o encargo e risco associados à devolução do montante financiado.

Este facto, embora coloque sobre a sociedade-alvo uma intensa pressão para a produção de *cash flows* estáveis e suficientes para cobrir o montante da dívida e dos juros a liquidar, que de outro modo não existiria, é vantajoso para o terceiro, servindo também de incentivo, em termos da atividade em geral do mercado, para a concretização de aquisições societárias, dinamizando o mercado¹⁶.

No entanto, deve ter-se presente que esta constatação não implica que as decisões de compra de sociedades sejam tomadas de ânimo leve. O facto de parte do risco se transferir para a própria sociedade não significa, em primeiro lugar, que o adquirente não tenha também capital seu em jogo, pelo que procurará ativamente, em princípio, o sucesso da sociedade adquirida¹⁷, e, em segundo lugar, que os proprietários do capital financiado não permaneçam atentos à evolução do investimento, especialmente considerando que, em caso de insolvência daquela, estes correm o risco de ver perdido o seu capital¹⁸.

¹⁴ Horta Osório, *op. cit.*, p. 81 ss, explica com alguma profundidade os diversos passos que compõem a realização desta avaliação e os métodos utilizados: desde a análise das forças atuais da sociedade às perspetivas de futuro quanto à sua evolução, entre outros pontos.

¹⁵ Caso a sociedade *target* acabe por ser dissolvida ou alienada a um preço inferior, em virtude de eventuais maus resultados anuais.

¹⁶ Gionatan Giaretta, *Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, Rivista di scienze della comunicazione, A. IV, n.º 2, 2012, p. 146, ressaltando, contudo, os inegáveis riscos que pode também acarretar, olha para o leveraged buyout como um importante motor de desenvolvimento, afirmando que: “Essas operações, de facto, favorecem a entrada de recursos financeiros no mercado de controlo corporativo, reduzindo as barreiras à entrada e aumentando a liquidez e, portanto, a eficiência”.

¹⁷ Em certos casos, manifestamente ilegítimos à luz do Direito Europeu, o “sucesso” poderá passar pelo desmantelamento da empresa e conseqüente venda, com prejuízo para trabalhadores, credores e comunidade em geral. Menezes Cordeiro, *op. cit.*, pp. 767-768, distingue o takeover económico do takeover financeiro, explicando que, no takeover financeiro, o objetivo do adquirente é o desmantelamento da sociedade-alvo, utilizando os ativos desta para liquidar o montante da aquisição e garantir um lucro rápido com o valor que restar após esse pagamento. Esta pode, efetivamente, ser a razão por detrás de um LBO. Contudo, acompanhando o entendimento deste autor, entendemos que a prossecução deste objetivo, seja ou não o LBO legalmente admitido em cada ordenamento jurídico, não deverá ser aceite, na medida em que anula todas as potenciais vantagens que o leveraged buyout pode acarretar.

¹⁸ Com particular incidência nos detentores de dívida subordinada, que compõe uma fatia significativa do financiamento conferido às operações LBO, como veremos mais à frente.

Por todas estas razões, antes mesmo da procura do financiamento e da operacionalização do LBO é exigida a execução de uma análise profunda (a chamada *due diligence*) à vida da sociedade-alvo, dirigida a avaliar se esta se enquadra no protótipo de sociedade objeto de LBO.

Com efeito, a concretização de um LBO, assim como a natural expectativa de retorno para o investidor, pressupõem que a sociedade a adquirir observe um conjunto de requisitos mínimos, associados sobretudo à capacidade de resposta ao peso acrescido que é criado sobre o seu quotidiano, cujo cumprimento possibilite conferir segurança à decisão de avançar com a aquisição financiada.

É possível traçar o modelo ideal da sociedade target.

Será em regra uma sociedade anónima ou por quotas, nada impedindo, no entanto, que o *leveraged buyout* seja direcionado à aquisição de sociedades de outro tipo¹⁹.

Na medida em que é sabido, à partida, que a sociedade *target* terá de ser capaz de proceder ao pagamento de novas prestações, frequentemente os investidores olham, no momento da tomada de decisão, para sociedades inseridas em indústrias maduras^{20 21}, onde exista pouca competição²², que tenham capacidade para produzir fluxos de caixa regulares e previsíveis e detenham ativos de valor relevante que possam servir de colateral à concessão do financiamento e, em caso de crise, servir para cobrir parte da dívida existente²³.

Ao lado da capacidade de produção de *cash flows*, é valorizada ainda a verificação de reduzidos níveis de passivo, por razões óbvias, potencial de crescimento elevado²⁴,

¹⁹ Horta Osório, *op. cit.*, p. 16.

²⁰ Horta Osório, *op. cit.*, p. 136.

²¹ Com especial enfoque nas indústrias de “capital intensivo”, aquelas em que a capacidade para entrar no mercado e produzir um produto ou prestar um serviço de qualidade exigem um forte investimento prévio, traduzido na existência de um grande número de ativos fixos (cfr. Gaughan, *op. cit.*, pp. 331 ss).

²² Tendo em consideração que mercados muito competitivos envolvem naturalmente um risco de negócio superior para cada uma das empresas nele inseridas, facto que afastará potenciais investidores, cientes de que a sociedade a adquirir através de LBO tem de se apresentar forte e com um baixo nível de risco associado.

²³ Quanto a este aspeto, Gaughan, *op. cit.*, p. 331, procede à distinção entre “Cash Flow LBO” e “Asset-Based LBO”, afirmando que, embora a utilização do leveraged buyout seja mais fácil nas indústrias de capital intensivo, essa utilização não está vedada, por exemplo, ao setor dos serviços. Sociedades inseridas neste setor, notoriamente caracterizadas pelo baixo índice de ativos fixos, podem igualmente ser consideradas boas candidatas a LBO, desde que sejam capazes de originar consideráveis fluxos de caixa.

²⁴ Daí que as sociedades mal geridas, quando revelem capacidade para aumentar a produtividade após uma reestruturação, sejam um alvo apetecível para os investidores.

espaço para significativa redução de custos, colaboração da administração e demais quadros durante a operação²⁵, existência de reservas avultadas e a ausência de medidas anti-takeover^{26 27}.

2.2. Buyout

Terminada a avaliação, caso esta indicie a existência de valências, na sociedade a adquirir, justificadoras de uma potencial aquisição, sendo possível garantir financiamento suficiente, o passo seguinte é a conclusão do leveraged buyout.

Nesta fase, procede-se à celebração do contrato de compra e venda das participações necessárias à obtenção do controlo da sociedade²⁸, adquirindo o investidor a posição de sócio e possibilitando-se o começo da exploração da empresa.

2.3. Pós-Buyout

Concluída a aquisição, implementar-se-ão as alterações que foram definidas como necessárias, no momento do *due diligence*, à recuperação da sociedade que, antes do *buyout*, se apresentaria ineficiente.

É imprescindível, por um lado, criar condições para que a reestruturação tenha sucesso, de modo a que, em última análise, o negócio de aquisição da sociedade-alvo seja proveitoso, e, por outro, garantir que a capacidade de resposta ao pagamento da dívida se mantém, acautelando-se o risco de insolvência.

Essas alterações podem passar, por exemplo no caso de sociedades inseridas no setor da indústria: pelo aumento do foco na produção, através da criação de incentivos monetários para os trabalhadores ligados à produção; pela redução do peso da estrutura administrativa da sociedade, devido ao facto de frequentemente uma parte das causas da ineficiência das sociedades estar ligada ao excesso de cargos de chefia, em comparação com a massa

²⁵ Horta Osório, *op. cit.*, p. 136. Facto que permitirá uma transição mais estável da empresa explorada, com partilha de conhecimento entre órgãos administrativos, e, por consequência, uma mais rápida e segura recuperação da sociedade a adquirir.

²⁶ Menezes Cordeiro, *op. cit.*, p. 771.

²⁷ As medidas anti-takeover podem ser preventivas ou ativas. Entre as medidas preventivas mais utilizadas encontram-se as *Poison Pills*, e, entre as medidas ativas mais comuns, destacam-se a *White Knight defense* e a *Pac-Man Defense*. Para um estudo aprofundado acerca de medidas anti-takeover ver Gaughan, *op. cit.*, p. 214 ss.

²⁸ Horta Osório, *op. cit.*, p. 84.

restante de trabalhadores, o que pode traduzir-se numa excessiva hierarquização da sociedade^{29 30}. Noutra aspeto, pode a nova administração da sociedade procurar igualmente a alienação de partes não essenciais da empresa, que sejam externas ao seu *core-business* e autonomizáveis³¹, correspondendo, por exemplo, a investimentos em novas áreas de negócio que não tenham obtido o retorno esperado, reduzindo-se custos desnecessários ou mal aplicados.

²⁹ Henry Kravis, um dos co-fundadores da KKR, uma das maiores sociedades de private equity a nível mundial, afirma, numa entrevista à revista Fortune intitulada *Greed Really Turns Me Off* (January 2 1989, p. 71) referindo-se ao efeito dos leveraged buyouts: “People who produce things will stay. We look at the people who report to people who report to people. We'll often cut fat at the corporate level. There'd be much less of this (...) if chief executives felt the pressure from their directors to do the cutting that they only do when they're threatened by takeover”.

³⁰ Liechtenberg e Siegel, nos seus estudos intitulados *The effect of takeovers on the employment and wages of central-office and other personnel*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2895, 1989, e *The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3022, 1989, explicam algumas das medidas tomadas após um takeover e quais os efeitos, em geral, dos LBO's, afirmando que os cortes que possam existir após o leveraged buyout, no que respeita ao número de trabalhadores, incidem sobretudo nos cargos de administração. Quanto ao índice de crescimento do emprego, após o takeover, referem que diminui de modo considerável, quando comparado com sociedades que não tenham sofrido um buyout, facto explicado pela necessidade de contenção de custos dirigida à garantia de eficiência da empresa.

³¹ Gaughan, *op. cit.*, p. 319.

3. O Financiamento

Todavia, o *leveraged buyout*, conforme indica o nome por que ficou conhecida esta figura, depende em grande medida da concessão de financiamento por entidades terceiras. O sujeito interessado na aquisição da sociedade, na maioria das vezes, não terá a disponibilidade de capital necessária para finalizar essa operação, razão pela qual o financiamento assume um papel determinante no seu sucesso.

Considerando o peso que a alavanca financeira tem neste tipo de aquisição societária, interessa-nos perceber um pouco melhor os tipos de financiamento que podem ocorrer e a sua estrutura.

Em termos gerais, podemos desde logo estabelecer uma divisão entre dois modos de financiamento: o financiamento interno e o financiamento externo.

3.1. Financiamento interno

O financiamento diz-se interno quando é providenciado pelos próprios sócios vendedores no processo de aquisição.

Ou seja, estes, em vez de serem pagos em dinheiro, recebem títulos ou garantias da sociedade-alvo³², tais como obrigações, obrigações convertíveis em ações ou ações preferenciais sem voto³³, mantendo, embora de outro modo, a ligação à sociedade.

3.2. Financiamento externo

O financiamento externo representa, no entanto, a fatia de maior relevo no capital disponibilizado para a aquisição de sociedades.

Estamos aqui perante um tipo de financiamento que é providenciado por estranhos à sociedade adquirente e à sociedade-alvo, geralmente bancos, *private equity firms*, fundos e seguradoras.

³² Menezes Cordeiro, *op. cit.*, p. 770.

³³ Horta Osório, *op. cit.*, pp. 99-100.

No campo do financiamento externo cabe fazer a distinção entre dois tipos de dívida: a dívida garantida e a dívida subordinada.

3.2.1. Dívida Garantida

Dívida garantida corresponde àquela cujo cumprimento é salvaguardado através dos normais meios de garantia das obrigações, tais como a hipoteca e o penhor³⁴, sendo subscritas em grande medida pelos bancos e seguradoras e significando, em média, entre 25 a 50% do financiamento do *leveraged buyout*³⁵.

Este tipo de financiamento, exigindo a prestação de garantias, desde logo sobre os ativos fixos da sociedade-alvo, tais como terrenos, infraestruturas ou máquinas, verifica-se, acima de tudo, em relação a sociedades inseridas em setores marcados pela existência de relevantes ativos fixos. Quando a sociedade-target não dispõe deste tipo de ativos, a concessão de financiamento pelos bancos torna-se especialmente difícil, restando aos interessados a procura de financiamento através de dívida subordinada, naturalmente caracterizada pela existência de taxas de juro mais elevadas.

O ponto-chave da dívida garantida consiste no facto de, em caso de insolvência do devedor, o montante mutuado ser liquidado em primeiro lugar, com prioridade sobre os restantes créditos³⁶.

3.2.2. Dívida Subordinada

O financiamento de uma operação LBO é também composto pela chamada dívida subordinada, caracterizada pela inexistência de quaisquer garantias associadas à sua subscrição.

Como dívida não garantida e subordinada, a *subordinated debt* acarreta um risco acrescido para o financiador, cujo crédito será pago em último lugar em relação a outros credores, razão pela qual é exigida uma taxa de juro superior à aplicada no caso das dívidas garantidas ou comuns.

³⁴ Previstos nos artigos 623.º e seguintes do Código Civil Português.

³⁵ Gaughan, *op. cit.*, p. 333.

³⁶ Conforme a graduação legalmente prevista no artigo 47.º/4 do Código da Insolvência e Recuperação de Empresas.

Representando, em regra, 20% a 30% do financiamento conferido no âmbito de uma operação LBO, a dívida subordinada é subscrita pelo público em geral, pelos fundos e pelas seguradoras³⁷ e é paga normalmente num período mais longo (entre 6 a 10 anos).

A utilização da dívida subordinada no âmbito do financiamento de aquisições de sociedades conheceu uma evolução importante através da explosão do mercado dos junk bonds, ou títulos de elevado rendimento (*high yield bonds*)³⁸, especialmente durante a década de 1980, que permitem à sociedade emitente aceder diretamente a capital detido pelo público em geral.

Hoje, embora tenha sofrido com as crises da década de 1990 e início do século XX, o *junk bond* continua a compor uma parte significativa do financiamento em operações de *leveraged buyout*, voltando a ser visto como um título que, apesar do elevado risco que lhe é associado, pode proporcionar retornos elevados para os investidores, possibilitando, por acréscimo, uma maior disponibilidade de capital para a realização de investimentos.

3.3. As técnicas comuns de financiamento

Esclarecidas as várias distinções que podem ser efetuadas neste ponto, na procura de uma melhor compreensão sobre o modo como se financiam as sociedades numa operação de *leveraged buyout*, interessa conhecer igualmente, por último, de modo sucinto, quais os tipos de técnicas oferecidas pelo mercado, por meio das quais a sociedade interessada consegue aceder a capital.

³⁷ As seguradoras acabam por ser um investidor disponível para participar no financiamento destas operações tanto através de dívida subordinada como de dívida garantida – o chamado Vertical Strip – (Cfr. Gaughan, *op. cit.*, p. 335).

³⁸ A criação do termo junk bond é atribuído a Michael Milken, antigo diretor da Drexel Burnham Lambert, banco de investimento considerado como o grande responsável pelo incremento exponencial da importância dos high-yield bonds no mercado. Com efeito, esta entidade criou, durante a década de 1980, um mercado para uma categoria de títulos que até aí pouca procura apresentava, muito por culpa da perceção dos investidores quanto ao nível de risco que acarretavam. A Drexel Burnham Lambert, através do departamento liderado por Michael Milken, soube dar origem a, e conservar, uma rede de investidores que adquiriam os junk bonds que havia subscrito, garantindo-lhes a todo o tempo que, no seio do mercado secundário, existiria sempre um outro interessado na compra do título em questão (Cfr. Gaughan, *op. cit.*, pp. 371 ss).

Referimos já os casos do mútuo garantido através da hipoteca ou do penhor, da subscrição dos *junk bonds*, ou do *seller take-back financing*, este último como exemplo de um modo de financiamento interno. Mas existem outras formas.

A primeira dessas técnicas, mais utilizada na aquisição alavancada de sociedades proprietárias de ativos fixos de que não podem desprover-se, por serem instrumentais ao seu funcionamento, é o *Sale Leaseback*³⁹.

Através desta técnica, a sociedade interessada procede à alienação de um ativo fixo, por exemplo uma fábrica onde tem lugar a sua produção, recebendo o produto dessa venda, mas garantindo a utilização dessas instalações, em troca de uma remuneração, por determinado período a ser definido no contrato de *lease*,

Terminada a vigência do contrato, à sociedade será proporcionada a possibilidade de readquirir o bem que foi objeto dessa venda seguida de arrendamento⁴⁰.

Outra técnica utilizada é o *transfer pricing*, método⁴¹ que consiste na transferência dos *free cash flows*, das reservas e de lucros camuflados da sociedade adquirida para a adquirente, permitindo a esta liquidar a dívida assumida com o *takeover*.

Estas *upstream transfers*, visando auxiliar o reembolso dos valores financiados para a aquisição da sociedade-alvo, podem resultar, portanto: na realização de contratos de comodato entre a adquirente e a adquirida, sobre o património desta, possibilitando-se àquela a recolocação onerosa desses bens; na mera transferência de ativos entre as sociedades; na transferência de lucros intragrupo; ou o “trespasse do estabelecimento mais lucrativo da sociedade alvo para a sociedade adquirente”⁴².

Para além disso, a obtenção de capital pode decorrer também de formas mais simples de financiamento, tais como a venda de valores mobiliários da sociedade-alvo a terceiros⁴³ ou aos seus próprios administradores e trabalhadores, estes através dos *Employee Stock*

³⁹ Horta Osório, *op. cit.*, p. 101.

⁴⁰ Em Portugal, a parte desta técnica relativa ao leaseback denomina-se locação financeira, sendo regulada pelo DL 149/95, alterado mais recentemente pelo DL 30/2008.

⁴¹ Que pode ser aplicado também no campo do direito fiscal, permitindo às sociedades em relação de grupo com sede em Estados diversos proceder à sub ou sobrefaturação das vendas intragrupo, desse modo possibilitando a transferência de capitais. Para um estudo mais aprofundado sobre este tema, ver Pedro Dias Meneses, 2017, *International Transfer Pricing - Rethinking the Arm's Length Principle*, Dissertação de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito da Univ. Católica do Porto.

⁴² José Diogo Horta Osório, *op. cit.*, pp. 109-111.

⁴³ Por exemplo, LBO firms e sociedades de capital de risco.

Option Plans, permitindo à sociedade juntar o capital necessário a qualquer reestruturação ou ao serviço da dívida acumulada.

4. Os Diferentes Tipos de LBO

O *Leveraged Buyout* não se resume, no entanto, a um único sistema de aquisição, podendo desdobrar-se em vários tipos que podem ser distinguidos, designadamente, consoante a natureza dos sujeitos adquirentes⁴⁴ ou o modo como se processa a aquisição, podendo avançar-se a descrição, pouco exaustiva, de alguns destes tipos.

4.1. Management Buyout (MBO)

O *Management Buyout* é caracterizado pelo facto de a aquisição da sociedade ser levada a cabo pela sua própria administração.

Os administradores, interessados na aquisição da sociedade que representam, mas habitualmente desprovidos do capital necessário para assumirem a posição de sócios, veem-se forçados, na prossecução desse objetivo, a recorrer ao *leverage*.

Aqui, ao contrário do que acontece em outros tipos de LBO, existirá, à partida, uma maior certeza quanto ao sucesso da operação, na medida em que os adquirentes são quem melhor conhece as valências do *target*, tendo uma maior consciência sobre se este terá capacidade para pagar a dívida resultante do *takeover*.

No entanto, essa relação privilegiada do adquirente com a sociedade e a informação acrescida a que tem acesso, sendo positivas do ponto de vista financeiro, resultam no surgimento de questões legais relevantes que, como veremos, tornam, no mínimo, discutível a legalidade desta figura.

4.2. Institutional Buyout

O *institutional buyout*, por sua vez, é realizado por investidores institucionais, tais como sociedades de *private equity* ou de capital de risco⁴⁵.

Considerando a natureza do típico adquirente neste tipo de LBO, o objetivo subjacente à aquisição consiste regularmente na implementação de medidas que permitam uma rápida melhoria do valor da sociedade, com vista à posterior revenda.

⁴⁴ José Engrácia Antunes, *op. cit.*, pp. 735-736.

⁴⁵ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, p. 26.

Por esta razão, no caso específico do *institutional buyout*, a sociedade *target* é, mais do que por qualquer outro fator, caracterizada pelo facto de se encontrar subvalorizada no mercado, sendo possível uma célere revenda com lucro.

A aquisição pode ser acompanhada pela permanência da administração existente à data da realização do *takeover*⁴⁶ ou pela integração de uma nova equipa.

4.3. Family Buyout

Neste caso, a especificidade do tipo assenta no facto de os adquirentes pertencerem à mesma família, tratando-se de uma forma útil em casos de “*sucessão de empresas hereditárias ou de sociedades cotadas que se pretendem fechar sob propriedade familiar*”⁴⁷.

4.4. Employee Buyout

Por fim, o *leveraged buyout* pode ocorrer também tendo como protagonistas os próprios trabalhadores da sociedade-alvo, designadamente através dos *Employee Stock Ownership Plans*⁴⁸. Uma das valências destes planos é precisamente o facto de, possibilitando aos trabalhadores assumir a posição de sócios, permitir alinhar os seus interesses com os dos restantes sócios, tornando a sociedade mais eficiente.

No caso de Portugal, é de referir que a assistência financeira da sociedade à aquisição de participações pelos seus trabalhadores constitui uma das exceções ao regime proibitivo, de que falaremos mais à frente, previsto no artigo 322.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC).

⁴⁶ Podendo ser-lhes atribuída uma participação no capital social, como forma de alinhar interesses, caso em que o *institutional buyout* partilhará semelhanças com o *management buyout/management buyin* (Cfr. José Engrácia Antunes, *op. cit.*, p. 736, e Luc Renneboog/Tomas Simons, *Public-To-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n.º 94, 2005, p. 3).

⁴⁷ José Engrácia Antunes, *op. cit.*, p. 736.

⁴⁸ José Engrácia Antunes, *op. cit.*, p. 736.

5. O Caso Especial do Management Buyout

O *Management Buyout* constitui, no entanto, de todos os modos através dos quais o *leveraged buyout* pode desenrolar-se, aquele que mais interesse levantará, em razão dos problemas específicos que coloca.

Analisado objetivamente, este tipo de LBO apresenta vantagens assinaláveis, que, num cenário de pós-buyout, podem ser fulcrais à reestruturação ou recuperação da sociedade adquirida. Entre eles:

a) O acesso privilegiado a informação sobre a sociedade

O facto de os potenciais adquirentes desempenharem uma função de gestão na sociedade-alvo permite-lhes conhecer melhor do que ninguém todas as capacidades desta, bem como todas as oportunidades ao seu alcance. Desde logo, é-lhes facilitada a avaliação do potencial de criação de *cash flows*, especialmente no cenário de sujeição ao pagamento da dívida associada ao *buyout*, permitindo aos administradores-adquirentes perceber se, através do *management buyout*, será possível criar valor e garantir o retorno do investimento, razão pela qual estes não colocarão, em condições normais, a sociedade em risco avançando com uma aquisição que dificilmente seja bem sucedida⁴⁹.

b) A criação de incentivos

Os administradores, passando a ter um interesse económico pessoal na boa performance da target, ao lado do interesse na manutenção do seu emprego, ganham um incentivo importante para trabalharem em prol da melhoria constante da produtividade e eficiência, que se refletirá num futuro retorno financeiro, seja através da contínua distribuição de dividendos ou da alienação da sua participação na sociedade por um valor que lhes permita atingir o lucro.

Deste modo, os custos de agência, que existem naturalmente no seio das empresas e que resultam do desalinhamento de interesses entre a administração e os sócios⁵⁰, veem-se

⁴⁹ No entanto, caso a sociedade tenha vindo, até à data do buyout, a ser mal gerida, por incompetência da administração, a aquisição correrá sério risco de não ter o retorno esperado, considerando que a gestão pós-buyout será assegurada pela mesma equipa (Cfr. Gaughan, *op. cit.*, p. 323).

⁵⁰ Adam Smith, filósofo considerado o pai da economia moderna, já em 1776 falava sobre a divergência de interesses entre gestores e sócios nas sociedades de ações (Cfr. Luc Renneboog and Tomas Simons, *op. cit.*, p. 8). O problema dos agency costs verificar-se-á sempre que houver espaço à existência de diferenças relevantes entre o objetivo dos sócios e o dos gestores da sociedade. E este existe, desde logo, porque estes

significativamente reduzidos, uma vez que os dois papéis, que anteriormente se contrapunham, passam a ser desempenhados pelas mesmas pessoas.

c) Redução da pressão do mercado

Uma terceira vantagem identificável quanto a esta figura, e que decorre diretamente daquela assunção, pelos administradores, da posição de sócios, reside na redução drástica (cuja intensidade está, naturalmente, ligada ao volume de participações adquiridas) da pressão do mercado para a obtenção de lucros no curto-prazo⁵¹, e consequente distribuição de dividendos, facilitando-se a tomada de decisões pela administração, desde logo a de retenção de lucros para reinvestir na sociedade.

Contudo, o *management buyout*, como tipo de aquisição alavancada, embora seja capaz de apresentar vantagens relevantes e únicas, dificilmente analisáveis noutras variações do LBO, é uma figura cuja legalidade, tanto no âmbito do Direito português como noutros ordenamentos, é questionável⁵².

E isto porque dá azo à potencial violação dos deveres que pautam o exercício de funções pelos administradores das sociedades, potenciando os custos de agência imediatamente antes do *buyout* e tornando apetecível o *insider trading*.

Ora, os administradores da sociedade-alvo, num cenário de *management buyout*, assumem uma nova qualidade: a de interessados na aquisição.

Até aí, a sua função limitava-se à procura da maximização dos lucros dos sócios⁵³.

A partir do momento em que se dá a tomada de decisão de apresentar uma proposta de aquisição da sociedade por si gerida, a qual deverá, numa ótica de lógica empresarial, ser

gestores, embora obrigados a tomar as decisões que melhor condigam com uma boa gestão da sociedade e, consequentemente, à prossecução dos interesses dos sócios, preocupam-se igualmente com o seu próprio interesse pessoal, dando origem a um conflito que poderá refletir-se, por exemplo, no ato de procurarem fazer crescer, para além dos limites ótimos, a sociedade que administram, com o intuito de reunirem maior poder, resultante do maior peso dos recursos ao seu dispor, ou de atingirem o aumento das compensações auferidas, que é geralmente superior em sociedades de maior envergadura (Cfr. Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329, e Gaughan, *op. cit.*, p. 328).

⁵¹ Filipa Isabel Brito Pereira, 2015, *MBO - Uma Perspetiva do Conflito de Interesses Subjacente*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Católica Lisbon School of Business and Economics, p. 15.

⁵² Esta figura foi consagrada legislativamente no DL 81/98. No entanto, este DL, embora preveja inclusivamente a assunção de dívida pela sociedade adquirida, só tem aplicabilidade em casos de Reestruturação e Revitalização empresarial, o que lhe retira âmbito de aplicação (Cfr. Horta Osório, *op. cit.*, p. 78 e 114-116).

Em todos os outros casos, o MBO continua a ser uma figura cuja admissão no nosso ordenamento é discutível.

⁵³ Impondo-se, à luz do nosso Direito, a consideração dos interesses de outros sujeitos, tais como os credores, clientes e trabalhadores (Cfr. artigo 64.º CSCCom).

constituída pelo valor mais reduzido possível, inicia-se um novo e crítico conflito de interesses, que torna a atuação dos administradores-interessados objeto de relevante suspeita.

Por um lado, os administradores têm o dever de “*actuar de modo a que a determinação dos accionistas para contratar seja consciente, esclarecida, discernida e livre*”⁵⁴. Por outro, é inteiramente natural que procurem para si a conclusão do negócio nas melhores condições possíveis.

5.1. Deveres dos administradores

Os deveres que poderão ser especialmente colocados em causa numa operação MBO podem ser distinguidos consoante se dirijam à defesa de interesses da sociedade, e indiretamente dos sócios, ou à defesa de interesses diretos destes⁵⁵.

5.1.1. Deveres para com a sociedade

a) Dever de Cuidado

Os deveres de cuidado, previstos no artigo 64.º/1, a) do CSCom, resultando de uma “*maior sedimentação*”⁵⁶ do dever geral de diligência que este artigo anteriormente previa, visam definir um padrão de atuação dos administradores na promoção do fim social, designadamente no que respeita à disponibilidade, competência técnica e conhecimento da atividade da sociedade, devendo o administrador atuar sempre com a diligência de um gestor criterioso e ordenado.

Inspirados nos *duties of care* do direito anglo-saxónico, podem desdobrar-se em três tipos de deveres: dever de vigilância, dever de atuação procedimentalmente correta e dever de tomar decisões razoáveis⁵⁷.

Incumpridos estes deveres, o administrador poderá ser responsabilizado perante a sociedade por danos causados, exceto se for capaz de provar que atuou, independentemente da violação de qualquer dever, de modo informado, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial⁵⁸.

⁵⁴ Horta Osório, *op. cit.*, p. 242.

⁵⁵ Horta Osório, *op. cit.*, pp. 233 ss.

⁵⁶ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2018, p. 232.

⁵⁷ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 233.

⁵⁸ Artigo 72.º/2 do CSCom.

Contudo, esta *business judgement rule* dificilmente poderá limitar a responsabilidade da administração num cenário MBO, na medida em que a sua aplicação depende da inexistência de qualquer interesse pessoal na tomada de decisão que se revelou violadora de deveres para com a sociedade.

b) Dever de lealdade

Este, por sua vez, decorre do princípio da boa fé, funcionando como um limite especialmente dirigido à resolução de conflitos de interesse.

A função dos administradores, envolvendo a gestão de bens alheios, é vista como capaz de colocar em causa interesses de terceiros, exigindo-se, portanto, que a sua atuação seja marcadamente leal e comprometida, sujeitando-se, em casos de conflito, à obrigação de atribuir primazia ao interesse social.

Nesse sentido, os administradores estão obrigados, desde logo, a abster-se de concorrer com a sociedade (artigos 254.º e 398.º/3 CSCom), precisamente de modo a evitar o surgimento de conflitos de interesse, e a não aproveitar, em benefício próprio ou de terceiro, oportunidades de negócio e informações societárias⁵⁹.

5.1.2. Deveres para com os sócios

Mas além daqueles, a conduta dos administradores está também vinculada ao respeito por interesses mais diretos, por assim dizer, dos sócios.

Entre eles, podemos identificar os seguintes:

a) Dever de distribuir os dividendos aprovados

Considerando que o fim das sociedades comerciais é a obtenção do lucro, os sócios têm o direito de nele quinhonar⁶⁰, desde que seja acautelado o princípio da intangibilidade do capital social⁶¹.

Caso existam lucros distribuíveis, na aceção legal, ou seja, se se verificar, após o preenchimento do valor do capital social e das reservas legais e estatutárias, bem como a

⁵⁹ Maria de Fátima Ribeiro, *O Dever de os Administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias*, In GONÇALVES, Luís Couto... (et al.) (Coord.) - Estudos de homenagem ao Prof. Dr. Heinrich Ewald Hörster, Almedina, 2012, p. 633-665.

⁶⁰ Artigo 21.º/1, a) do CSCom.

⁶¹ Artigos 32.º e 33.º do CSCom.

cobertura de prejuízos transitados, a sobra de montantes distribuíveis, a lei⁶² prevê a obrigação de distribuição de pelos menos metade do lucro distribuível, a qual não poderá ser incumprida pela administração, contra decisão da assembleia geral.

b) Dever de prestar informação

Outro dever importante, em especial no âmbito de uma operação MBO, é o dever de informação aos sócios⁶³.

Estes, embora detentores das participações sociais, sendo verdadeiramente os “donos” da sociedade, veem-se numa posição de inferioridade, em termos de acesso à informação, em relação aos administradores. Por esta razão, existe a necessidade de garantir que os administradores, que gerem a sociedade e conhecem ao pormenor as suas forças e fraquezas, transmitem àqueles toda a informação relevante.

Necessidade que ganha contornos de maior relevância durante a preparação de um MBO.

c) Dever de prestar contas

Por fim, podemos incluir nos deveres com maior relevância num cenário de MBO o dever de prestar contas⁶⁴, que reflete a necessidade de dar a conhecer aos sócios o cenário atual e futuro da sociedade, bem como a qualidade da gestão executada.

Ora, perante a existência destes deveres e a potencial ocorrência de conflitos, resulta claro que, durante a operação de *management buyout*, a atuação dos administradores corre sério risco de se tornar enviesada.

5.2. Perigos

Acima de tudo, a questão principal no MBO reside na elevada possibilidade de os *agency costs*, que já naturalmente se verificam na relação *principal-agent* que caracteriza o relacionamento entre sócios e administradores⁶⁵, aumentarem exponencialmente antes da conclusão da aquisição.

⁶² Artigo 217.º e 294.º do CSCom.

⁶³ Vem previsto nos artigos 21.º/1, c), 214.º ss e 288.º ss do CSCom.

⁶⁴ Artigos 65.º a 70.º, 263.º a 264.º e 451.º a 455.º do CSCom.

⁶⁵ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 18.

Com efeito, durante o período de negociações, e até mesmo antes de haver uma proposta de aquisição pelo(s) administrador(es), existe o perigo de estes darem início a uma conduta focada na acentuação das divergências de informação entre as partes⁶⁶, com o intuito de beneficiar a sua posição enquanto potenciais compradores da sociedade⁶⁷.

Esta conduta reconduzir-se-á, o mais das vezes, ao seguinte:

a) Redução dos lucros reportados⁶⁸

Embora sujeitos à obrigação de prestar contas aos sócios, os administradores têm a gestão da sociedade entregue a si, estando ao seu alcance, inevitavelmente, influenciar os resultados a apresentar, designadamente publicando valores sem correspondência com a realidade, procurando desse modo transmitir aos sócios uma imagem de fragilidade, criando um obstáculo à distribuição.

Assim, no período pré-*buyout*, a administração “tenderá naturalmente a propor a não distribuição dos lucros e das reservas livres, invocando problemas de tesouraria, a necessidade derivada de regras de prudência, a necessidade e conveniência do auto-investimento e a prevenção de futuros prejuízos, o reforço da garantia dos credores ou financiadores da sociedade, ou, finalmente, a necessidade de incrementar o investimento produtivo.”⁶⁹

Em consequência, os sócios, confiando no conhecimento superior, por parte da administração, acerca do dia a dia da sociedade, e cientes de que esta está vinculada a um conjunto de deveres de proteção do seu interesse e do da sociedade, poderão optar pela não distribuição, garantindo, desse modo, a sociedade (os administradores-interessados), em prejuízo dos sócios, a manutenção de capital que será essencial à liquidação, pós-*buyout*, do montante financiado.

⁶⁶ Divergências que terão sempre lugar, independentemente da previsão legal de deveres de partilha de informação.

⁶⁷ Na verdade, poderá nem existir uma intenção consciente de sobrepor os interesses pessoais aos da sociedade. O simples facto de o administrador se encontrar “nos dois lados da barricada”, implica a verificação de um conflito de interesses que poderá colocar em causa o interesse que deve ser protegido em primeiro lugar: o da sociedade e dos seus sócios.

⁶⁸ Gaughan, *op. cit.*, p. 324, refere-se, a este respeito, a “*earnings management*”.

⁶⁹ Horta Osório, *op. cit.*, p. 235.

b) Utilização de informação privilegiada

A conduta da administração antes do *buyout* pode ainda traduzir-se na manipulação e uso de informação privilegiada durante o próprio processo negocial.

Essa utilização pode materializar-se, no caso de sociedades “privadas”, na tentativa de influenciar os sócios-vendedores a aceitar a alienação das suas participações ao menor preço possível, através da transmissão seletiva de informação, e, em especial no caso das *public companies*, no *insider trading*, por meio do qual os administradores utilizarão informação não pública, específica, precisa e idónea para influenciar o preço das ações da sociedade⁷⁰ com o intuito de induzir a alienação em grupo de grandes quantidades de ações, reduzindo a sua cotação e possibilitando-lhes a sua aquisição por um preço não correspondente com a realidade.

5.3. Solução

Perante os riscos apontados à operação de aquisição de sociedades pela sua própria administração, torna-se fulcral perceber quais são os mecanismos de defesa existentes e se a sua aplicação em cada caso concreto possibilita a concretização do MBO de modo que não prejudique a sociedade e os sócios.

5.3.1. O Direito norte-americano

Nos Estados Unidos da América, onde o LBO, em geral, e o MBO, em particular, são mais frequentes, em virtude da maior flexibilidade do regime legal inserto no *Model Business Corporation Act* e, por consequência, nos códigos das sociedades de cada Estado, a conclusão do MBO é aceite se for possível considerar, no caso concreto, que aquela aquisição se desenrolou de modo justo e equilibrado, cumprindo-se os *fiduciary duties* inerentes à função e obtendo-se um resultado final (preço, condições de venda) condizente com aquele critério de justiça.

⁷⁰ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 261.

Nesse sentido, naquela ordem jurídica são identificáveis várias medidas tendentes à “legitimação” do MBO, tais como a *Fairness opinion*⁷¹, o *neutralized voting*⁷² ou o *auction process*⁷³.

Aplicados estes mecanismos, caso seja colocada a questão da legitimidade do MBO, os tribunais procederão à avaliação sobre se o processo foi conduzido e concluído de um modo que tenha permitido aos sócios obter uma compensação justa.

5.3.2. O Direito português

Em Portugal, considerando que as regras referentes aos deveres dos administradores são inspiradas no direito anglo-saxónico, as disposições que podem ser aplicadas com o intuito de anular os efeitos da divergência de interesses partilham, no seu fundamento, algumas semelhanças com as suprarreferidas.

O primeiro mecanismo de combate aos efeitos do conflito indicado que podemos mencionar consiste no artigo 410.º/6 do nosso C.S.C.

Este estabelece a regra de que qualquer administrador que tenha um interesse pessoal sobre assunto a deliberar em C.A. (conselho de administração) estará impedido de nela votar.

Desse modo, considerando que as deliberações deste são tomadas, nos termos do disposto no artigo 410.º/7 do CSCom., por maioria dos votos dos administradores presentes ou representados⁷⁴, qualquer deliberação respeitante à aquisição das participações da sociedade por MBO será tomada apenas pelos administradores presentes que não estejam impedidos de votar, confiando-se que os restantes membros da administração, alheios ao

⁷¹ Bill Shaw, *Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts*, Hofstra Law Review, Vol. 19, Issue 1, Article 4, 1990, p. 150. O *fairness opinion* consiste na recolha de uma opinião fundamentada, emitida por um banco de investimento, acerca da justeza do preço oferecido pela administração. Pode acarretar, no entanto, os seus próprios conflitos de interesse, razão pela qual a sua utilização tem algumas limitações.

⁷² Gaughan, *op. cit.*, pp. 324-325, e Horta Osório, *op. cit.*, p. 39.

⁷³ Horta Osório, *op. cit.*, pp. 38 e 120. Constitui uma figura a que os tribunais do Delaware muito têm recorrido, instituindo como função dos administradores, durante um processo de aquisição, a obtenção do maior valor possível para os sócios. A *Revlon Rule*, assim denominada por ter sido criada no acórdão que decidiu o processo que opôs a Revlon Inc. à MacAndrews & Forbes Holdings, obriga os administradores, quando a venda da sociedade é já inevitável, a dar preferência, em lugar do dever de preservação da sociedade, à maximização dos ganhos dos sócios com essa venda. Durante um MBO, esta obrigação ganha contornos ainda mais relevantes, especialmente se, além da proposta da administração, existirem outras propostas de aquisição por terceiros.

⁷⁴ Com o intuito de impedir a ocorrência de “(...) situações de impasse em decisões fundamentais para a vida da sociedade (...)” - Paulo Olavo Cunha, “Direito das Sociedades Comerciais”, p. 807.

negócio a celebrar, serão capazes de fielmente proteger o interesse da sociedade, garantindo que este não se vê ultrapassado pela prossecução do interesse pessoal dos administradores intervenientes no MBO⁷⁵.

Em segundo lugar destaca-se a criminalização do abuso de informação, nos termos do disposto no art. 378.º do CVM.

Por meio da tipificação deste crime procura-se evitar que, indiretamente, a administração afete o preço a pagar aos sócios no negócio de aquisição, através da divulgação a terceiros de informação privilegiada que possa causar a alienação massiva de ações, no caso das *public companies*, impactando negativamente a sua cotação.

Para tal, prevê-se a aplicação de pena de prisão até 5 anos, ou pena de multa, facto que permite reduzir a tentação pelo uso deste tipo de engenhos no âmbito de MBO's.

Por fim, é de referir que a possibilidade de se exigir aos administradores a assunção de responsabilidade pela violação dos vários deveres que sobre si recaem constitui um outro limite importante.

Com efeito, os artigos 72.º, 78.º e 79.º do CSC preveem a responsabilização dos gerentes e administradores por atos que, violando aqueles deveres, coloquem em causa o património social ou causem danos a todos aqueles que com a sociedade se relacionam.

Desta forma, a conduta dos gestores encontrar-se-á sempre sujeita a controlo e, conhecendo estes as potenciais consequências para o incumprimento de todos os deveres que devem pautar o exercício das suas funções, a prática de qualquer violação dolosa será, à partida, pelo menos sujeita a uma ponderação.

5.4. Admissibilidade do MBO

Posto isto, torna-se claro que o MBO pode, de facto, funcionar “como um mecanismo de transferência de valor dos acionistas para os administradores”⁷⁶.

⁷⁵ Poderá levantar-se aqui a questão da verificação do quórum deliberativo no caso de mais de metade dos membros do C.A. se encontrarem impedidos de votar, designadamente por existir um conflito de interesses com a sociedade. De acordo com Olavo Cunha, perante esta situação, deverá entender-se que a “maioria dos votos dos administradores presentes” a que se refere o artigo 410.º/7 significará (aplicando-se analogicamente o artigo 386.º/5) maioria dos votos de quem esteja em condições de votar.

⁷⁶ Horta Osório, op. Cit, p. 245.

No entanto, considerando, em especial, as vantagens que esta figura pode acarretar, quer para os sócios vendedores, quer para a própria sociedade, não parece que se deva pura e simplesmente negar a sua admissibilidade legal no nosso ordenamento.

Com efeito, comparando com aquele que podemos designar de “LBO regular”, a única diferença reside na potencial exponenciação do conflito de interesses. Tudo o resto se mantém.

Ora, por essa razão, entendemos que o método ideal, no que diz respeito à aceitação do MBO, consistirá na avaliação, caso a caso, da imparcialidade da operação e da justeza da contrapartida⁷⁷.

Deverá proceder-se à análise do cumprimento de todos aqueles indicadores que permitirão deduzir a verificação dessa justeza e imparcialidade, como sejam: a preocupação com a recolha de pareceres jurídicos e financeiros que permitam sustentar a bondade da oferta apresentada ou o cumprimento dos amplos deveres de informação a que os administradores estão sujeitos, procurando colocar a contraparte numa posição tão próxima quanto possível daquela em que aqueles se encontram, em termos de conhecimento do valor da sociedade.

Caso se entenda que a aquisição foi justa, o MBO será considerado legítimo, contanto que se processe, como veremos de seguida, de modo que não conflitue com o regime da proibição de assistência financeira.

⁷⁷ Horta Osório, op. Cit, p. 245.

III. O LBO Face à Proibição de Assistência Financeira

Cumprido o estudo do *leveraged buyout*, durante o qual procurámos perceber o modo como se desenvolve, surge agora a necessidade de conhecer o regime legal que lhe é aplicável, na expectativa de daí retirar algumas conclusões sobre o panorama atual e futuro desta figura em Portugal.

Nesse sentido, abordaremos o obstáculo tido por mais significativo à admissão do LBO - a proibição da Assistência Financeira -, discutindo as razões subjacentes à sua criação e as implicações que acarreta para a decisão sobre a legalidade desta técnica.

Por último, e como consequência do exame do regime legal aplicável, analisaremos um meio alternativo de utilização do LBO, avaliando a sua capacidade para superar com sucesso os entraves que aquele regime possa criar ao LBO em geral.

1. A Proibição de Assistência Financeira

Embora o entendimento sobre a sua origem não seja inteiramente pacífico, é certo que o princípio da proibição de assistência financeira, como se encontra regulado na União Europeia, se inspirou no direito inglês, especificamente no então vigente art. 54.º do Companies Act de 1948⁷⁸.

Com efeito, foi no Reino Unido que a questão da assistência financeira pela primeira vez se levantou, surgindo inicialmente como uma forma de complementar o regime da aquisição de ações próprias⁷⁹. Considerava-se que a aquisição do capital social de sociedades recorrendo a um crédito bancário que seria posteriormente liquidado através dos fundos da própria sociedade adquirida, prática que se generalizou no período subsequente à 1.ª Grande Guerra, possibilitava a fraude àquele regime, permitindo-se que, embora não se verificasse a aquisição de ações próprias pela sociedade, fosse atingido resultado semelhante àquele que se visava evitar, ou seja, o esvaziamento do capital social⁸⁰.

⁷⁸ Raúl Ventura, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1992, p. 373.

⁷⁹ Inês Pinto Leite, *Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 3, Vol. 5, Almedina, 2011, pp. 133-135.

⁸⁰ Vitória Rocha, *op. cit.*, pp. 310-311.

Seguindo a orientação do regime inglês, e procedendo até à criação de norma muito semelhante à existente naquele Estado⁸¹, a Diretiva 77/91/CEE veio estipular, no seu art. 23.º, aplicável a todos os Estados-Membros da então designada Comunidade Económica Europeia e dirigido às sociedades anónimas⁸², a regra de que é vedado às sociedades “(...) adiantar fundos, conceder empréstimos ou prestar garantias para que um terceiro adquira as suas ações”.

O objetivo era claro: evitar que a tutela dos credores ou dos restantes sócios pudesse ser colocada em causa no auxílio à aquisição de ações próprias por um terceiro, substituindo-se liquidez por um direito de crédito. Objetivo este que condiz com o fim associado à Diretiva, consubstanciado na procura da coordenação das garantias que, para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, fossem exigidas nos Estados-Membros às sociedades.

Deste modo, aquela preocupação com a proteção dos cofres da sociedade perante a possibilidade de “saque”⁸³ por terceiros, que estava subjacente à consagração do art. 54.º do Companies Act de 1948 no Reino Unido, deu origem à inserção do princípio da proibição da assistência financeira nos ordenamentos jurídicos dos vários Estados-Membros, optando-se por cortar pela raiz⁸⁴ toda a possibilidade de fraude ao regime das ações próprias⁸⁵, o que se refletiu, no caso português, na redação do art. 322.º do CSC.

⁸¹ A Section 54 do Companies Act de 1948.

⁸² Tem sido objeto de acesa discussão, designadamente no âmbito do nosso ordenamento jurídico, a questão da aplicabilidade da proibição da assistência financeira também às sociedades por quotas. De entre os vários argumentos esgrimidos em defesa e contra esta aplicação, podemos elencar alguns. Contra: o facto de, na parte dedicada às S.Q., o nosso CSC não prever qualquer disposição semelhante ao art. 322.º, inexistindo qualquer lacuna que justifique a aplicação analógica deste artigo (neste sentido, Inês Pinto Leite, *op. cit.*, pp. 130-131 e Bernardo Abreu Mota, *Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua interpretação e aplicação - parte 2*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 15, 2006, p. 91); o facto de, a existir lacuna, a aplicação do art. 322.º não ser possível, dado o carácter excecional desta norma (Bernardo Abreu Mota, *op. cit.*, p. 91). A favor: a constatação de que o princípio da conservação do capital social, cuja proteção a proibição da A.F. visará atingir, se aplica também às S.Q., pelo que faz sentido ter lugar a analogia, ainda que a função do capital social tenha vindo a perder importância; aponta-se também o facto de o art. 510.º do CSC, na parte final do seu n.º 1, referir expressamente que existirá punição do “gerente ou administrador” se este “(...) facultar fundos ou prestar garantias (...) para que outrem subscreva ou adquira quotas ou ações (...)” (Neste sentido, Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, pp. 234-235).

⁸³ Expressão utilizada por Vitória Rocha, *op. cit.*, p. 311.

⁸⁴ De forma radical e, como veremos, injustificada, perante o facto de o fundamento que entendemos estar na base da proibição não se coadunar com uma proibição total.

⁸⁵ Raúl Ventura, *op. cit.*, p. 378, referindo-se ao art. 322.º do CSC, o qual resultou de uma transposição integral do art. 23.º da Diretiva. Evitar-se-ia que a assistência a uma aquisição por terceiros e por sua conta pudesse servir como uma forma simples de contornar aquele regime, que afasta apenas a aquisição de ações próprias por terceiro e por conta da sociedade.

Este era o fundamento apontado à proibição. Contudo, tem vindo a ser colocada em causa a sua capacidade para se assumir como justificação da consagração de um regime tão radical. Como refere alguma doutrina⁸⁶, elencando-se alguns dos argumentos apresentados, este fundamento não permite, desde logo, justificar a diferença de regimes entre a proibição absoluta de assistência financeira e a proibição relativa de aquisição de ações próprias. Na verdade, dificilmente se pode admitir que a proibição relativa de um facto, assumindo-se, portanto, a existência de casos em que poderá legalmente ocorrer, possa servir de justificação à proibição absoluta de outro. Por outro lado, a própria estrutura que caracteriza as duas figuras e o conteúdo material da contraprestação que lhes está associada não permitem explicar a subsunção da proibição a um fundamento unitário, na medida em que diferem de modo relevante: primeiro, porque, através da assistência financeira, a sociedade não se torna sócia de si própria; depois, porque, embora em ambas as operações se verifique a saída de capital da sociedade, no caso da assistência financeira essa saída é compensada com a aquisição de um direito de crédito⁸⁷, ao contrário do que acontece na aquisição de ações próprias, em que a sociedade adquire um bem de “(...) duvidosa consistência patrimonial, quando na posse da sociedade (...)”⁸⁸.

Perante esta constatação, tem-se procurado interpretar a norma do art. 322.º de modo a perceber qual será o fundamento que permite justificar a proibição absoluta da assistência financeira ou se, pelo contrário, esse nível de proibição é indefensável.

Quanto a este aspeto, é de realçar a relevante disparidade de posições no seio da doutrina.

Como principais fundamentos apresentados, realçamos os seguintes:

a) A tutela da integridade do capital social⁸⁹

A proibição de assistência financeira visaria prevenir a diluição do capital social, através da utilização, em benefício dos sócios, dos fundos que se destinam a preenchê-lo e que funcionam como garantia para os credores, o que resultaria no enfraquecimento dos direitos destes.

⁸⁶ Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 136 e Vitória Rocha, *op. cit.*, p. 311, quando reconhece à norma uma ratio complexa, inexistindo um fundamento unitário.

⁸⁷ Ainda que possa duvidar-se da sua recuperabilidade.

⁸⁸ Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 136.

⁸⁹ Neste sentido, Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, pp. 225-226, e Horta Osório, *op. cit.*, pp. 194-195, embora este não o assumindo como fundamento único.

b) A tutela da organização e estrutura societária⁹⁰

Esta manifestar-se-ia tanto na perspectiva de evitar a manipulação da cotação das ações, através da criação de uma procura artificial, como na de prevenir abusos por parte dos administradores na tentativa de garantirem a sua posição na sociedade, desde logo mediante a facilitação da entrada na sociedade de pessoas da sua confiança.

c) A proteção da igualdade de tratamento dos sócios

Por outro lado, também a proteção do princípio da igualdade de tratamento é reconhecida por alguma doutrina como justificadora da proibição. Estaria em causa, por meio da assistência, a criação de desigualdades entre os sócios, auxiliando a sociedade a aquisição de ações por uns em detrimento de outros⁹¹.

d) Tutela preventiva da globalidade dos perigos associados à assistência financeira⁹²

Na impossibilidade de os vários fundamentos apresentados pela doutrina justificarem a proibição total, reconhecer-se-ia que subjacente à norma estaria a defesa contra os vários perigos ligados à assistência financeira, os quais, embora, individualmente, não permitissem justificar o grau de proibição, permiti-lo-iam, de certo modo, numa análise conjunta dos mesmos. Assim, como afirma Inês Pinto Leite, o legislador teria criado uma presunção absoluta de ilicitude do contrato de financiamento celebrado pela sociedade com o beneficiário, de modo a “evitar a instrumentalização do património social” a favor de terceiros.

Embora não exista consenso quanto ao verdadeiro motivo subjacente à proibição, parecemos, com Ana Perestrelo de Oliveira, que o fundamento principal será a proteção dos credores, a qual resultará, incidentalmente, também na proteção dos sócios e da sociedade, garantindo-se a integridade da verba destinada a compor o capital social.

Contudo, independentemente do fundamento que se lhe aponte, o certo é que parece evidente que nenhum é capaz de justificar o carácter absoluto da proibição.

⁹⁰ Horta Osório, *op. cit.*, p. 195.

⁹¹ O facto de o beneficiário da A.F. não ser sócio à data da concessão do financiamento em nada inviabilizaria a aplicação da proibição, considerando que este era concedido com o intuito de permitir ao terceiro a assunção da posição de sócio.

⁹² Neste sentido, Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 141, e Vitória Rocha, *op. cit.*, pp. 311-313.

Tendo em mente esta constatação, impõe-se, então, conhecer como funciona a proibição na nossa ordem jurídica, tentando responder a duas questões: deverá a proibição aplicar-se, como decorre da lei, a todos os casos de concessão de empréstimos, fornecimento de fundos ou prestação de garantias para a aquisição de ações próprias da sociedade por terceiros? Estará a aquisição alavancada inserida no âmbito da proibição?

1.1. O Artigo 322.º

O regime em análise foi transposto em Portugal por meio do art. 322.º do CSC, consagrando-se a proibição e sujeitando-se a sua aplicação ao preenchimento de três requisitos: i) a concessão de financiamento pela sociedade a um terceiro; ii) a aquisição, pelo terceiro, de ações próprias da sociedade assistente; iii) a verificação de um nexo de causalidade entre ambos os negócios.

1.1.2. A concessão de financiamento

A lei submete a aplicação da proibição à prática de um ato de disponibilização de fundos a um terceiro, ato esse que poderá consistir em “empréstimo”, “outros fornecimentos de fundos” ou “prestação de garantias”.

Neste ponto, a doutrina faz um esforço de delimitação dos comportamentos que se entende estarem inseridos na previsão da norma.

Em primeiro lugar, é de salientar que, embora não esteja legalmente previsto o conceito de empréstimo, é possível alcançar o âmbito da expressão utilizada pela norma: pretende-se abranger todos aqueles negócios que pressuponham uma “prestação patrimonial de carácter provisional a favor de terceiro”⁹³, da qual o contrato de mútuo é exemplo máximo. Em segundo lugar, como afirma Raúl Ventura⁹⁴, o “fornecimento de fundos” constituiria um mero complemento da referência ao “empréstimo”⁹⁵, não pretendendo, portanto, o legislador criar um escape que possibilitasse a subsunção à norma de todos os atos praticados pela sociedade que correspondessem ao fornecimento de fundos a um terceiro. De outro modo, diz o autor, negócios normais da sociedade seriam proibidos pela norma.

⁹³ Inês Pinto Leite, *op. cit.*, pp. 144-145.

⁹⁴ Raúl Ventura, *op. cit.*, p. 376.

⁹⁵ Em sentido diverso, afirmando o “fornecimento de fundos” como um critério próprio, ao lado do empréstimo e da prestação de garantias, dirigido à inclusão, na hipótese legal, de outros atos ou contratos que não possam ser subsumidos àquelas expressões, Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 146.

Horta Osório e Ana Perestrelo de Oliveira⁹⁶ referem-se, quanto a este aspeto, desde logo à questão da distribuição de dividendos. Caso estes fossem utilizados pelos sócios na aquisição de mais ações da sociedade, um ato que está legalmente previsto e que, cumpridos certos requisitos, é perfeitamente legítimo constituiria uma violação do art. 322.º, por se enquadrar na expressão “fornecer fundos”, pelo que se impunha uma interpretação restritiva⁹⁷, impedindo-se a verificação de efeitos não pretendidos pelo legislador devido ao simples facto de este ter dito mais do que aquilo que pretendia dizer.

Já a referência à “prestação de garantias” pretenderia fazer incluir na proibição todos aqueles atos que, embora pudessem não resultar na utilização de fundos da sociedade, como acontece, por exemplo, na prestação de uma fiança ou hipoteca que nunca vem a ser acionada, em virtude de o devedor cumprir pontualmente as suas dívidas, teriam de qualquer modo por objeto a subordinação dos fundos da sociedade em benefício de terceiros, podendo colocar em causa o capital que serviria de garantia aos credores.

Posto isto, entende-se que a norma em causa compreenderá, desde logo, o mútuo, o comodato⁹⁸ e outros negócios que permitam uma atribuição patrimonial facilitadora da aquisição de ações próprias por terceiro, tais como a locação financeira, os descontos ou a satisfação de dívidas do terceiro perante outras entidades⁹⁹, não esquecendo, por maioria de razão, a doação¹⁰⁰ ou os *waivers*, ou seja, “situações em que a empresa se abstém de exercer direitos que tem contra o terceiro, ou em que aceita a prorrogação do prazo de pagamento de uma dívida”¹⁰¹.

Refira-se, todavia, que, na esteira do entendimento perfilhado por alguma doutrina alemã, como refere Ana Perestrelo Oliveira¹⁰², para quem vê a proteção dos credores como finalidade da proibição impõe-se a redução teleológica da norma do art. 322.º,

⁹⁶ Horta Osório, *op. cit.*, pp. 200-201 e Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 230, falam em A.F. lícita.

⁹⁷ João Baptista Machado, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 16.^a Reimpressão, Almedina, 2007, p. 186.

⁹⁸ Embora, como bem refere Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 145, nota 53, apenas quando o assistido possa aceder a frutos originados pelo bem, de modo a utilizá-los na aquisição das ações.

⁹⁹ Pedro Nunes, *A Proibição de Assistência Financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*, Centro de Investigação Jurídico-Económica, Revista Eletrónica de Direito, n.º 2, 2015, p. 12.

¹⁰⁰ Vitória Rocha, *op. cit.*, p. 314.

¹⁰¹ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 229.

¹⁰² Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 226.

defendendo-se a sua aplicação apenas nos casos em que a assistência financeira conflitue com aquele objetivo.

Resultará deste raciocínio que, quando se esteja perante a concessão de financiamento recorrendo a capitais livres, ou seja, montantes que não estejam destinados à composição do capital social e das reservas legal ou estatutariamente exigidas, a proibição não deverá ser aplicada, por não estar em causa a tutela do princípio que esteve na base da sua consagração.

1.1.2. A aquisição de ações próprias

O segundo requisito da norma assenta na utilização do financiamento conferido pela sociedade para aquisição de ações desta por um terceiro, por conta própria.

Quanto a este aspeto, a questão mais relevante respeita a saber se, para além da aquisição de ações, deve considerar-se abrangida pela norma a aquisição de outros tipos de instrumentos financeiros que, a final, possam incluir-se no âmbito de proteção desta. É o caso, desde logo, das opções sobre ações e das obrigações convertíveis ou com *warrants*. A discussão doutrinária sobre este tema compreende-se, considerando a possibilidade de produtos distintos das ações poderem transformar-se nestas ou dar origem à sua aquisição, podendo funcionar com um modo de elidir a proibição.

Por esta razão, temos, por um lado, quem entenda que, caso a aquisição seja efetuada utilizando capital da sociedade, com o fim de permitir ao terceiro a assunção ou reforço da posição de sócio e este fim possa ser atingido pelo produto adquirido (como acontece com as figuras que suprarreferimos), a proibição aplicar-se-á¹⁰³.

De outro lado, mas com entendimento semelhante, há quem requeira uma análise casuística, avaliando-se se a transação realizada visa contornar a norma do 322.^{o104}.

1.1.3. O nexo de causalidade

Mas, para que a proibição possa funcionar, exige-se que a assistência financeira seja realizada “*para que*” a aquisição de ações próprias se concretize.

Quer isto dizer que financiamentos conferidos para outros fins, que não a aquisição de ações próprias, serão considerados lícitos à luz da norma.

¹⁰³ Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 149.

¹⁰⁴ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, pp. 230-231 e Horta Osório, *op. cit.*, pp. 196-197, nota 314.

Considera-se que o nexo de causalidade existe se a finalidade de aquisição das ações próprias for comum a ambas as partes¹⁰⁵ e constituir o motivo determinante do financiamento¹⁰⁶.

Como refere Inês Pinto Leite, a finalidade será comum se existir conluio entre a sociedade e o terceiro, conhecendo ambos o propósito do financiamento, e será determinante se o objetivo de facilitar a subscrição ou aquisição de ações próprias constituir o propósito principal do contrato de financiamento.

Deste entendimento resulta ainda que decisões de concessão de financiamento em relação às quais a aquisição de ações próprias exista na qualidade de mero fim acessório de uma outra finalidade principal não justificarão a aplicação do art. 322.º. Portanto, exclui-se do âmbito da proibição a assistência que ocorra apenas de modo incidental dentro de uma operação mais abrangente¹⁰⁷.

Por outro lado, é de frisar que será irrelevante a questão da anterioridade ou não da assistência financeira¹⁰⁸. Independentemente de esta ocorrer em período anterior ou posterior à aquisição das ações, se puder provar-se o nexo de causalidade entre os negócios, a proibição aplicar-se-á, justificando a sanção de nulidade prevista no art. 322.º/3.

1.2. O LBO perante o art. 322.º

A questão que mais interessa responder, contudo, é a de saber se a legalidade do LBO é afetada pela norma do 322.º.

Ora, de tudo o que dissemos, parece não existir forma de afirmar a inaplicabilidade da norma àquilo que denominamos de “LBO regular”¹⁰⁹, ou seja, a mera aquisição, por terceiro, das participações de controlo da sociedade-target, a qual, finalizada a aquisição, ficará encarregue de auxiliar o sujeito adquirente no pagamento da dívida.

Isto por uma razão simples: preenchem-se todos os elementos da previsão do art. 322.º.

¹⁰⁵ Raúl Ventura, *op. cit.*, p. 377, refere que, em Inglaterra, existia uma corrente que não exigia a verificação de uma intenção, por parte da sociedade, de assistir financeiramente, bastando-se com os efeitos da operação. No entanto, a expressão “para que”, tanto na Diretiva como no nosso art. 322.º, aponta precisamente para essa exigência.

¹⁰⁶ Neste ponto, a doutrina é unânime. (Cfr. Vitória Rocha, *op. cit.*, p. 315, Inês Pinto Leite, *op. cit.*, p. 151, e Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 231.

¹⁰⁷ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 232.

¹⁰⁸ Inês Pinto Leite, *op. cit.*, pp. 152-153, e Raúl Ventura, *op. cit.*, p. 377.

¹⁰⁹ Por contraposição ao “Merger LBO”.

Embora a assistência seja prestada¹¹⁰, pela sociedade, após a aquisição, verifica-se que a sociedade vai financiar, ainda que indiretamente, o pagamento dos capitais alheios utilizados pelo *buyer*. Ou seja, o reembolso destes fundos, possibilitando a aquisição das ações próprias pelo adquirente, e sendo feito com o propósito de o permitir, constituirá assistência financeira proibida.

Mas será que todas as formas de LBO se veem abrangidas pela proibição, impedindo-se a utilização de um mecanismo que pode, em várias situações, ser vantajoso tanto para a sociedade adquirente como para a target?

¹¹⁰ Por meio da transferência de cash flows ou da prestação de garantias, entre outras formas.

2. O *Merger LBO* como alternativa

O modo de operar do *merger LBO* reconduz-se à realização de uma fusão entre *buyer* e *target* logo após a finalização da aquisição alavancada.

A sociedade-interessada¹¹¹ garante o financiamento necessário¹¹² à formulação de proposta de aquisição, cedendo à propriedade da totalidade das participações sociais da *target*, ou da participação correspondente ao controlo, e, posteriormente, opera a fusão das duas sociedades, possibilitando a responsabilização da adquirida pela satisfação da dívida assumida para a aquisição¹¹³, através da junção de patrimónios.

Ora, daqui resulta claro que o modo de processamento do *merger LBO* difere daquele a que chamámos de “LBO regular”, na medida em que neste o processo não culmina com uma fusão.

Enquanto entendemos, supra, que este LBO regular é ilegítimo, por se enquadrar no âmbito da proibição aqui em análise, cumpre agora perceber se o *merger LBO*, marcado pela especificidade da realização da fusão, consegue escapar à sua aplicação.

Tal como ocorre, por exemplo, na ordem jurídica italiana¹¹⁴, um dos países com maior tradição no tratamento legal do LBO, a questão é igualmente discutida em Portugal, identificando-se duas correntes doutrinárias distintas.

Podemos elencar os argumentos apresentados por cada uma.

A primeira corrente¹¹⁵ defende a exclusão, do âmbito da proibição, do *merger LBO*, sustentando tal entendimento nos seguintes argumentos: i) esta figura constitui uma modalidade lícita de assistência financeira, por, através da aplicação do regime da fusão, estarem já garantidos os bens jurídicos que o art. 322.º visa proteger, designadamente os

¹¹¹ Muitas das vezes uma *newco*, constituída propositadamente para a realização do takeover.

¹¹² Nos termos do que analisámos supra, no cap. 3 da Parte II.

¹¹³ Independentemente de se tratar de uma *forward* ou *reverse-merger*, ou seja, quer seja a adquirida a fundir-se, por incorporação, com a *buyer*, quer ocorra o contrário.

¹¹⁴ Angelo Busani, *Leveraged Buyout, The Italian Notaries*, Busani and Partners, p. 12-13, identifica duas correntes doutrinárias em Itália: a Substancialista e a Formalista. A primeira afirmando a ilegalidade do *merger LBO*, em virtude de, analisado globalmente, constituir uma violação da proibição. A segunda negando essa ilegalidade, sustentando tal entendimento na legalidade formal de cada um dos atos que o compõem.

¹¹⁵ Composta, entre outros, por Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, pp. 231-232, Horta Osório, *op. cit.*, pp. 189-209, e Bernardo Abreu Mota, *op. cit.*, pp. 92-93.

interesses dos credores; ii) o financiamento representa apenas um componente acessório dentro do *principal purpose* que é a fusão, não podendo considerar-se preenchido o elemento subjetivo da norma; iii) a submissão do património da target ao pagamento da dívida ocorre indiretamente por meio da fusão, que opera uma transmissão universal do património.

Em sentido contrário, a segunda corrente doutrinal¹¹⁶ submete o *merger LBO* à aplicação do art. 322.º, avançando os seguintes fundamentos: i) a proibição não distingue entre casos lícitos e ilícitos de assistência financeira; ii) o legislador não pretendeu estabelecer apenas um nível mínimo de proteção que, verificado, acarreta a admissão de negócios de assistência financeira; iii) embora possa não se enquadrar na previsão da norma, permite atingir o resultado a que esta pretende obviar.

Daqui se retira que não existe um entendimento unívoco nem definitivo acerca deste tema. Cabe-nos tomar posição.

Ora, como acima referimos, seguindo o entendimento de Raúl Ventura, a expressão “fornecer fundos”, inserida no art. 322.º do CSC, não tem por objeto a extensão da aplicabilidade da norma a uma infinidade de atos da sociedade que pudessem, até, incluir a fusão. Impõe-se uma interpretação restritiva da norma, considerando o fim, que lhe reconhecemos, de proteção dos credores.

Por essa razão, deve desconsiderar-se qualquer subsunção da operação de fusão à previsão daquela norma.

De facto, um dos principais argumentos em defesa da exclusão da proibição assenta na constatação de que a operação de *merger LBO* se encontra, desde logo, regulada pelo regime jurídico da fusão¹¹⁷, o qual, através das normas que o compõem, garante uma proteção relevante a todas as partes, capaz de prevenir os danos que a assistência financeira pode causar.

Em primeiro lugar, após o registo de um projeto de fusão elaborado por ambas as sociedades, é conferida a possibilidade de oposição de credores (101.º-A a D), acautelando-se o interesse destes através da faculdade de recorrerem aos mecanismos previstos.

¹¹⁶ Por todos, Inês Pinto Leite, p. 166 e ss.

¹¹⁷ Previsto nos arts. 99.º ss do CSC.

Para além disso, não só a fusão acarreta a necessidade de fiscalização do projeto (99.º) quer pelos sócios, quer pelos órgãos fiscais, como a conclusão de fusões que possam causar danos à sociedade, a sócios ou a credores responsabilizará sempre os administradores e membros do órgão de fiscalização (114.º).

Por fim, na medida em que se tratará de fusão entre sociedades participadas, o art. 104.º, estabelecendo uma limitação de voto, dá oportunidade aos credores minoritários de obstarem à sua conclusão, protegendo os interesses destes.

Por outro lado, outro forte argumento pode ser avançado: ainda que se entendesse que a fusão caberia na previsão da norma, nunca poderia ter-se como preenchido o nexo de causalidade de que a proibição necessita para atuar. Por duas razões.

Primeiro, porque, como refere Horta Osório¹¹⁸, a sociedade adquirida nunca toma uma decisão de prestar assistência, nem sequer se manifesta de modo algum. O único momento em que se lhe pode reconhecer uma vontade é já na altura da fusão, sendo o seu capital já detido pelo *buyer*.

Em segundo lugar, porque a própria fusão corresponde a um fim último, principal, do qual a assistência será meramente parte acessória. Na verdade, o que se pretende, o mais das vezes, num processo LBO, aliás como fomos demonstrando na parte II, é adquirir a *target* com o intuito de intervir na sua gestão, reestruturando-a e procurando torná-la eficiente.

Ou seja, salvo raras exceções¹¹⁹, o adquirente não procura, de modo determinante, a obtenção de assistência financeira para adquirir ações próprias da *target*. Procura, sim, ter a oportunidade de adquirir uma sociedade, muitas vezes ineficiente, incapaz de atingir o seu potencial, de modo a poder, através da aplicação de vários tipos de medidas, reabilitá-la e assim beneficiar da sua nova capacidade produtiva. A assistência financeira constitui aqui, portanto, um meio acessório daquele fim.

Por tudo o que se disse, somos da opinião de que o *merger LBO* é legalmente admissível no quadro da nossa ordem jurídica. Embora a questão seja muito discutida, com argumentos pertinentes de ambos os lados, parece que deva seguir-se o caminho da

¹¹⁸ Horta Osório, *op. cit.*, p. 199.

¹¹⁹ Diga-se que, nos casos em que a fusão sirva apenas os interesses da sociedade adquirente, o *merger LBO* já não será aceitável, devendo a administração ser responsabilizada pela fusão ilícita, nos termos do 114.º do CSC (Cfr. Bernardo Abreu Mota, *op. cit.*, p. 93).

aceitação do uso desta técnica. Entendimento este que, a par dos argumentos que apontámos, pode, a final, ser justificado através de outros dois.

Como atrás referimos¹²⁰, a consagração da proibição da assistência financeira fundamentou-se, inicialmente, na complementação do regime das ações próprias, facto que criou algumas perplexidades relativamente à diferença de regimes (relativa/absoluta). Hoje, essa razão de ser considera-se afastada, debatendo-se a questão sobre qual o verdadeiro fundamento da proibição.

Por esse motivo, como vimos, boa parte da doutrina tem vindo a interpretá-la, procurando limitar o seu âmbito, sendo inclusivamente acompanhada pelo direito da U.E., através da Diretiva 2006/68/CE, que veio alterar o art. 23.º da Diretiva anterior¹²¹, abrindo espaço à legitimação da assistência financeira¹²².

Vem-se manifestando, inegavelmente, uma evolução no sentido da passagem de uma visão proibitiva para uma visão meramente limitadora de comportamentos, que, a nosso ver, impõe um entendimento que com ela se coadune.

Por outro lado, como afirma Ana Perestrelo de Oliveira, considerando aquela evolução, “o pensamento em torno dos objetivos e fins da company law se tem transferido da priorização da proteção das pessoas que lidam com a empresa (...) para a facilitação da atividade empresarial com vista a promover o crescimento económico”¹²³.

Por isso, parece que deve considerar-se uma interpretação restritiva da proibição, para que não se impeça injustificadamente um mecanismo que pode trazer inúmeras vantagens à economia e à vida das sociedades¹²⁴, sobretudo quando tal é realizado através da aplicação de um princípio que, manifestamente, clama por uma revisão profunda.

¹²⁰ Título 1 da Parte III.

¹²¹ Hoje espelhado no art. 64.º da Diretiva 2017/1132, que correspondeu a um esforço de recodificação das normas referentes ao direito das sociedades.

¹²² Ainda que de modo muito restrito e até inoperativo, em virtude das exigências legais previstas na Diretiva 2006/68/CE (Cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 224, e Inês Pinto Leite, *op. cit.*, pp. 168 ss.

¹²³ Ana Perestrelo de Oliveira, *op. cit.*, p. 229.

¹²⁴ Como sejam a facilitação de operações de reestruturação de sociedades ineficientes, o melhor aproveitamento de recursos através da alteração da estrutura de financiamento das sociedades, beneficiando de incentivos fiscais à utilização de dívida, ou a criação de incentivo à boa gestão pelos administradores, decorrente da ameaça representada pela possibilidade de ocorrência de aquisições alavancadas em relação a sociedades mal geridas.

IV. Conclusão

O *leveraged buyout*, cuja utilização se intensificou nas três últimas décadas do século XX, constitui uma técnica capaz de dar origem a profundas alterações na vida das sociedades comerciais.

Portadora de inúmeras vantagens, veio abrir novas possibilidades ao mercado de controlo societário, em especial nos E.U.A., possibilitando a rápida mudança de propriedade do capital social e, por consequência, a garantia de uma economia mais eficiente.

Todavia, veio criar igualmente alguns desconfortos, nomeadamente na variação MBO, acentuando conflitos de interesse entre sócios e gestores que requerem uma análise cuidada, impondo-se o desenho de soluções capazes de evitar a potenciação de prejuízos para as sociedades e, no fundo, para a própria economia.

De outro prisma, tornou-se claro que o aproveitamento das potencialidades do LBO, que, nos países anglo-saxónicos, é efetuado com sucesso, esbarra no regime jurídico vigente nos Estados-Membros da União Europeia.

O princípio da proibição de assistência financeira, espelhado num regime fortemente proibitivo, obsta à utilização do LBO na União Europeia e, em especial, em Portugal.

Por este motivo, impôs-se o estudo deste regime, analisando-se os seus fundamentos e concluindo-se pela necessidade da sua interpretação restritiva, fruto da impossibilidade de justificação de uma proibição total.

A reflexão sobre o regime da fusão, avaliando-se a sua capacidade de proteger os interesses de credores e sócios, a par da análise dos pressupostos objetivos e subjetivos do artigo 322.º do nosso CSC, permitiu expor o *merger LBO* como um mecanismo apto a colocar à disposição das sociedades o aproveitamento das vantagens da aquisição alavancada de um modo legítimo, não conflituante com a proibição da assistência financeira.

V. Bibliografia

ALEMANY, Luisa, *Analysis of the top Leveraged Buy-Outs (Lbos) in Spain, 2005-2007*, ESADE Business School, 2008

ANDRADE, Margarida Costa, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coordenação), Volume V, p. 446 a 456, Almedina, 2012

ANTUNES, José Engrácia, *A Empresa Como Objecto De Negócios - "Asset Deals" Versus "Share Deals"*, ROA, Ano 68, Volume II/III, 2008

ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2000

BAYÓN, Pablo Sanz/BENAZERRAF, Alberto Palomero, *Alcance de la Prohibición de Asistencia Financiera en las Adquisiciones Apalancadas*, Revista doctrinal, n.º 3, Volume 2, p. 69-104, Aranzadi civil-mercantil, 2013

BUSANI, Angelo, *Leveraged buyout*, The Italian Notaries, Busani and Partners

CORDEIRO, António Menezes, *Da Tomada De Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, ROA, Ano 54, Volume III, 1994

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito Das Sociedades Comerciais*, 6.ª Edição, Almedina, 2016

FRADA, Manuel António Carneiro da, *A Business Judgement Rule no Quadro dos Deveres Gerais dos Administradores*, ROA, Ano 67, Vol. I, 2007

GAUGHAN, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, Sixth Edition, 2015

GIARETTA, Gionattan, *Il Leveraged Buy Out: Delitto Perfetto o Ingegneria Finanziaria?*, Rivista di scienze della comunicazione, A. IV, n.º 2, 2012

GUO, Shourun/HOTCHKISS, Edith S./SONG, Weihong, *Do Buyouts (Still) Create Value?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 14187, 2008

HORTA OSÓRIO, José Diogo, *Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, 2001

JENSEN, Michael C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, 1986

JENSEN, Michael C., *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, 1997

KAPLAN, Steven N./STROMBERG, Per, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Journal of Economic Perspectives, Volume 22, No. 4, 2008

KAPLAN, Steven N., *The Staying Power of Leveraged Buyouts*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3653, 1991

LEITE, Inês Pinto, *Da Proibição de Assistência Financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 3, Volume 5, Almedina, 2011

LIECHTENBERG, Frank R./SIEGEL, Donald, *The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behaviour*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3022, 1989

LIECHTENBERG, Frank R./SIEGEL, Donald, *The Effect of Takeovers on the Employment and Wages of Central-Office and Other Personnel*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2895, 1989

MACHADO, João Baptista, *Introdução Ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 16.^a Reimpressão, Almedina, 2007

MENESES, Pedro Dias, 2017, *International Transfer Pricing - Rethinking the Arm's Length Principle*, Dissertação de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito da Univ. Católica do Porto.

MOTA, Bernardo Abreu, *Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua interpretação e aplicação – parte 1*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 12, 2005

MOTA, Bernardo Abreu, *Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua interpretação e aplicação - parte 2*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 15, 2006

NUNES, Pedro, *A Proibição de Assistência Financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*, Centro de Investigação Jurídico-Económica, Revista Eletrónica de Direito, n.º 2, 2015

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade*, Almedina, 2012

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Edição, Almedina, 2018

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2018

O'SULLIVAN, Mary A., *Contests For Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, 2001

PEREIRA, Filipa Isabel Brito, 2015, *MBO - Uma Perspetiva do Conflito de Interesses Subjacente*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Escola de Direito Católica Lisbon School of Business and Economics

RENNEBOOG, Luc/VANSTEENKISTE, Tara, *Leveraged Buyouts: An Overview of the Literature*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n.º 492, 2017

RENNEBOOG, Luc/SIMONS, Tomas, *Public-to-private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n.º 94, 2005

RIBEIRO, Maria de Fátima, *O Dever de os Administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias*, In GONÇALVES, Luís Couto... (et al.) (Coord.) - Estudos de homenagem ao Prof. Dr. Heinrich Ewald Hörster, Almedina, 2012, p. 633-665.

ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, *Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1994

SHAW, Bill, *Resolving the conflict of interest in management buyouts*, Hofstra Law Review, Volume 19, Issue 1, Article 4, 1990

SHLEIFER, Andrei/VISHNY, Robert W. *Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications*, Strategic Management Journal, Volume 12, 1991

VARELA, João de Matos Antunes, *Das Obrigações em Geral, Vol. II, 7.ª Edição*, Almedina, 2014

VASCONCELOS, Pedro Pais de/ABREU, J. M. Coutinho de/DOMINGUES, Paulo de Tarso (Coordenação Científica), *V Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2018

VENTURA, Raúl, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1992

WRIGHT, Mike/RENNEBOOG, Luc/SIMONS, Tomas/SCHOLES, Louise, *Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n.º 126, 2006

VI. Jurisprudência

Supreme Court of Delaware - Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc, 506 A.2d 173, 1986.