

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Escola de Lisboa



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**A PROIBIÇÃO DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA E A SUA COMPATIBILIZAÇÃO
COM OS *LEVERAGED BUY-OUT* NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS**

Frederico de Brito Branquinho d'Orey de Sá

Dissertação elaborada no âmbito do
Mestrado em Direito Empresarial

Orientador:

Professor Doutor Rui Pinto Duarte

Junho 2020

Ao meu orientador, por toda a disponibilidade que demonstrou ao longo da realização desta dissertação e por ter partilhado comigo o seu vasto conhecimento.

Aos meus amigos que, com muita paciência e amizade, comigo discutiram ideias.

Aos que sempre me acompanharam. Em especial, aos meus Pais e à minha irmã.

MODOS DE CITAR

As obras citam-se pelo autor, título, editora, cidade, data e página. Sempre que se trata de artigos, indica-se o local da publicação. A primeira citação é completa; nas citações seguintes indica-se apenas o autor e o título, seguido de *cit.*, salvo quando se utilizam edições diferentes.

Os diplomas legais são, normalmente, designados pela abreviatura comum na literatura jurídica. Os artigos mencionados sem referência a diploma legal pertencem ao Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro, com as alterações subsequentes, salvo se do contexto resultar pertença diversa.

As transcrições fazem-se sempre na língua original. Quando utilizamos os termos transcritos em língua portuguesa, é a nossa tradução. As abreviaturas utilizadas são as de uso corrente.

Na bibliografia, encontram-se as obras e os documentos citados no texto indicados pelo nome do(s) autor(es), pelo título completo, pela edição, pelo local de edição, pela editora e pelo ano de publicação. No caso de artigos ou textos inseridos em obras coletivas ou revistas, indicam-se os mesmos, seguidos da indicação das páginas em que se encontram. Quando se trata de textos consultados na internet indica-se a data em que foram consultados pela última vez e o *link* através do qual se consultou.

O autor escreve segundo o Acordo Ortográfico em vigor em Portugal, à data.

Resumo: A proibição de Assistência Financeira consagrada no artigo 322º do Código das Sociedades Comerciais parece impedir totalmente as Sociedades Anónimas de prestar assistência financeira a um terceiro para que este adquira ou subscreva ações representativas do seu capital. Defendemos uma interpretação histórica-evolutiva do preceito, de forma a conciliá-lo com a evolução do mundo empresarial, de resto geradora da flexibilização que se fez sentir a nível europeu com a diretiva 2006/68/CE. A proibição do artigo 322º só se deverá aplicar às situações em que o financiamento concedido seja o motivo principal e determinante que determine a compra das ações da sociedade assistente, exigindo-se desse modo uma análise casuística da operação que se pretende realizar. Propomo-nos demonstrar que não devem caber no regime da proibição certas operações como os LBO, quando a sua finalidade é mais ampla que a mera assistência financeira.

PALAVRAS CHAVE: Assistência Financeira; LBO; leveraged buyout; share deal; aquisição de empresas; fusão alavancada;

Abstract: The prohibition on Financial Assistance established in Article 322 of the Portuguese Commercial Companies Code appears to prevent totally Public Limited Companies from providing financial assistance to a third party in order to acquire or subscribe for shares representing its capital. We defend a historical-evolutionary interpretation of the precept, in order to reconcile it with the evolution of the business world, which in turn generates the flexibility that was felt at European level with the 2006/68 / EC directive. The prohibition of article 322 should be interpreted as to only apply to situations in which the financing granted is the main and determining reason that justifies the purchase of the shares of the assistant company, thus requiring a case by case analysis of the operation to be carried out. We propose to demonstrate that certain operations such as LBOs should not fit under the prohibition regime, when their purpose is broader than mere financial assistance.

KEYWORDS: Financial Assistance; LBO; leveraged buyout; share deal; company takeover, leveraged merger

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| Introdução..... | 6 |
| Capítulo I - A Proibição de Assistência Financeira..... | 7 |
| 1. Razão de ser do instituto..... | 7 |
| 2. Direito Europeu..... | 10 |
| 3. O Regime legal português..... | 13 |
| 4. Elementos objetivos | 14 |
| 5. Elemento subjetivo..... | 16 |
| 6. Exceções à proibição..... | 17 |
| 7. Violação da proibição de assistência financeira..... | 19 |
| 8. Aplicação por analogia da proibição às sociedades por quotas..... | 21 |
| Capítulo II - Transmissão de Empresas..... | 25 |
| 1. Distinção entre transmissão direta e transmissão indireta..... | 25 |
| 2. <i>Takeover</i> por <i>Leveraged Buy-Out</i> | 26 |
| 3. A operação de fusão..... | 28 |
| 4. Principais modalidades de LBO..... | 31 |
| 5. LMBO: o risco de manipulação do valor da empresa..... | 31 |
| 6. <i>Employee Buy-Outs</i> (EBO)..... | 33 |
| 7. <i>Recapitalization</i> (RECAP) | 33 |
| Capítulo III - Compatibilização da Proibição de Assistência Financeira com os LBO..... | 34 |
| 1. A capacidade da sociedade para a assunção de dívida..... | 34 |
| 2. Prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades..... | 38 |
| 3. A aplicação da Proibição de Assistência Financeira aos <i>Leveraged buy-out</i> | 40 |
| Conclusão..... | 45 |
| Bibliografia..... | 47 |

INTRODUÇÃO

A assistência financeira consiste em uma sociedade financiar um terceiro para que este adquira as suas próprias ações. A proibição da operação teve o seu embrião nos direitos inglês e italiano em consequência de um conjunto de escândalos financeiros que se fizeram sentir principalmente após a I Guerra Mundial.

Na maioria dos países europeus a proibição da assistência financeira só ocorreu com a transposição da diretiva 77/91/CEE cujo artigo 23º vedava as operações de assistência financeira. Portugal transpôs de forma quase imodificada o artigo 23º da diretiva no artigo 322º do C.S.C, consagrando, assim, um regime de proibição absoluta de assistência financeira, ressalvando-se apenas duas exceções. Não obstante, o legislador Europeu adotou uma tendência flexibilizadora deste regime com a diretiva 2006/68/CE, que autorizou os Estados-membros a permitir que uma sociedade anónima, de forma direta ou indireta, preste garantias ou adiante fundos a um terceiro para que este adquira as suas ações desde que se verifiquem cumulativamente certos requisitos.

Apesar do caráter aparente de proibição absoluta, procuramos com este trabalho responder à questão de saber se o artigo 322º do C.S.C, a ser corretamente interpretado, abarca ou não todas as situações de assistência financeira, nomeadamente o caso dos *Leveraged Buy-out's*. As operações deste tipo consistem numa técnica jurídica de aquisição de empresas mediante a aquisição de uma participação social maioritária ou total da empresa, com a especificidade dos LBO de o adquirente, não possuindo o capital ou a liquidez necessária à compra, recorrer ao financiamento da aquisição junto de um terceiro, oferecendo em garantia desse financiamento o próprio património da empresa adquirida.

Em síntese, iremos analisar se os LBO se coadunam com a capacidade das sociedades para a assunção de dívidas e prestação de garantias a outras entidades e se não violam o regime de proibição de assistência financeira.

CAPÍTULO I

A PROIBIÇÃO DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA

1. Razão de ser do instituto

A proibição de assistência financeira foi introduzida no ordenamento jurídico português no artigo 322º do Código das Sociedades Comerciais, inserido numa seção dedicada à aquisição de ações próprias. Estabelece no seu n.º 1 que “uma sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer outra forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira ações representativas do seu capital.”

Com a assistência financeira, a sociedade que presta apoio, dita assistente, coloca o adquirente numa posição economicamente propícia à compra de ações, por lhe prestar apoio, quer através de fundos necessários a aquisição, quer pela prestação de garantias à entidade financiadora que concede crédito ao adquirente. Entre nós, a proibição de assistência financeira é bastante ampla, proibindo não só, empréstimos, mas também qualquer forma de concessão de fundos ou qualquer forma de prestação de garantias para que um terceiro adquira ações da sociedade assistente.

No artigo 316º do C.S.C proíbe-se que uma sociedade encarregue outrem de subscrever ou adquirir ações dela própria, em nome de terceiro, mas por conta da sociedade. No artigo 322º, proíbe-se que uma sociedade preste assistência financeira a um terceiro que atua em seu nome e por sua conta própria.¹

A origem desta proibição remonta aos direitos italiano e inglês, mais precisamente ao *Codice Commerciale* de 1882 e ao *Companies Act* de 1929, que consagravam uma proibição absoluta de assistência financeira para a aquisição de ações próprias. A rigidez da solução legal adotada no *Companies Act de 1929* resultou de uma desconfiança nos mercados causada por um conjunto de escândalos financeiros que se fizeram sentir após a 1.ª Guerra Mundial. Era prática comum investidores recorrerem a financiamento para compra de grande parte das participações de sociedades em boas condições económicas e, após tornarem-se sócios,

¹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de dissolução e de liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*, 2ª Edição, Almedina, 2011, p. 888.

saldarem a sua dívida com fundos próprios da sociedade, transferindo assim o preço da aquisição das participações para a sociedade emitente.² Considerou-se que estas operações violavam o espírito e a letra da lei que proíbe a aquisição de ações próprias, uma vez que o resultado final era exatamente o que a lei pretendia evitar com o regime das ações próprias, isto é, que quem suportasse o preço de aquisição das ações fosse a sociedade que as emitiu.

Esta consagração legal extremamente rígida de assistência financeira foi, portanto, entre outras razões, justificada pela necessidade de reforçar o regime de proibição de aquisição de ações próprias.³ Este argumento tem sido cada vez mais debatido. A doutrina tem entendido que não se justifica uma proibição absoluta de assistência financeira, defendendo assim, tal como se verifica no caso de aquisição de ações próprias, uma proibição relativa, ou seja, que seja admitida dentro de certos limites estabelecidos na lei.⁴

Por outro lado, entende-se que a proibição da assistência financeira também se ampara na ideia de precaver abusos por parte dos administradores, impedindo que os fundos societários sejam utilizados para possibilitar ou facilitar decisões de investimento que possam manipular o controlo da sociedade. Nomeadamente, através da eventualidade de os administradores fomentarem a entrada na sociedade de pessoas da sua confiança, e assim conseguirem adulterar o controlo societário. Mas também este argumento não é suficiente para justificar a proibição absoluta, pois um modo possível de obviar este resultado de influência na composição societária será aplicar nesta sede, o mesmo regime que tem a aquisição de ações próprias pela sociedade, isto é, que os seus direitos políticos fiquem suspensos⁵.

Outro obstáculo que aqui se manifesta, favorecendo a proibição, é que a assistência financeira poderá conduzir a uma possível manipulação da bolsa de valores por parte da sociedade assistente. Tal acontece por ocasionar um aumento significativo da procura das ações, o que terá consequências diretas no seu valor de cotação no mercado, que será então, por

² Tal como refere MARGARIDA COSTA ANDRADE, “Artigo 322º”, in JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2018, p. 496.

³ INÊS PINTO LEITE, «*Da proibição de assistência Financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*», DSR, Coimbra, ano 3 Vol. 5, (Março 2011), p. 136.

⁴ *Ibid*, p. 137.

⁵ Esta suspensão dos direitos tem, portanto, como principal fundamento, a tutela da “função organizativa da sociedade”, como refere JOÃO GOMES DA SILVA, em «*Ações Próprias e Interesse dos Acionistas*», in ROA, Ano 60, 2000, Vol. II, pp. 1221-1296. Assim, a suspensão do direito de voto evita que a administração possa influenciar diretamente a formação da vontade social, evitando a consolidação da posição da administração, bem como a retirada de benefícios para algum ou alguns dos acionistas.

especulação, artificialmente mais elevado.^{6 7} Deste modo, é criada a ilusão de uma sociedade em boas condições financeiras e em exponencial crescimento, impulsionando assim decisões de investimento por parte de terceiros em ações cujo valor real não corresponde ao seu preço de aquisição.⁸

Outra das principais razões da proibição de assistência financeira é como refere PAULO DE TARSO DOMINGUES, “*a tutela do património social e, fundamentalmente, a salvaguarda do regime do capital social*”.⁹ Acontece que operações deste tipo podem provocar o desvio de fundos societários que deveriam ser destinados ao desenvolvimento da atividade empresarial. Apesar disto, a maioria da doutrina entende que este argumento não deverá ser suficiente para justificar uma proibição absoluta uma vez que todo o património da sociedade que exceder a cifra do capital social acrescida das reservas indisponíveis, poderá ser livremente distribuído aos sócios, se estes assim o entenderem.

Para alguns autores a proibição também parece justificar-se por permitir violações ao princípio de igualdade de tratamento dos sócios.¹⁰ Mas tal posição não deverá ser de acolher, uma vez que como refere INÊS PINTO LEITE “*é possível configurar operações de assistência financeira que beneficiem igualmente todos os sócios ou relativamente às quais se verificou igualdade de oportunidades de acesso*”¹¹. Além disso, acontece que este princípio é supletivo e, portanto, pode ser derogado por vontade dos sócios, pelo que não se justificará uma proibição absoluta de assistência financeira, se esta for expressamente admitida por deliberação dos sócios.

⁶ MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 500.

⁷ Mas como nos ensina PAULO DE TARSO DOMINGUES em «*Proibição de Assistência Financeira no Contexto dos Mecanismos de Proteção de Credores*», *AB instantia- Revista do Instituto do Conhecimento AB, Outubro 2013, Ano I, nº 2*, p. 55 “a ser este o fundamento, o princípio de proibição de assistência financeira não se deveria aplicar, como se aplica, também às sociedades não cotadas”.

⁸ Nesta situação, como refere MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 450: “(...) *criar-se-á uma errónea base de confiança, que pode resultar na celebração de negócios com uma sociedade que não está em condições de cumprir as obrigações assumidas. Para além dos interesses destes terceiros, mesmo os da sociedade estarão em risco, pois chegará uma altura em que o seu património lhe não permite continuar a adquirir as ações e a manter o nível das cotações, assim como não está em condições de as alienar para obter liquidez (aumentando a oferta, diminui o preço).*”

⁹ PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 55.

¹⁰ Neste sentido MARIANA DUARTE SILVA «*Assistência financeira- No âmbito das sociedades comerciais*», *RDS, Ano II (2010), nº I-2*, p. 185, entende que esta é a razão primacial que justifica o regime da proibição absoluta do regime de assistência financeira: “Não sendo possível garantir a igualdade de tratamento, mesmo porque, na maioria das vezes não se estará no domínio das relações entre a sociedade e os seus acionistas (...), e verificando-se em qualquer operação de assistência financeira o favor de um acionista ou futuro acionista em detrimento dos demais, não será, pois, de estranhar, que o legislador tenha optado por proibir as operações de assistência financeira numa vasta extensão”.

¹¹ INÊS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 140.

A questão que pode ser discutível é se a amálgama de argumentos apresentados, que indubitavelmente provocam uma distorção da vida societária, poderão ser considerados suficientes para justificarem a proibição absoluta de assistência financeira ou se, pelo contrário, deverá ocorrer uma flexibilização do regime ou se bastará apenas uma interpretação restritiva que permita aproveitar certos negócios jurídicos que não prejudiquem o projeto empresarial.¹² Parece ser de concluir que o preceito deve ser interpretado restritivamente, não só pela refutação dos argumentos que justificam a proibição mas também pela tendência flexibilizadora do regime que se faz sentir a nível europeu, que será mencionada adiante.

2. Direito Europeu

Na generalidade dos países europeus a proibição da assistência financeira só ocorreu com a entrada em vigor da Diretiva 77/91/CEE, que veio regular, relativamente às sociedades anónimas, “a conservação e as modificações do capital social”, sendo por isso designada como Diretiva do Capital. A proibição da assistência financeira vinha prevista no artigo 23º da Diretiva¹³, impondo aos estados a sua transposição.

A Diretiva do capital só previa a sua aplicação às sociedades anónimas, sendo, por isso, os Estados Membros livres de estabelecer idêntico regime (ou não) para as sociedades por quotas. Portugal transpôs de forma quase imodificada o artigo 23º da diretiva no artigo 322º do C.S.C.¹⁴

As críticas à proibição absoluta de assistência financeira foram-se sentindo cada vez mais, ocasionando um movimento de flexibilização do regime que ocorreu com a Diretiva

¹² PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 57.

¹³ A sua redação era a seguinte: “1. Uma sociedade não pode adiantar fundos, conceder empréstimos, ou prestar garantias para que um terceiro adquira as suas acções. 2. O disposto no n.º 1 não se aplica às transacções que se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras, nem às operações efectuadas com vista à aquisição de acções pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade coligada com ela. Todavia, destas transacções e operações não pode resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior ao montante referido no n.º 1, alínea a), do artigo 15.º. 3. O disposto no n.º 1 não se aplica às operações efectuadas para a aquisição das acções mencionadas no n.º 1, alínea h).”

¹⁴ PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 59.

2006/68/CEE. Esta Diretiva autorizou os Estados-Membros a permitir que uma sociedade anónima, de forma direta ou indireta, preste garantias ou adiante fundos a um terceiro para que este adquira as suas ações desde que se verifiquem cumulativamente certos requisitos. Em suma, as condições exigidas, que permanecem em vigor, são as seguintes:

1. A operação deve realizar-se sob responsabilidade do órgão de administração em condições justas de mercado, em especial relativamente aos juros e às garantias oferecidas, e deve ser previamente realizada uma análise da solvabilidade do terceiro;
2. A operação deve ser submetida a aprovação prévia pela assembleia geral;¹⁵
3. O órgão de administração tem de apresentar à assembleia geral um relatório escrito, indicando as razões da operação, o interesse da sociedade na realização dessa operação, as condições em que a operação é efetuada, os riscos que a operação implica para a liquidez e solvabilidade da sociedade e o preço a que o terceiro vai adquirir as ações.
4. A assistência financeira global, concedida a terceiros, nunca pode ocasionar a redução dos ativos líquidos para um nível inferior ao do capital social acrescido das reservas indisponíveis;
5. A sociedade deve incluir no passivo do seu balanço, uma reserva, cuja distribuição é vedada, no montante da assistência financeira global.

Alguns destes requisitos, por serem demasiado exigentes, revelam-se na prática fortes impedimentos para a realização de operações de assistência financeira. Nomeadamente, o facto de serem os administradores que têm a iniciativa, a negociação e a concretização da operação de assistência financeira, incluindo-se aqui o encargo de verificarem a solvabilidade do terceiro, e averiguar qual o valor da contraprestação justa de mercado que este vai ter de desembolsar.¹⁶ Com efeito, os administradores terão tendência a descartarem-se desta assunção de riscos, que consideramos excessiva, dado que a probabilidade de sucesso da operação de assistência financeira dependerá, em grande medida, das suas decisões.

¹⁵ As regras de quórum estavam definidas no artigo 40º da diretiva, atualmente estão definidas no artigo 83º da diretiva 2017/1132/EU. É, portanto, exigida a aprovação por uma maioria não inferior a 2/3 do capital subscrito representado.

¹⁶ INÊS PINTO LEITE op. cit p.171.

Acrescente-se que caso se venha a provar que a operação realizada incumpra algum dos requisitos, esses administradores serão responsabilizados.¹⁷

Atualmente, a assistência financeira de uma sociedade para a aquisição das suas ações por terceiro está prevista no artigo 64º da Diretiva 2017/1132/UE, denominada “Diretiva Codificadora”. Não obstante, não houve alterações substanciais de relevo nesta problemática porque, no essencial, a solução adotada é a mesma.

Apesar da Diretiva 2006/68/CE se ter revelado uma forma de tornar o regime de assistência financeira menos rígido não deixou, ainda assim, a operação de ser bastante onerosa para a sociedade assistente¹⁸. Nas palavras de EILÍS VERONICA FERRAN, a operação revela-se: *“time-consuming, costly, capable of ruining the risks of transaction-disrupting minority shareholder actions and able to expose directors to excessive personal risks”*¹⁹

Independentemente das críticas que se podem apontar à Diretiva, é indubitável que se fez um progresso assinalável na flexibilização do regime.

¹⁷ Na falta de legislação especial aplicável, aplicar-se-á neste âmbito a responsabilidade civil referida no artigo 72º do C.S.C e; responsabilidade penal do artigo 510º.

¹⁸ Como refere INÉS PINTO LEITE *“a doutrina já não aceita unanimemente a racionalidade ou sensatez, sobretudo nas condições financeiras atuais, da dupla exigência económica fixada: utilização exclusiva de reservas disponíveis e criação de uma dotação correspondente de reserva indisponível.”* A criação desta segunda reserva tem sido vista pela doutrina como uma exigência muito violenta para as operações de assistência financeira p.172.

¹⁹ EILÍS VERONICA FERRAN, «Simplification of European Comparative Law on Financial Assistance» in EBOR (6), 2005, p. 93.

3. O Regime legal Português

No nosso ordenamento jurídico, a proibição da assistência financeira como foi referido *supra* está prevista no artigo 322º do C.S.C, cuja redação é a seguinte:

1. Uma Sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira ações representativas do seu capital.

2. O disposto no nº1 não se aplica às transações que se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras, nem às operações efetuadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada; todavia, de tais transações e operações não pode resultar que o ativo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.

3. Os contratos ou atos unilaterais da sociedade que violem o disposto no nº1 ou na parte final do nº2 são nulos.

Proíbe-se com esta disposição legal que uma sociedade preste assistência financeira a um terceiro que atua em seu nome e por sua conta própria. A norma concretiza expressamente alguns dos atos que proíbe, mas não deixa por isso de ser bastante abrangente, nomeadamente quando refere que: *“a sociedade não pode, por qualquer forma, fornecer fundos ou prestar garantias para a aquisição de ações representativas do seu capital.”* Esta expressão deve ser interpretada no sentido de que está vedado à sociedade a possibilidade de conceder crédito, seja de forma direta ou indireta, para que um terceiro subscreva ou adquira ações da sociedade assistente.²⁰

Dito isto, poderá argumentar-se que o regime português consagra uma implacável proibição de assistência financeira já que o legislador Português optou, pelo menos até à data, por não utilizar a margem de liberalização da Diretiva 2006/68/CE. Saliente-se ainda, nesta linha de

²⁰ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de dissolução e de liquidação de Entidades Comerciais (DLA)» 2ª Edição, Almedina 2011 p. 889.

pensamento, que o artigo 322º do C.S.C é quase uma transcrição integral da versão primitiva do artigo 23º da Diretiva 77/91/CEE.

Com efeito, para que uma operação de assistência financeira seja proibida, cabendo, portanto, no âmbito de aplicação do artigo 322º é necessário que se verifiquem cumulativamente certos requisitos. A sociedade deve conceder um empréstimo (fundos), ou prestar garantias a um terceiro, devendo esse terceiro subscrever ou adquirir ações da sociedade (requisitos objetivos). É ainda necessária a verificação de um nexo de causalidade entre o apoio financeiro prestado e a subscrição ou aquisição das ações (requisito subjetivo).²¹

4. Elementos objetivos

No âmbito objetivo, o primeiro requisito que tem de se verificar é um negócio de financiamento. No essencial, o que o legislador pretende proibir é que a sociedade conceda apoio financeiro ao terceiro, seja através de empréstimos ou qualquer outro tipo de negócio que proporcione uma atribuição patrimonial ao terceiro²² que lhe permita a subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente.²³

Desta forma, apesar da querela doutrinária que se faz sentir nesta questão, visto que adotamos uma conceção significativamente ampla das operações financeiras que aqui se consideram incluídas, somos da opinião de que a proibição deve ser alargada às operações que procuram a prorrogação do prazo de exigibilidade de um crédito que a sociedade tem sobre o terceiro.²⁴

Independentemente da razão que subjaz à proibição, consideramos, tendo em conta o elemento literal do artigo 322º, que, na hipótese de uma operação conceder fundos a um terceiro e desse modo permitir ao mesmo a subscrição ou aquisição de ações da sociedade

²¹ PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 60.

²² Será o caso de: doações; satisfação de dívidas do terceiro perante outras entidades; concessão de crédito; renúncia a uma indemnização, etc. - idem. p. 60.

²³ Para MARIA VICTÓRIA FERREIRA DA ROCHA este elemento deverá ser alvo de uma interpretação extensiva. Como refere a autora caberá aqui: “qualquer operação que do ponto de vista económico constitua uma operação de assistência financeira” em «Aquisição de ações próprias no Código das Sociedades Comerciais», Coimbra, Almedina, 1994, p. 314.

²⁴ Neste sentido pronuncia-se MARIA VICTÓRIA FERREIRA DA ROCHA, *ibidem*, p. 314. Já MARIANA DUARTE SILVA preconiza um entendimento contrário considerando que estas situações não se devem considerar abrangidas pela norma. Esta autora vai ainda mais longe e defende que mesmo na hipótese de a sociedade satisfazer uma dívida que detinha perante o terceiro, previamente ao vencimento dessa obrigação, não será de se considerar abrangida pela proibição - «Assistência Financeira - No âmbito das Sociedades Comerciais» RDS, Ano II, (2010), número I-2 p. 193.

assistente, a previsão da norma proibitiva deve considerar-se preenchida. Não é, portanto, necessário que se verifique um prejuízo patrimonial para a sociedade assistente, uma vez que nem a própria letra da lei faz referência à necessidade da verificação deste desvalor financeiro com a operação realizada.²⁵

No que concerne às garantias, estas poderão consistir em qualquer tipo de garantia pessoal ou real.²⁶ Esta preocupação da lei relativamente à prestação de garantias, justifica-se por com elas se poder alcançar o mesmo resultado que a concessão de crédito. Este tipo de operações, a serem permitidas, poderiam ser propícias a afetar a estabilidade económica da sociedade garante. Há, portanto, uma manifestação da suspeita do legislador relativamente à assistência financeira havendo uma presunção geral²⁷ de a operação ser suscetível de lesar a sociedade.

Esta desconfiança do nosso legislador patenteia-se ainda na circunstância de que, mesmo que a operação seja realizada por um preço justo de mercado, ainda assim deverá considerar-se proibido qualquer negócio que preste o apoio necessário para que o terceiro subscreva ou adquira as ações. Por outro lado, como já foi referido *supra*, o nosso regime de proibição é bastante amplo. Assim, compreende-se que seja vedada não só a assistência financeira imediata, isto é, aquela em que quem pede o apoio financeiro é a mesma pessoa que subscreve ou adquire as ações, mas também a mediata, que é feita com intermediário de crédito.²⁸

O segundo requisito objetivo consiste na subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente pelo terceiro. Para PAULO DE TARSO DOMINGUES deverá considerar-se integrada na proibição a subscrição ou aquisição de outros títulos para além das ações, tais como as obrigações convertíveis em ações. Posição que nos vislumbra ser a mais correta uma vez que o resultado poderá ser análogo ao da subscrição ou aquisição de ações.

²⁵ INÊS PINTO LEITE, op. cit., p. 147.

²⁶ Por exemplo a constituição de uma hipoteca sobre um imóvel, penhor de ações, mandato de crédito, caução etc. PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 61.

²⁷ Isto porque, no caso concreto, a operação em si pode não lesar o património ou estabilidade económica da sociedade. Mais, poderá mesmo, pelo contrário, revelar-se benéfica para todos os seus intervenientes.

²⁸ PAULO DE TARSO DOMINGUES, loc. cit.

5. Elemento subjetivo

O legislador exige ainda, para que se aplique a proibição, que haja um nexo de causalidade entre os dois requisitos objetivos já referidos *supra*. Deste modo, terá de haver um conluio entre a sociedade e o terceiro no sentido de aquela facilitar a este o acesso à posição de acionista. Por outras palavras, é necessário que a sociedade tenha prestado o seu financiamento ao terceiro com a intenção de lhe possibilitar subscrição ou aquisição das suas ações. É isto mesmo que resulta inexoravelmente do regime legal, quando dispõe que: “*a sociedade não pode prestar assistência financeira para que o terceiro subscreva ou adquira as suas ações*”. A finalidade deverá também ser um motivo determinante da operação de financiamento “*porquanto o objetivo de facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de ações deverá consistir o propósito principal da celebração do referido contrato de financiamento*”²⁹

Um obstáculo inerente a este elemento é a dificuldade da sua prova. O intérprete deve recorrer às regras gerais de interpretação da declaração negocial, aplicando-as ao caso concreto. Deverão ser alvo de análise todas as circunstâncias e fundamentos que explicam a celebração do negócio.³⁰ Será suspeita a operação de financiamento que não acarrete aparentemente qualquer vantagem patrimonial para a sociedade assistente, todos estes indícios mais inquietantes devem ser, portanto, escrutinados pelo intérprete para verificar se efetivamente existe uma tentativa de defraudar o regime da proibição de assistência financeira. É apontado pela doutrina como forte indício da realização de um ato de assistência financeira proibido, o caso de os atos de financiamento e de subscrição ou aquisição das ações serem temporalmente bastante próximos. No entanto, este indício não deve ser visto como determinante, uma vez que poderá ser realizada um ato de assistência abrangido na proibição com um grande desfasamento temporal entre o ato de financiamento e o ato de subscrição ou aquisição das ações e não deixar por isso mesmo, de ser proibido por cair no âmbito de aplicação do artigo 322º.

²⁹ Cit. INÊS PINTO LEITE, op. cit., p. 150.

³⁰ As regras centrais sobre a interpretação da declaração negocial constam do artigo 236º do C.C., cuja redação é a seguinte:
“1. A declaração negocial vale com o sentido que um declaratório normal, colocado na posição do real declaratório, possa deduzir do comportamento do declarante, salvo se este não puder razoavelmente contar com ele.
2. Sempre que o declaratório conheça a vontade real do declarante, é de acordo com ela que vale a declaração emitida.”

É ainda importante referir que neste contexto, é indiferente se a operação de financiamento é anterior ou posterior à operação de subscrição ou aquisição das ações. Veja-se, por exemplo, a situação em que um terceiro recorre a financiamento numa instituição bancária depois de subscrever ações de uma sociedade para com isso se tornar sócio da mesma. Se esse terceiro, servindo-se da sua qualidade de sócio, utilizar fundos da sociedade para liquidar a sua dívida perante a instituição bancária estaremos perante um caso evidente em que se verifica o preenchimento dos requisitos da proibição de assistência financeira.³¹

Dito isto, é imensurável a utilidade que parece resultar deste requisito subjetivo na medida em que restringe fortemente o âmbito de aplicação da abrangente norma prevista no artigo 322º do C.S.C. Se o nosso legislador não tivesse idealizado a exigência da verificação desta motivação comum e determinante do financiamento, seria proibida toda e qualquer operação de assistência financeira por parte da sociedade assistente. O relevante nesta sede é, portanto, repita-se, o propósito do financiamento.

6. Exceções à proibição

O artigo 322º do C.S.C prevê duas exceções à proibição. Em primeiro lugar, não caberá no âmbito de aplicação da norma as transações que se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou outras instituições financeiras. A principal dificuldade interpretativa que aqui subjaz é o que se deve entender por “*operações correntes*”. Apoiando-nos nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA³², entendemos por operação corrente “*aquela que a sociedade efetue habitualmente no âmbito da prossecução da sua atividade.*” Devemos nesta sede recorrer ao Direito Bancário. O artigo 4º do R.G.I.C refere na al. a) e b) que a principal atividade dos bancos e instituições de crédito consiste na concessão de crédito e receção de depósitos. Considera-se assim que estas operações não se encontram abrangidas pela proibição.³³

A segunda exceção ocorre nas operações “*(...) com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligadas(...)*”. Assim, para cair nesta

³¹ PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 63.

³² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015 p. 229.

³³ Mas já não se considera abrangida pela exceção a situação em que o crédito é fornecido ao terceiro em condições mais favoráveis do que, as que normalmente são praticadas pelo banco. Neste sentido MARIANA DUARTE SILVA, op. cit., p. 210.

exceção, o terceiro que recebe o financiamento para a compra das ações tem de ser trabalhador da sociedade. Promovem-se, deste modo, as chamadas “*stock options*”, que se caracterizam essencialmente por conferirem, neste caso, aos trabalhadores da sociedade, o direito de comprar um conjunto de ações da própria empresa por um preço determinado *a priori* (*strike price* ou *exercise price*), uma vez decorrido um período de maturidade pré-determinado.³⁴ A utilização de mecanismos deste tipo também é benéfico para a vida societária porque pode ser vista como uma forma de incentivo remuneratório dos trabalhadores, que terão todo o interesse em desempenhar as suas funções de forma a conseguirem a valorização das ações no mercado para que no fim do prazo de maturidade pré-acordado (momento a partir do qual o direito de opção pode ser exercido) possam, eventualmente, obter uma mais-valia com a sua alienação.³⁵

A maior dificuldade inerente a esta exceção é descortinar o que o legislador quis retratar com o conceito de “*pessoal*”. A delimitação do conceito não é líquida entre a doutrina, mas entendemos que o mais correto para circunscrever a expressão será recorrer ao Direito do Trabalho.³⁶ Sem grandes alongamentos, aditamos que no entender de MARIA VICTÓRIA FERREIRA DA ROCHA ³⁷ caberão aqui os trabalhadores subordinados, mas já não os trabalhadores em regime de prestação de serviços e os administradores da sociedade emitente.³⁸ Uma vez que o legislador não utilizou a expressão “*trabalhadores*”, mas sim “*pessoal*”, acolhemos uma posição mais generosa deste conceito. Apoiamos a ideia de que o legislador pretendeu com esta redação, alargar o âmbito subjetivo de aplicação da exceção,

³⁴ BEBCHUK, LUCIAN & FRIED, Jesse, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, (2004) p. 7.

³⁵ Apesar do que foi referido, a atribuição de *stock options* como forma de incentivo remuneratório não é destituída de críticas. GUIDO FERRARINI E MARIA C. UNGUREANU descortinam dificuldades inerentes à atribuição de *stock options* que designam como: “*inherent inefficiencies*”. Os autores salientam que subsiste um problema de desempenho relativo, devido à opção de compra não se relacionar diretamente com o desempenho global da empresa. Poderá equacionar-se uma situação em que os trabalhadores obterão uma considerável vantagem patrimonial por se verificar uma valorização das ações derivada de um forte crescimento do mercado, mesmo que a prestação da empresa se encontre num nível inferior de desempenho em comparação com as restantes. Ferrarini, Guido and Ungureanu, Maria C., *Executive Remuneration. A Comparative Overview* (October 14, 2014). draft chapter for the Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (J. Gordon and G. Ringe eds.), Oxford University Press, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 268/201, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2509968>, p.12.

³⁶ Consideramos que esta questão já extravasa o direito da empresa e dos negócios.

³⁷ MARIA VICTÓRIA FERREIRA DA ROCHA, op. cit., p. 317.

³⁸ Tal justifica-se pela redação do artigo 397º do C.S.C que veda a possibilidade de a sociedade conceder empréstimos a administradores.

por isso, somos da opinião que ainda caberão aqui os trabalhadores em regime de prestação de serviços com carácter estável e duradouro.^{39 40}

Acrescente-se que, mesmo em situações de exceção, dessas transações não poderá resultar que o ativo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.

7. Violação da Proibição de Assistência Financeira

Se uma operação violar a proibição do artigo 322º é nula, por força do nº3 do mesmo artigo, devendo o terceiro que recebeu os fundos restituí-los à sociedade.⁴¹

Esta proibição absoluta, ressalvando-se as duas exceções referidas *supra*, não é destituída de críticas. O legislador comunitário flexibilizou o regime, no entanto, o nosso legislador ainda é, de certo modo, arcaico nesta questão e optou por não realizar qualquer alteração que fosse de encontro à recetividade da assistência financeira a nível europeu que se fez sentir, e que seria uma boa solução para eliminar certas dúvidas interpretativas deste regime que serão aludidas *infra* quando fizermos referência aos LBO.

A extrema rigidez deste regime no nosso ordenamento levanta certas inquietações. Não se compreende o carácter inexorável da nulidade que em certas situações poderá ser profundamente onerosa para ambas as partes. Esta radicalidade do regime poderia ser atenuada por uma eventual análise caso a caso de algumas situações mais complexas em que se pudesse chegar à conclusão de que a nulidade (e por isso, repita-se, a restituição de tudo que foi prestado pelas partes) não seria a sanção mais adequada para os interesses que se pretendem tutelar. Além disto, uma vez que a nulidade se encontra expressamente prevista sem quaisquer atenuantes, não se tem revelado maneira de se lhe escapar.

³⁹ JOÃO LABAREDA com uma posição mais extremada entende que a expressão se refere a todas as pessoas que tenham com a sociedade um contrato de trabalho subordinado ou autónomo. Em sentido contrário, JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO considera que nem a letra da lei quando refere “pessoal”, nem o artigo 397º nº1 do C.S.C permitem tal ampla interpretação defendida por aquele autor. Cfr. João Labareda, «Nota sobre a prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas a outras entidades, Direito Societário Português, Algumas Questões», Quid Juris, Lisboa, 1998 p. 188 e JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, «Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português», Almedina, 2001.

⁴⁰ PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 64.

⁴¹ À luz deste regime, a declaração de nulidade daquele negócio jurídico celebrado entre a sociedade e o terceiro tem efeito retroativo, devendo ser restituído tudo o que tiver sido prestado. Assim o determina o artigo 289.º n.º 1 do Código Civil.

Consequentemente, levanta-se a questão de saber no âmbito deste preceito qual é a extensão da nulidade ali em causa. Se o ato de assistência financeira é nulo, pergunta-se o que sucede com o ato de subscrição ou aquisição das ações. A maioria da doutrina entende que o negócio de subscrição ou aquisição das ações é válido, não obstante a nulidade do ato de assistência financeira. Por outro lado, há quem admita que o destino da operação de financiamento e a de subscrição ou aquisição das ações devem ter a nulidade como fim comum.⁴²

Ora, como defende MARGARIDA COSTA ANDRADE, “*de facto, não há porque justificar o contágio, tendo em conta que são negócios distintos, que prejudicaria o terceiro alienante de boa fé e a segurança e a certeza do mercado de participações*”. O inconveniente desta premissa é que não será adequada a todas as situações.⁴³

Mediante o exposto, consideramos a posição de PAULO TARSO DOMINGUES como a que se vislumbra mais acertada. Para este autor dever-se-á analisar em concreto cada situação. Isto porque uma solução que adote uma ou outra das posições referidas *supra* não será a mais justa ou adequada para o terceiro de boa fé. Este autor refere dois exemplos bastante ilustrativos da problemática em causa que passo a citar:

1. “Um banco concede um empréstimo a A para que este adquira ações da sociedade X. Para garantia desse empréstimo, a sociedade X dá de hipoteca um imóvel.”
2. “B, acionista da sociedade X, transmite a C as suas ações, assumindo a sociedade a garantia de pagamento do preço”.

No primeira situação referida, se a nulidade do ato de assistência não se estender aos restantes atos, a sociedade poderá invocar a nulidade da hipoteca (que se traduz na operação de assistência) e mesmo assim o banco ficar obrigado a conceder o empréstimo ao terceiro, para

⁴² Em sentido contrário INÊS PINTO LEITE argumenta que o contrato de financiamento e o contrato de aquisição de ações consistem numa operação negocial unitária, implicando a sua interdependência funcional e nulidade de ambos, acrescenta que, a ser admitida a validade do negócio de aquisição das ações, o efeito útil da proibição seria diminuto porque o terceiro restituiria à sociedade assistente os fundos concedidos.

⁴³ Imagine-se o caso de um banco conceder um empréstimo a um terceiro para que este subscreva ações da sociedade Y, oferecendo esta um imóvel do seu património para garantir o cumprimento desse empréstimo. A sociedade pode invocar a nulidade da garantia para dela se libertar, deixando o banco obrigado ao cumprimento de um contrato sem a segurança da hipoteca. Se neste caso a nulidade ficar limitada ao ato de assistência financeira já não se estará a tutelar o terceiro de boa fé, mas sim a beneficiar a sociedade que atuou de forma ilícita. MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 504.

que este subscreva as ações daquela sociedade. Em síntese, se considerarmos que nesta situação apenas a operação de assistência financeira é nula, o terceiro de boa fé ficará desprotegido e a sociedade estará a beneficiar da sua própria ilicitude.

Já na segunda hipótese enunciada, estaremos manifestamente no âmbito de aplicação da proibição, sendo por isso, nula a garantia prestada pela sociedade. Não obstante, poderá suceder que o acionista alienante, mesmo perdendo a garantia, pretenda manter o negócio de venda das ações. Nesse caso não fará sentido lograr-se por uma extensão da nulidade ao ato de aquisição das ações porque tal estaria, precisamente, em contradição com os interesses que se pretendem proteger. Diversamente, se com a perda da garantia o acionista alienante perde o interesse no negócio de venda, é legítimo que ele se possa desvincular do negócio.

Em suma, deverá admitir-se que em certos casos haja um contágio da nulidade do ato de assistência ao ato de subscrição ou aquisição das ações pelo terceiro, mas, sob outra perspectiva, haverá também situações em que o ato de compra das ações deverá considerar-se legitimamente válido. É quase unânime na doutrina que a violação desta proibição acarreta responsabilidade civil e penal dos administradores da sociedade assistente, respondendo pelos danos eventualmente causados em incumprimento dos seus deveres. São responsáveis em termos civis por força do artigo 72º e penalmente pelo disposto no artigo 510º.⁴⁴

8. Aplicação por analogia da Proibição às Sociedades por Quotas

A proibição da assistência financeira apenas está prevista sistematicamente para as sociedades anónimas suscitando assim a dúvida de saber se esse regime é também aplicável, por analogia, às sociedades por quotas.

Para se permitir tal analogia teremos de considerar que existe lacuna e que a norma em si não é excecional.⁴⁵

Como já foi referido *supra*, o artigo 322º pretende impedir que, através dessa subscrição ou aquisição de ações, se possa contornar a proibição de aquisição em nome próprio, mas por

⁴⁴ PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 68.

⁴⁵ Em sentido contrário ANTÓNIO CASTANHEIRA NEVES considera que uma norma, mesmo excecional, é suscetível de aplicação analógica desde que se insira no âmbito da excecionalidade em que ela se insere. Cfr. A. CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia Jurídica - Problemas Fundamentais*, Coimbra Editora, 2013, p. 275.

conta da sociedade. Dito isto, a norma consagra evidentemente uma exceção à regra da livre circulação de valores mobiliários, sendo uma norma proibitiva, e por isso limitadora da autonomia privada, entendemos que não será suscetível de aplicação analógica.⁴⁶

Ainda assim, mesmo que a aplicação analógica fosse permitida não seria possível porque consideramos que este é um caso em que nem sequer há lacuna. Em primeiro lugar, porque o legislador comunitário não teve a pretensão que tais regras fossem aplicáveis às sociedades por quotas e, por outro lado, sucede que nas sociedades por quotas há uma maior intervenção dos sócios comparativamente com os acionistas nas sociedades anónimas. Nas palavras de BAPTISTA MACHADO “há silêncios da lei que podem ser significativos, isto é, podem traduzir uma resposta da lei a certa questão de direito”⁴⁷.

Compreende-se tal solução em virtude das notáveis diferenças existentes entre as sociedades anónimas, e as sociedades por quotas. Referimo-nos, por exemplo, à maior extensão do direito à informação nas sociedades por quotas, a necessidade de consentimento da sociedade na transmissão de quotas, e em geral, a possibilidade de fixar apertados limites à transmissão de quotas e a ausência de norma expressa que regule a celebração de contratos entre a sociedade e os seus gerentes, que lhes proíba a concessão de empréstimos e a prestação de garantias⁴⁸ As quotas não estão cotadas em bolsa, por isso não existe o risco de manipulação do mercado bolsista. Talvez tenha sido essa a razão pela qual o legislador entendeu não prever para as sociedades por quotas o regime de proibição de assistência financeira que conjeturou para as sociedades anónimas.

Sucedem certos autores, sem embargo dos argumentos apresentados, consideram que o regime do artigo 322º também será de aplicar às sociedades por quotas.⁴⁹ PAULO DE TARSO DOMINGUES destaca que os riscos que as operações de assistência financeira acarretam verificam-se igualmente nas sociedades por quotas. É o caso da subversão do controlo societário que poderá ser, neste caso, ainda mais grave do que nas sociedades anónimas uma vez que os sócios nas sociedades por quotas têm um poder de influência na gerência da

⁴⁶ Cfr. JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, p. cit., p. 194.

⁴⁷ JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 2019, p. 201.

⁴⁸ Exemplos colhidos de BERNADO MOTA ABREU, «Proibição da Assistência Financeira- Notas para a sua Interpretação e Aplicação», in *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, nº 15, ano 2006, p. 92.

⁴⁹ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015 p. 231 e PAULO DE TARSO DOMINGUES, op. cit., p. 68.

sociedade maior do que os acionistas nas sociedades anónimas. Ou ainda, pela eventualidade da não observância do princípio da igualdade de tratamento entre os sócios ou da fragilização da garantia patrimonial. Destaca ainda, que uma correta interpretação da lei não é coerente com o artigo 11º do Código Civil que prescreve que as normas excepcionais não são suscetíveis de aplicação analógica. Para este autor será compreensível a aplicação analógica das normas excepcionais, desde que essas normas sejam aplicadas analogicamente no âmbito da excecionalidade em que se inserem.

Também no sentido de aplicação analógica do regime às sociedades por quotas e com argumentos semelhantes aquele autor pronuncia-se ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA. Esta autora relembra que o legislador na sanção penal prevista no artigo 510º refere a expressão “*gerente*”, reconhecendo deste modo a extensão do regime da proibição às sociedades por quotas.⁵⁰

Por outro lado, é defensável que uma maior intervenção do sócio na gestão acarrete riscos para as SQ que não existem para as SA. O sócio muitas vezes é gerente da Sociedade, influenciando desse modo, fortemente a sua gestão. ISABEL PINHEIRO TORRES lembra-nos que tal acontecimento é suficiente para criar um “ambiente intimista”, facilitado pela inexistência de valor mínimo de capital social, a inexigência de revisão de contas e ainda o número reduzido de sócios que é necessário para a constituição deste tipo de Sociedade. A assistência financeira pode ser utilizada como um modo de satisfazer interesses pessoais do gerente à custa do património social, colocando em causa não só os interesses dos credores, mas também os da própria sociedade e dos restantes sócios. Contrariamente, nas SA, em regra, o controlo é entregue a técnicos que não têm uma relação pessoal com a sociedade e onde é sempre obrigatória a existência de um órgão de fiscalização. Compreende-se que neste tipo societário, haverá, nesta perspetiva, um maior controlo contra estes abusos.⁵¹

⁵⁰ Artigo cuja redação integral é a seguinte: “1 - O gerente ou administrador de sociedade que, em violação da lei, subscrever ou adquirir para a sociedade quotas ou ações próprias desta, ou encarregar outrem de as subscrever ou adquirir por conta da sociedade, ainda que em nome próprio, ou por qualquer título facultar fundos ou prestar garantias da sociedade para que outrem subscreva ou adquira quotas ou ações representativas do seu capital, é punido com multa até 120 dias

2 - O gerente ou administrador de sociedade que, em violação da lei, adquirir para a sociedade quotas ou ações de outra sociedade que com aquela esteja em relação de participações recíprocas ou em relação de domínio é, igualmente, punido com multa até 120 dias.”

⁵¹ ISABEL PINHEIRO TORRES, «Da aplicação da proibição de Assistência Financeira às Sociedades por Quotas» in *Instituto do Conhecimento AB Coleção Estudos*, nº 3, 2015, p. 167.

Em suma, o fundamento desta proibição é o de impedir que através destes negócios se encubra a aquisição de ações pela própria sociedade, nos casos em que tal negócio não é permitido por lei. Nas sociedades por quotas também não é admissível a aquisição de quotas próprias pela sociedade a não ser nos casos expressamente previstos na lei, como refere o artigo 220º do C.S.C.

A consagração de um regime muito menos restritivo para a aquisição de participações próprias para as sociedades por quotas e a maior dificuldade em realizar uma aquisição simulada neste tipo societário marcadamente personalista, justifica na nossa opinião que não tenha sido prevista uma proibição idêntica à consagrada para as sociedades anónimas no artigo 322º do C.S.C. Posto isto, entendemos que não se deverá aplicar a proibição de assistência financeira prevista no artigo 322º às sociedades por quotas.

CAPÍTULO II

TRANSMISSÃO DE EMPRESAS

1. Distinção entre transmissão direta e transmissão indireta

Como ponto introdutório aos *Leveraged buy-out's*, importa preliminarmente fazer uma breve distinção entre transmissão direta de empresas (*Asset deals*) e a transmissão indireta (*Share-deals*).

Na transmissão direta é a própria empresa, entendida como uma organização unitária de meios produtivos, que é visada pela transmissão.⁵² Já a transmissão indireta ocorre quando o adquirente obtém a titularidade económica da empresa através da aquisição de uma posição de controlo sob o capital social e sob o governo da sociedade titular da empresa que se pretende adquirir.⁵³

Em regra, as transmissões diretas verificam-se no âmbito de pequenas empresas de estrutura individual, dotadas de uma estrutura rudimentar (reunião numa mesma pessoa da propriedade e gestão desses meios). Existem diferentes modalidades negociais de transmissão direta tais como o *trespasse*⁵⁴, a *locação*⁵⁵ e outras formas híbridas alternativas.⁵⁶ As transmissões indiretas ocorrem, na maior parte dos casos, nas médias e grandes empresas com um carácter coletivo e a sua principal modalidade negocial é a compra e venda de participações sociais, não obstante modalidades especiais como os LBO, fusões e cisões, entre outras.

⁵² Cfr. FÁTIMA GOMES «*Manual de Direito Comercial - Noções Gerais e Regimes Complementares*», Universidade Católica Editora, 2ª Edição, 2017, p. 189.

⁵³ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES «A Empresa como objeto de negócios- Asset deals versus Share deals» *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. II/III, nº 68, 2008, p. 44.

⁵⁴ O *trespasse* pode ser definido, de forma genérica, como o “*negócio de transmissão a título definitivo da propriedade de uma empresa*”. É um negócio que tem por objeto direto a empresa enquanto organização unitária de meio produtivos. Assim, a vontade das partes é negociar a empresa globalmente considerada, como um todo e não enquanto uma transmissão de bens patrimoniais avulsos. O *trespassário* passa a ser o novo “*dominus*” da empresa, obtendo o gozo pleno, perpétuo e exclusivo do conjunto de faculdades que são próprias daquele direito. Para maiores desenvolvimentos. Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, op. cit., p. 44.

⁵⁵ A *locação* também pode ser designada por cessão da exploração de um estabelecimento comercial. Consiste numa transmissão onerosa e temporária do gozo da empresa, contrariamente ao que se verifica no negócio de *trespasse*. Para explicação mais cabal do instituto. Cfr. FERNANDO GRAVATO DE MORAIS «*Locação Financeira de estabelecimento Comercial, Nos anos 20 do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos profs. Doutores A. F. Correia, O. Carvalho e V. L. Xavier*», Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 627.

⁵⁶ Será, por exemplo, o caso de *trespasse* de empresa realizado através de uma compra e venda a retro. Para maiores desenvolvimentos. Cfr. FÁTIMA GOMES, op. cit. p. 190.

2. O *Takeover* por *Leveraged buy-out*

A operação de tomada de controlo de sociedades (*takeover*) distingue-se de uma comum aquisição de empresa devido à sua instrumentalidade: nestes casos o adquirente tem em especial determinados objetivos tais como: a criação de sinergias⁵⁷ através da união da sua empresa com a sociedade alvo (doravante *target*) obtendo assim uma cooperação mútua entre as duas empresas; o enfraquecimento das empresas concorrentes; ou a obtenção de lucro imediato, por desmantelamento da *target*.

Deste modo, o *takeover* consiste na aquisição de uma empresa através da compra de participações sociais da *target* com o objetivo de obter o seu controlo e assim determinar a sua atividade. Este poder de influência pode ocorrer, quer porque se obtém com a compra das participações mais de metade dos votos, ou pela possibilidade de eleger membros dos órgãos sociais ou ainda por qualquer outra razão que demonstre a existência desta dominância.

Por seu turno, o *Leveraged*⁵⁸ *Buy-out*⁵⁹ (LBO) consiste numa técnica jurídica de aquisição de empresas, através da aquisição de uma participação social maioritária, ou total da empresa. A especificidade dos LBO é que o adquirente, não possuindo o capital ou a liquidez necessária à compra, recorre ao financiamento da aquisição junto de um terceiro oferecendo em garantia o próprio património da empresa adquirida. Por outras palavras, com esta operação transfere-se o custo de aquisição para as forças económicas da empresa a adquirir através do seu *free cash flow*, isto é, da capacidade da empresa adquirida pagar a dívida contraída após estarem pagos todos os custos operacionais da sua atividade económica.⁶⁰

Em regra, num LBO, a sociedade adquirente ou tomadora constitui uma sociedade veículo (*Special Purpose Vehicle* ou *newco*) com uma aportação mínima de capitais e que se vai financiar no mercado de modo a ser capaz de adquirir a sociedade alvo (*target* ou *oldco*). Por outras palavras, a *newco*, que foi constituída com o fim específico de aquisição da *oldco*,

⁵⁷ Significa que o valor combinado das empresas é maior do que individualmente consideradas “The definition of synergy is two plus two equals five, and it happens about that often” *apud* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Da Tomada de Sociedades (*Takeover*): Efeativação, Valoração e Técnicas de Defesa», in ROA, Ano 54, 1954, p. 764.

⁵⁸ “Leveraged” porque possui um elevado grau de endividamento, trata-se de uma compra “alavancada”.

⁵⁹ “Buy-out” porque a empresa vai ter um novo titular.

⁶⁰ JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *op. cit.* p. 19.

adquire todas as participações (ou apenas as suficientes para que lhe seja transmitido o controlo acionista) da *oldco* (utilizando, para além de fundos próprios, um financiamento efetuado por um terceiro, em regra um Banco) e oferece como garantia a este último as ações adquiridas. Posteriormente, sociedades fundem-se: em regra, a *newco* incorpora a *oldco* (*Forward Merger*), mas também pode acontecer que seja a *newco* a ser incorporada na *oldco* (*Reverse Merger*).⁶¹

As empresas consideradas ideais para um LBO são as que têm equipas sólidas de gestão, clientes recorrentes, margens altas, fortes balanços patrimoniais e a capacidade de gerar um *free cash flow* significativo. A empresa modelo para um LBO será então a que está fortemente industrializada com fábrica e equipamentos já amortizados.⁶²

As razões justificativas de um LBO podem ser as mais variadas: ou porque a empresa não preenche os requisitos ou objetivos mínimos; não atinge as metas de crescimento traçadas pelos proprietários; não gera lucro; os vendedores necessitam de liquidez; ou ainda, no caso de empresas familiares e não cotadas em bolsa, por exemplo, a reforma ou morte dos donos da empresa.⁶³

Em suma, o LBO é uma operação que pode revelar bastantes benefícios para a sociedade, derivada da mudança dos donos da empresa⁶⁴ que, através de um investimento relativamente pequeno, adquirem um negócio aparentemente viável e com elevado potencial. Não obstante, importa referir que a viabilidade de um LBO deve ser alvo de um exame minucioso para determinar a sua probabilidade de sucesso. É que, o fracasso desta operação pode ter consequências devastadoras para a sociedade visada causadas pelo seu sobreendividamento.

⁶¹ *Ibidem.* p. 94.

⁶² Cfr. «*The Impact of LBOs on Strategic Direction*» Easterwood, John C., Anju Seth, and Ronald F. Singer 32/1 (Fall 1989): p. 38 ``*From a competitive standpoint, the core business of the ideal LBO target should have a strong potential to building competitive advantage in its markets. (...) another consideration in deciding the suitability of a buyout candidate is the level of new investment required to put the firm in a competitive position in its industry . Firms which require large investments to attain their maximum competitive advantage are not good candidates for the high debt levels which accompany LBO's*'' disponível em: <https://journals.sagepub.com/action/doSearch?SeriesKey=cmra&AllField=The%20Impact%20of%20LBOs%20on%20Strategic%20Direction>

⁶³ JOSÉ HORTA OSÓRIO, op. cit. p. 23.

⁶⁴ Nomeadamente o facto de os juros da dívida *leveraged* serem dedutíveis fiscalmente, enquanto os dividendos das ações são, em regra, duplamente tributados, sendo desse modo, o LBO na maior parte dos casos mais vantajoso do ponto de vista financeiro que a compra direta de ações da *target* sem recurso a endividamento *ibidem.* p. 24.

O reembolso da dívida à custa das suas reservas livres e do seu *cash flow* futuro pode mesmo causar uma situação de insolvência se a operação não for devidamente acautelada.

3. A operação de fusão

A fusão é o ato pelo qual duas ou mais sociedades reúnem as suas forças económicas transformando-se numa só, com apenas uma personalidade coletiva e constituída pelos sócios de todas as sociedades fundidas.⁶⁵ A essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade.⁶⁶

Resulta do artigo 97º, nºs 1 e 4, que a fusão de sociedades é caracterizada, no nosso código, pela verificação de um acervo de modificações objetivas e subjetivas numa estrutura societária. As modificações objetivas consistem numa transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra sociedade, já existente ou a criar para o efeito. Já as modificações subjetivas têm por base uma alteração na esfera jurídica dos sócios, que passam a participar na estrutura societária da sociedade incorporante ou da nova sociedade.⁶⁷

À luz do direito Português, a fusão pode realizar-se através de duas formas. A fusão por incorporação, em que ocorre a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra, verificando-se a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta (artigo 97º nº4 al. a) e a fusão mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade (artigo 97º nº4 al. b)). Para além da atribuição de participações sociais, permite-se ainda a atribuição aos sócios de quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal ou, na sua falta, do valor fracional ou aritmético de todas as participações que forem atribuídas pela sociedade resultante ou beneficiária. A determinação da relação de troca pressupõe uma prévia avaliação económica

⁶⁵ JOSÉ TAVARES, *Sociedades e Empresas Comerciais*, 2ª edição completada das sociedades commerciaes e da parte jurídica das Emprezas no Direito comercial Portuguez Coimbra Editora, 1924, p. 614.

⁶⁶ RAÚL VENTURA *Fusão, cisão, transformação de sociedades Comentário ao Código de Sociedades Comerciais*. 3.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2006, p. 14.

⁶⁷ DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais: A Posição jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, 2008, p. 118.

das empresas a fundir; no entanto, a lei não fornece qualquer critério para efetuar essa avaliação, prescrevendo apenas que a relação de troca seja adequada e razoável.⁶⁸ Consequentemente, a fusão deve ser uma operação neutra em termos de transferência de património, de modo a que, após a operação, a participação social de todos os sócios das sociedades participantes represente o mesmo valor real que tinha antes da fusão. Como critério supletivo, a lei impõe que a atribuição de participações na sociedade resultante ou beneficiária, por efeito da fusão, obedeça ao princípio da proporcionalidade. Esta regra será respeitada se todos os sócios da sociedade extinta puderem participar na sociedade resultante da fusão com o valor nominal (ou, na sua ausência, fracional) global ou total da participação social primitiva.⁶⁹

Os motivos da fusão podem ser os mais variados, embora esteja sempre presente a pretensão de maximizar os fatores produtivos envolvidos. Nas palavras de PAULO OLAVO CUNHA “*a fusão é a forma de podermos conglobar esforços para, através da junção de ativos e dos meios ao dispor de mais do que uma sociedade, prosseguirmos, mais eficazmente, a realização de uma dada atividade social.*”⁷⁰

Esta reorganização das empresas surge na sequência da implementação de uma estratégia que pretende reforçar a competitividade das empresas envolvidas, através da sua aglomeração numa só. Podemos apontar como determinantes para o surgimento de fusões, a título de exemplo, os seguintes motivos:⁷¹

- Obtenção de quota de mercado: As fusões são uma forma rápida de crescimento imediato. O aumento da dimensão da empresa resultante da fusão permite cortar custos unitários e, portanto, de gerar mais resultados;
- Economias de escala: o custo médio unitário de produção desce à medida que cresce a produção;

⁶⁸ Assim o prescreve o artigo.º 99º nº4 C.S.C.

⁶⁹ ELDA MARQUES, III Congresso Direito das Sociedades em Revista, 3, «Fusão e Cisão (não) proporcionais» Lisboa, Almedina, 2014, p. 112.

⁷⁰ Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Almedina, 2019, p. 1067.

⁷¹ Cfr. EDUARDO SÁ SILVA, *Fusões e Aquisições Abordagem contabilística, financeira e fiscal*, Vida Económica, 2016, p. 17.

- Sinergias: O valor combinado de duas ou mais empresas é superior à soma do valor de cada empresa individualmente considerada.⁷²
- Aquisição de *know-how*: a concentração de empresas, pode ser justificada por um maior acesso a recursos, competências específicas e conhecimentos técnicos de um determinado quadro empresarial. Permitindo-se, dessa forma, trocar experiências de conhecimentos, métodos e técnicas mais eficientes de produção;
- Fundos excedentários: Se a empresa está a gerar um montante substancial de disponibilidades, mas tem poucas probabilidades lucrativas de investimentos no setor em que se encontra, e não pretende distribuir os lucros excedentários aos seus acionistas, nem adquirir as suas ações próprias, constitui uma oportunidade a aquisição de uma empresa, como forma de aplicar os seus ativos excedentários.

No caso dos LBO é uma realidade que a *newco* é constituída com uma aportação mínima de fundos, isto é, apenas com o intuito de se financiar perante terceiros de forma a adquirir as participações da *target*. Dessa forma, a *newco* é utilizada apenas como um instrumento de aquisição da *target*, para posteriormente se fundirem. Não obstante, consideramos que não existe aqui qualquer desfuncionalização da fusão do que lhe é legalmente típico. Entendemos que não fará sentido proibir a operação nas situações em que os benefícios expectáveis⁷³ que vão resultar da fusão suplantam todos os custos que lhe estão inerentes.⁷⁴

⁷² As sinergias podem resultar do aumento da rentabilidade global da empresa, devido a uma maior eficiência ao nível do marketing, de quota de mercado e da redução da concorrência. Ainda menos gastos devido às economias de escala e a afetação dos recursos a procedimentos mais inovadores e rentáveis.

⁷³ Os motivos referidos na página anterior são alguns exemplos não taxativos dos benefícios da fusão.

⁷⁴ Para maiores desenvolvimentos desta questão, limitamo-nos a remeter para o capítulo da aplicação da proibição de assistência financeira aos LBO.

4. Principais modalidades de LBO

Existem múltiplas modalidades de LBO. Em comum têm o facto de todas serem aquisições financeiramente alavancadas. Apenas algumas importam ser destacadas:⁷⁵

- *Leveraged Management buy-out* (LMBO): caracteriza-se por os adquirentes da *target*, serem os seus próprios administradores, que ao adquirirem o controlo da sociedade, com recurso a financiamento, passam a ser os seus “proprietários”.
- *Employee buy-outs* (EBO): caracteriza-se por serem trabalhadores da empresa que adquirem o controlo societário.
- As *Recapitalizations* (RECAP): apesar de não consistirem verdadeiramente numa aquisição de empresa, produzem os mesmos efeitos de um LBO, por serem uma reconfiguração do passivo da empresa, adicionando dívida e reduzindo os capitais próprios, causada por uma operação de redução de capital, de uma aquisição de ações próprias, da amortização de participações sociais e da deliberação de uma distribuição de dividendos, financiando-a com capitais alheios.

5. LMBO: O risco de manipulação do valor da empresa

Em alguns LMBO, o valor das ações é subvalorizado relativamente ao seu valor real, de modo que os administradores suportem um preço mais baixo de aquisição da sociedade alvo. Os administradores encontram-se numa posição privilegiada em relação aos potenciais investidores e acionistas vendedores no que toca ao valor real das participações sociais. Verifica-se assim um conflito de interesses inerente a qualquer LMBO. Por um lado, os administradores procuram negociar o preço mais baixo possível das participações que pretendem adquirir, por outro, devem tentar maximizar esse preço de aquisição de forma a cumprir as suas funções como fiduciários dos acionistas.⁷⁶

⁷⁵ JOSÉ HORTA OSÓRIO, op. cit. p. 23.

⁷⁶ Os administradores têm deveres de lealdade (artigo 64º nº1 al. b) C.S.C) que, nas palavras de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO “podemos considerar que se tratam de deveres fiduciários, que recordam estar em causa a gestão de bens alheios. Os administradores são leais na medida em que honrarem a confiança neles depositada. Ficam envolvidas as clássicas proibições já examinadas: de concorrência, de aproveitamento dos negócios, de utilização de informações, de parcialidade e outros. Ainda a mesma lealdade exige condutas materialmente conformes com o pretendido: não meras conformações formais.” «Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades», *ROA* Ano 66, vol. II, Set 2006 (ponto 23)

Este conflito de interesses entre os administradores e os acionistas tem sido enquadrado no âmbito da teoria económica de agência quando o agente/administrador usa os poderes que lhe foram conferidos em benefício próprio.⁷⁷ Apesar deste conflito de interesses, não se aconselha uma proibição total dos LMBO porque, desse modo, estar-se-ia a privar os acionistas da realização de negócios que lhes podem trazer grandes benefícios. Assim, a solução mais acertada parece ser a de encontrar um equilíbrio relativamente aos interesses em jogo e dessa forma a estabelecer um “preço justo” de aquisição das ações por parte dos administradores.

Como foi referido *supra*, os administradores encontram-se numa posição privilegiada para avaliar o valor da empresa. Esse conhecimento singular permite à administração saber com um grau de precisão, mais apurado, o nível de endividamento que a empresa estará apta suportar. A administração sabe que parte da dívida assumida poderá ser paga através de uma rápida venda de ativos subvalorizados, reduzindo assim o endividamento. Em síntese, no caso de LMBO, o risco da operação, é substancialmente menor que o risco associado a outros investimentos igualmente alavancados.⁷⁸

Disponível em: <https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-ii-set-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-os-deveres-fundamentais-dos-administradores-das-sociedades/>

⁷⁷ANA NEGRÃO, «A remuneração variável e o Herd Behavior entre administradores», in *Estudos de Regulação Pública – II*. Coimbra, Coimbra Editora, Maio 2015 p. 90.

⁷⁸ «The ethics of leveraged management buyouts revisited» Thomas M. Jones and Reed O. Hunt *Journal of Business Ethics* November 1991, Volume 10, Issue 11, p. 836 disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/BF00383699>

6. Employee buy-outs (EBO)

Costuma ser referida como operação que originou o paradigma dos EBO uma operação ocorrida nos EUA, em 1956, consistente na compra por um grupo de trabalhadores de uma pequena cadeia de jornais da Califórnia da empresa em que trabalhavam, por o seu anterior proprietário se ter reformado⁷⁹ Este tipo de compra alavancada é visto como uma forma de investimento que atende aos interesses de longo prazo da empresa, dos seus trabalhadores, dos acionistas e até da própria economia. Os trabalhadores começam a pensar e a agir como donos da empresa obtendo, desse modo, a motivação necessária para produzirem de forma mais eficiente, uma vez que têm todo o interesse em aumentar a competitividade da empresa da qual se tornaram proprietários.

7. Recapitalization (RECAP)

É uma reconfiguração da situação patrimonial da sociedade, que contrai dívida adicional e simultaneamente reduz os seus capitais próprios, por exemplo, através de uma distribuição de dividendos (que é financiada por capitais alheios). Nesta operação não há uma transferência da empresa, mas é atribuída aos sócios liquidez com recurso a endividamento.⁸⁰

⁷⁹ «Leveraged Buyouts Good and Bad» By: Kelso, Louis O.; Kelso, Patricia Hetter. Management Review. Nov87, Vol. 76 Issue 11, p28. 4p disponível em: <https://eds.a.ebscohost.com/eds/results?vid=8&sid=b095c0d7-5511-4f16-8b16-3161ba205188%40sessionmgr4007&bquery=leveraged+buyouts+good+and+bad&bdata=JkF1dGhUeXBIPWlwLGNvb2tpZSxzGhLHVpZCZjbGkwPUZUMSZjbHYwPVkmbGFuZz1wdC1wdCZ0eXBIPtAmc2VhcmNoTW9kZT1BbmQmc2l0ZT1lZHMtbG12ZSZZY29wZT1zaXRl>

⁸⁰ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA Op. Cit. p. 308

CAPÍTULO III

COMPATIBILIZAÇÃO DA ASSISTÊNCIA FINANCEIRA COM OS LBO

1. A capacidade da sociedade para a assunção de dívida

É importante uma primordial elucidação quanto a questão de saber se o LBO pode ser considerado uma assunção de dívida e se tal é uma liberalidade, um negócio gratuito, e por isso, vedada às sociedades comerciais.⁸¹

A redação do artigo 6º do C.S.C é a seguinte:

“1 - A capacidade da sociedade compreende os direitos e as obrigações necessários ou convenientes à prossecução do seu fim, excetuados aqueles que lhe sejam vedados por lei ou sejam inseparáveis da personalidade singular.

2 - As liberalidades que possam ser consideradas usuais, segundo as circunstâncias da época e as condições da própria sociedade, não são havidas como contrárias ao fim desta.

3 - Considera-se contrária ao fim da sociedade a prestação de garantias reais ou pessoais a dívidas de outras entidades, salvo se existir justificado interesse próprio da sociedade garante ou se se tratar de sociedade em relação de domínio ou de grupo.

4 - As cláusulas contratuais e as deliberações sociais que fixem à sociedade determinado objeto ou proíbam a prática de certos atos não limitam a capacidade da sociedade, mas constituem os órgãos da sociedade no dever de não excederem esse objeto ou de não praticarem esses atos.

5 - A sociedade responde civilmente pelos atos ou omissões de quem legalmente a represente, nos termos em que os comitentes respondem pelos atos ou omissões dos comissários.”

O artigo 6.º, n.º 1, do C.S.C dispõe que a capacidade das sociedades “*compreende os direitos e obrigações necessários ou convenientes à prossecução do seu fim, excetuados aqueles que lhe sejam vedados por lei ou sejam inseparáveis da pessoa singular.*” O fim que o legislador pretende aqui retratar é o escopo lucrativo que deve ser inerente a todas as sociedades

⁸¹ Cfr. JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, op. cit., p. 144.

comerciais, isto é, todas as sociedades devem ter como objetivo primacial a obtenção de lucro. Os atos que violem o artigo 6º nº1 são nulos por força do artigo 294º do Código Civil, por violarem uma norma imperativa.⁸²

Esta orientação levou à formação da tese tradicional acerca da limitação da capacidade das sociedades comerciais. É que o fim da sociedade é o fim legal-tipológico do contrato, de onde, o fim a que alude o artigo 6º nº1 coincidirá, assim, com o escopo lucrativo previsto no artigo 980º do Código Civil. A problemática aqui consiste em como deve ser feita uma delimitação suficiente do conceito de lucro para efeitos de limitação da capacidade das sociedades. No C.S.C o conceito de lucro é referido inúmeras vezes, mas com aceções semânticas muito distintas, tornando-se difícil para o intérprete encontrar um critério bastante para densificar a noção de lucro, útil para efeitos de capacidade.

A Doutrina distingue, em primeiro lugar, entre um sentido amplo e um sentido restrito de lucro. Nas palavras de DIOGO COSTA GONÇALVES (...) “O lucro *stricto sensu* corresponderia *grosso modo* à diferença entre proveitos e custos suportados pela sociedade no final de cada exercício, cujo saldo importasse um acréscimo de recursos financeiros. *Lato sensu*, o lucro englobaria ainda outros ativos não necessariamente associados ao exercício da atividade social, como prémios de emissão, reavaliações monetárias, bens obtidos a título gratuito, etc.”⁸³ Não obstante as diferentes aceções da ideia de lucro, entendemos que a lei, ao referir o escopo lucrativo das sociedades mais não quer dizer que devem caber aqui todas as atividades potencialmente lucrativas, isto é, em que exista um intuito subjacente ao exercício de certa atividade que tenha em vista “realizar o proveito económico dos sócios por qualquer modo que seja.”⁸⁴

O que está previsto no artigo 6º nº1 é a capacidade de gozo das sociedades comerciais, isto é, a medida de direitos e vinculações de que uma sociedade comercial é suscetível de ser titular, de entre todos os direitos e vinculações possíveis e compatíveis com a personalidade

⁸² Cfr. JORGE COUTINHO DE ABREU «Curso de Direito Comercial», Vol. II, Almedina, Coimbra, 2011 p. 189

⁸³ DIOGO COSTA GONÇALVES, «Pessoa Coletiva e Sociedades Comerciais: dimensão problemática e coordenadas sistemáticas da personificação jurídico privada» (Tese de doutoramento) ISBN 978-972-40-5831-3 Almedina, 2015, p.733.

⁸⁴ ANTÓNIO FERRER CORREIA, “Lei das Sociedades Comerciais (Anteprojeto)”, com colaboração de António Caetano de Matos (1969) p. 37,

coletiva.⁸⁵ Assim, exclui-se da capacidade de gozo das sociedades os negócios gratuitos por serem contrários ao fim lucrativo da sociedade. Ressalvando-se, como explica o nº2, “*as liberalidades que possam ser consideradas usuais, segundo as circunstâncias da época e as condições da própria sociedade, que não são havidas como contrárias ao fim desta*”⁸⁶ Apesar disto, o princípio da especialidade do fim deve ser temperado com o princípio da proteção de terceiros. De forma a assegurar a tutela de terceiros de boa fé este princípio da especialidade do fim tem vindo a ser atenuado, na medida em que a sociedade pode ficar vinculada a atos praticados fora do seu objeto social mas que se ainda se incluem na sua capacidade jurídica, salvo se os terceiros tinham conhecimento, ou não deviam ignorar essa limitação. Dito isto, uma coisa é o objeto social, que consiste na atividade económica específica a desenvolver pela sociedade que, em certos casos permitem determinar a sua comercialidade,⁸⁷ outra coisa é a capacidade de gozo da sociedade. Por outras palavras, se a capacidade de gozo for transgredida a única sanção possível é a nulidade, em alternativa, se um ato exorbitar o objeto social (mas ainda se circunscrever à capacidade da sociedade), poderá ainda assim ser válido e vincular a sociedade de forma a tutelar terceiros de boa fé.⁸⁸

Os terceiros não podem ignorar que a lei estabelece um fim lucrativo para as sociedades comerciais. Desse modo, se a sociedade pretender praticar um ato que não é necessário nem conveniente para a prossecução desse fim legalmente estabelecido, os terceiros deverão indagar se a o negócio *in casu* ainda cabe dentro dessa capacidade. Se não couber, terão de sofrer as consequências da nulidade do negócio prescritas no artigo 294º do Código Civil.⁸⁹

A assunção de dívida está prevista entre nós no artigo 595º do Código Civil e consiste na operação pela qual um terceiro (assuntor) se obriga perante o credor a realizar a prestação devida por outrem. Verifica-se, portanto, uma transmissão da dívida de um sujeito para o outro, sem se alterar o conteúdo da obrigação.

⁸⁵ Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Almedina, 2019, p. 87.

⁸⁶ É unânime o entendimento de que se consideram aqui incluídos os brindes/lembranças personalizadas oferecidos em ações de marketing das empresas de forma a promoverem a sua marca

⁸⁷ Nas palavras de PAULO OLAVO CUNHA “*Nada impede uma sociedade de ter um objeto mais ou menos vasto, um objeto determinado pelo recurso à caracterização de uma atividade e a diversos aspetos em que exemplificativamente a mesma se pode decompor, ou mais do que um objeto*”. *Op. cit.* p. 138.

⁸⁸ Cfr. MAFALDA MIRANDA BARBOSA, «*Reflexões acerca do princípio da especialidade do fim*» Revista da Faculdade de Direito e Ciência Política da Universidade Lusófona do Porto, [S.l.], v. 7, n. 7, aug. 2016. ISSN 2184-1020 p. 33, disponível em: <<https://revistas.ulsofona.pt/index.php/rfdulp/article/view/5537>>..

⁸⁹ ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Capacidade das Sociedades Comerciais: O artigo 6º do CSC e os Terceiros “Distraídos”», in *E Depois do Código Das Sociedades Comerciais em Comentário* Coimbra, 2015, p. 280.

Num LBO por fusão, a sociedade *target* assume efetivamente uma dívida da *newco* perante o credor. Porém, devemos realçar que esta assunção de dívida não ocorre por vontade das partes, mas sim *ope legis* por se transmitir um património universal.⁹⁰ Dito isto, a assunção de dívida por parte da *target* não é um efeito direto e principal da fusão. A assunção de dívida num LBO integra-se, desse modo, num negócio mais vasto e por natureza oneroso⁹¹ que é a operação de fusão.

Perfilhamos assim o entendimento de que uma sociedade pode assumir a dívida de outra entidade se tiver um interesse económico nessa operação. A título de exemplo, a sociedade A pode assumir a dívida que B tem perante C, se esta última entidade realizar alguma prestação previamente acordada que beneficie a sociedade A.⁹² Como tem entendido a doutrina, esse interesse na assunção da dívida não precisa de ter carácter patrimonial, pois ninguém aceita na sua esfera jurídica um encargo alheio, sem que com isso obtenha qualquer proveito, estando aqui patente a onerosidade do ato, essa sim, necessária à assunção de dívida. Ora, no LBO esse interesse existirá sempre, quer pelas razões que justificam a transmissão universal do património e em que se consubstancia a fusão, quer pela existência de uma relação de domínio ou de grupo. Em suma, entendemos que num LBO a transmissão de dívida que resulta da fusão da *newco* com a *target* se considera compreendida na sua capacidade, sendo permitida desde que a título oneroso (de modo a não afrontar o princípio da especialidade do fim) e exista esse justificado interesse próprio, por isso não existe aqui qualquer entrave aos LBO.

⁹⁰ Nas palavras de RAÚL VENTURA, existe “*sucessão a título universal quando se transmite um património (com todos os seus direitos e obrigações) como uma unidade, como um todo abstrato, passando dum ente para outro na sua figuração complexiva e unitária*”. Cfr. RAÚL VENTURA «*Fusão, cisão, transformação de sociedades: Comentário ao Código de Sociedades Comerciais*», 1.ª ed. (3.ª reimpressão), Almedina, Coimbra, 2006. p. 236

⁹¹ É que um dos efeitos da fusão é a atribuição, aos sócios da sociedade extinta, da qualidade de sócios da sociedade incorporante. Verifica-se, desse modo, a remuneração do património social transmitido, pela atribuição de novas participações. Atribuição essa que deverá observar a relação de troca que terá sido estabelecida, isto é, uma relação de equivalência ou de paridade entre as participações primitivas e as novas participações. Cfr. FÁBIO CASTRO RUSSO «*Fusão e cisão de sociedades (Portugal)*» In COELHO, Fábio Ulhoa, RIBEIRO, Maria de Fátima (coords.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, 9789724048314. (2012) p. 594 disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.14/15071>

⁹² Neste sentido cfr. JOSÉ HORTA OSÓRIO, *op. Cit.* p. 147.

2. Prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades

A capacidade de uma sociedade está intrinsecamente ligada ao seu fim mediato, que se consubstancia na obtenção de lucro. Não sendo, por isso, admitida a prática de atos gratuitos. É isso que explica a redação do artigo 6º do C.S.C que considera nulas quaisquer garantias reais ou pessoais, prestadas a terceiros, salvo se existir justificado interesse próprio da sociedade garante ou se se tratar de sociedade em relação de domínio ou de grupo. Deste modo, a prestação de uma garantia real a dívidas de outras entidades não se assume, à partida, como compreendido no fim da sociedade. Todavia, a norma salvaguarda que estará fora do âmbito de atos contrários ao fim da sociedade a prestação de garantia, no caso de existir justificado interesse próprio da sociedade garante, ou tratando-se de sociedades em relação de domínio ou de grupo. Nas situações em que não existe relação de domínio ou de grupo, mas sim um justificado interesse próprio, se estivermos diante da prestação de um financiamento ou garantia com vista à facilitação da aquisição de ações da própria sociedade, esse interesse próprio da sociedade garante ou financiadora pode determinar que o empréstimo não é o fim principal ou exclusivo da operação de assistência financeira. Nessa circunstância, a assistência financeira é meramente instrumental ou acessória de um outro fim, que se traduz num justificado interesse próprio da sociedade garante. Se for essa a finalidade prosseguida, entendemos que não está preenchido o elemento finalístico da proibição.⁹³

O que se nos afigura de extremo interesse para viabilizar a operação de LBO é a questão de saber o que se deve entender por “justificado interesse próprio” já que, mesmo ainda numa fase pré-buyout a *target* pode ter de garantir a dívida contraída pelo *newco* para financiar a sua própria aquisição. Por outras palavras, de forma que a *newco* obtenha a confiança do terceiro que vai financiar a aquisição das participações da *target* por parte da *newco*.

O legislador não concretizou o que se entende por interesse próprio. Por isso, entendemos que ninguém estará em melhores condições para aferir esse *justificado interesse próprio da sociedade* do que a própria sociedade, que tenciona prestar a garantia. Concordamos com o entendimento de que o interesse deverá ser aferido com base num benefício social autónomo

⁹³ PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*, Almedina, 2019 p. 180.

de cada sociedade, mas em que o centro de gravidade dessa aferição não deixe de ter por referência o escopo lucrativo das sociedades comerciais. Dever-se-ão observar os deveres de cuidado e lealdade e concluir que a prestação da garantia se reconduz à finalidade para a qual a sociedade foi criada, salvaguardando-se os interesses dos sócios e outros interessados. Mais, a prestação da garantia deve ser objetivamente rentável, e dela deve resultar um potencial benefício para a sociedade garante. Terá de verificar-se um cenário económico-societário apto a esclarecer a razão de ser da prestação da garantia.⁹⁴ Como refere RUI PINTO DUARTE, “(...) *É difícil definir com precisão o que seja esse interesse. Parece, no entanto, que será consensual afirmar que serão conformes a ele os atos que devam ser tidos como adequados à prossecução simultânea de interesses dos sócios e dos «interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores de sócios» - sendo de sublinhar que tal juízo de adequação deve ser referido ao momento da prática do ato e ser feito de acordo com os critérios a que a gestão da sociedade deve obedecer.*”⁹⁵

Em síntese, a garantia prestada terá de traduzir uma vantagem objetiva para a sociedade, havendo um mínimo de correspondência entre a garantia prestada e as vantagens que dela se retire.

De forma a clarificar os argumentos expostos, pense-se na situação de uma sociedade que atravessa dificuldades financeiras resultantes de uma desconfiança generalizada na sua administração. A sociedade *newco* traria com ela uma nova administração e assim a tão necessária credibilidade e confiança junto dos mercados. Nesta situação justifica-se que esta transformação primacialmente organizativa, mas também económica da sociedade fundamente este *interesse próprio* na prestação da garantia.⁹⁶

⁹⁴ Neste sentido JOÃO MARCELO FERREIRA CRISTOVÃO *Garantias Prestadas por Sociedades Comerciais a Obrigações de Sociedades Coligadas*, p. 49 - disponível em: https://run.unl.pt/bitstream/10362/6832/1/Cristovao_2011.PDF

⁹⁵ Parecer inédito cedido pelo autor. Concordamos com o autor, quando refere que é um exemplo de justificado interesse próprio, a prestação de garantia para cobertura de obrigação de fornecedor ou cliente cuja laboração é determinante ou altamente relevante para a boa atividade da sociedade garante, desde que a garantia seja necessária à manutenção da laboração do fornecedor ou cliente em causa.

⁹⁶ Cfr. JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, op cit., p. 153.

Consequentemente, com as ressalvas que o legislador consagrou no nº3 do artigo 6º do C.S.C, entendemos que também aqui não se afiguram embaraços à legalidade da operação de LBO no nosso ordenamento.

3. A aplicação da Proibição de Assistência Financeira aos *Leveraged buy-out*

A questão que aqui se põe em evidência, é a de saber se os LBO se subsumem à previsão legal de proibição de assistência financeira do artigo 322º. Relembre-se que nestas operações o adquirente recorre ao financiamento da aquisição junto de um terceiro, dando como garantia o património da empresa adquirida que vai, desse modo, suportar o custo económico-financeiro da sua própria aquisição. Posto isto, aparentemente, atendendo ao elemento literal da norma parece que estas operações não caem no âmbito de aplicação da proibição visto que a sociedade adquirida não concede quaisquer empréstimos ou garantias à sociedade adquirente. Contudo, é inquestionável que o resultado material deste tipo de operações consiste exatamente no efeito que a lei pretendeu evitar com a proibição, isto é, que seja a empresa adquirida a suportar o preço da sua própria aquisição, ocorrendo um aumento significativo do seu coeficiente de endividamento com o seu conseqüente resultado de alavancagem financeira sobre o património social.⁹⁷

Não se encontra na doutrina resposta definitiva sobre este assunto sendo por isso, ainda hoje, controvertido se estas operações se consideram ou não abrangidas pela proibição. Alguns autores defendem que estes casos de fusão alavancada, se devem subsumir à proibição de assistência financeira seja por considerarem a expressão “*por qualquer forma fornecer fundos*” de tal modo ampla que abranja, desse modo, a fusão quer por entenderem que se trata de uma fraude à lei.⁹⁸ Não podemos de deixar de discordar desta posição. Relativamente à expressão “*conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos*” entendemos que a expressão aponta num sentido unitário, isto é, referindo-se à concessão de crédito em geral, mas não mais do que isso, não se devendo considerar aqui incluída a operação de fusão, que tem um regime próprio previsto nos artigos 97º e ss. do C.S.C.⁹⁹

⁹⁷ JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 190.

⁹⁸ Cfr. INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 164 e PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 71.

⁹⁹ Neste sentido BERNADO MOTA ABREU, «*Proibição da Assistência Financeira - Notas para a sua Interpretação e Aplicação*», in *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, nº 15, ano 2006, p. 93. Nas palavras do autor: “(...) pensamos que o critério deve ser o de excluir do âmbito da assistência financeira aqueles atos ou negócios jurídicos que não representem uma concessão de crédito ou prestação de garantias, em particular quando regulados por outras normas específicas de direito

É ainda crucial analisar se a operação em causa, apesar de estar em conformidade com a letra da lei pretende postergar o seu elemento teleológico. Apenas nesse caso poderemos considerar que existe fraude à lei. Para se considerar a existência, ou não, de fraude à lei, é necessário ter em conta algumas considerações. Entende-se serem dois os fins principais que a norma proibitiva pretende tutelar. O fundamento da proibição é, em primeiro lugar, a conservação do capital social da sociedade que concede a assistência financeira, e em segundo, salvaguardar a integridade dos órgãos sociais (evitando abusos da sua parte) e a proteção das minorias.

Para além disso, importa ainda verificar se os preceitos que regulam o procedimento da fusão são adequados para proteger os interesses dos acionistas, credores e terceiros que o regime da proibição salvaguarda. Por outras palavras, examinar se os bens jurídicos que o legislador pretende proteger com a proibição já se encontram suficientemente garantidos com a verificação dos requisitos específicos necessários para a operação de fusão. Ora, na fusão da sociedade veículo (*SPV* ou *newco*) com a sociedade adquirida (*target* ou *oldco*) a base contabilística do anterior capital social desaparece e as ações tal como existiam anteriormente extinguem-se. Desse modo, não há dano à conservação do capital social da sociedade que assistiu financeiramente uma vez que essa sociedade deixou de existir com a operação de fusão.¹⁰⁰

Por outro lado, nas operações de fusão, os acionistas minoritários são sempre protegidos através de regras relativas à relação de troca justa pelas ações novas resultantes da fusão, ou o direito de exoneração previsto no artigo 105º do C.S.C e direitos de informação. O direito de exoneração consiste na faculdade de o sócio discordante se desfazer da sua participação social, alienando-a e desquitando-se assim da qualidade de sócio.¹⁰¹ O direito de exoneração é visto como um verdadeiro “direito de resistência” à vontade maioritária. Sendo um meio de tutela dos sócios minoritários no confronto com o interesse social (tendencialmente prescrito pela maioria) e o interesse próprio do sócio discordante. O que se procura aqui é

societário. Só através da concessão de crédito ou da prestação de garantias poderá ser violada a *ratio* proibitiva da assistência financeira e, portanto, só estas deverão considerar-se incluídas no âmbito da proibição.”

¹⁰⁰ Cfr. JOSÉ HORTA OSÓRIO, ob. cit., p. 195.

¹⁰¹ DIOGO COSTA GONÇALVES, “Direito especiais e o direito de exoneração em sede de Fusão, Cisão e Transformação de sociedades comerciais” O Direito 138º (2006), II, 313-362.

permitir ao sócio a possibilidade de alienar a sua participação social sem estar sujeita às limitações previstas para essa alienação.

Os credores da sociedade alvo também são tutelados com o direito que estes têm de oposição à fusão se dela derivar prejuízo para a realização dos seus créditos.¹⁰² Em síntese, o procedimento da fusão possibilita aos acionistas e credores analisarem as consequências da operação de fusão para, dessa forma, acautelarem os seus direitos.

Mediante o exposto, somos da opinião que o regime de proibição de assistência financeira, apenas abrange os negócios em que a sociedade assistente intervém como financiadora de aquisição das suas próprias ações, por interposta pessoa ou através de um negócio indireto. Será exemplo dessa situação uma sociedade *target* emprestar a Y, para que esta empreste a Z para esta última comprar ações da primeira. Reconhecemos, não obstante, que no nosso ordenamento jurídico, uma operação de LBO só não cai no regime de proibição de assistência financeira se for levada a cabo por uma operação de fusão.¹⁰³

Como foi referido *supra*, se a *target* incorpora a *newco* temos uma *reverse merger*, se a *target* se incorpora na *newco* temos a *forward merger*. Parece-nos assim que é a fusão na modalidade de *reverse merger* que se demonstra como uma operação mais inquietante. É que neste caso a assunção, por parte da *target*, das obrigações da *newco* é mais evidente. Já na *forward merger* a sociedade que resulta da fusão é a mesma que contraiu a dívida para adquirir as ações da sociedade incorporada. Ainda assim, apesar desta distinção formal defendemos que em ambas as situações, não estaremos no âmbito de aplicação da proibição se o fim determinante da fusão for outro para além do objetivo de ser a *target* a suportar o

¹⁰² Tal justifica-se porque a operação de fusão conduz à extinção da sociedade devedora e à transmissão das suas obrigações para outra sociedade, pelo que os credores “*passam a ter como devedor comum a sociedade resultante e o respectivo património líquido como garantia da satisfação dos seus créditos*”. Daqui depreendemos que os “*motivos gerais de proteção dos credores das sociedades fundidas(...)podem reconduzir-se a dois pontos fundamentais: a mudança da pessoa do devedor e a possível alteração das garantias*”. Para os credores das sociedades fundidas, ocorre a mudança da pessoa do devedor. O perigo assenta na possibilidade de o novo devedor não ter capacidade económica suficiente para satisfazer integralmente os seus créditos, que não ofereça garantias ou não as ofereça na mesma medida que o devedor originário. O novo devedor sucede universalmente, pelo que assume os elementos ativos e passivos do património. Cfr RAÚL VENTURA, *Fusão, cisão, transformação de sociedades: Comentário ao Código de Sociedades Comerciais* (3.^a reimpressão), Almedina, Coimbra, 2006, p. 169.

¹⁰³ Neste sentido JOSÉ HORTA OSÓRIO, op. cit. p. 203.

preço de aquisição das suas próprias participações. Se assim for, não se pretendeu com o regime da fusão defraudar os fundamentos da proibição de assistência financeira.¹⁰⁴

A fusão numa operação de LBO consiste numa reunião da *newco* com a *oldco* numa só sociedade, operando-se uma transferência global e unitária do património de uma para a outra, que ocorre independentemente da vontade das partes. A única exigência que defendemos aqui, é que a satisfação do financiamento perante os credores não seja o fim principal da fusão, por outras palavras, que a única razão da fusão seja que a sociedade *target* suporte o custo de aquisição das suas participações.

É incontestável que a fusão pode acarretar benefícios aos seus intervenientes, como por exemplo o aumento das suas receitas, redução de custos e riscos de mercado, uma maior abrangência de marca, criação de sinergias, entre muitos outros. Como sabemos, o projeto de fusão tem de ser aprovado em assembleia geral de cada uma das sociedades participantes (artigo 100º nº2 e 103º nº1 do C.S.C) sendo, desse modo, facultada aos acionistas a possibilidade de impedirem a fusão. Não obstante, se mesmo com esse aumento significativo do coeficiente de endividamento, os acionistas da *target* pretendem prosseguir com a fusão é porque genuinamente acreditam que os benefícios da união das empresas irão suplantar os custos que lhe estão inerentes e que os ativos futuros que virão a ser gerados serão suficientes para suportar o grau de endividamento que foi assumido. Entendemos por isso que não fará sentido proibir este tipo de operações visto que estar-se-ia desse modo a limitar fortemente a autonomia privada e a prejudicar um mercado livre que assenta na livre concorrência da oferta e da procura.

Se a *target* pagar um preço significativamente superior ao valor intrínseco do investimento e se tal for feito para permitir uma aquisição de ações próprias da *target* devemos entender que caímos no âmbito da proibição de assistência financeira. Porém, se o preço pago for justo e ponderado não se vislumbram razões que obstaculizem a operação. Há uma contrapartida

¹⁰⁴ INÊS PINTO LEITE perfilha um entendimento com o qual não podemos concordar. Para esta autora o princípio de proibição de assistência financeira do artigo 322º do C.S.C deve abranger as operações de LBO. Argumenta que o regime da proibição não distingue entre casos lícitos e casos ilícitos de assistência financeira. Nas suas palavras: “o art. 322º não consagra um certo grau de proteção que, quando atingido, resulta na exclusão da sua aplicação aos casos que o ultrapassem” Entende que existem outros interesses que não são acautelados com esta operação como a proteção dos credores e sócios minoritários. Desse modo, conclui a autora que a operação de fusão alavancada que facilita um terceiro a adquirir as ações da sociedade *target* é nula por violação da proibição de assistência financeira.

recebida pela sociedade que não é despicienda, havendo, efetivamente, um financiamento mas a finalidade dessa operação é mais do que isso. Por isso, se a operação superar um teste *at arm's length* entendemos que não caímos no regime da proibição.¹⁰⁵

Perante o exposto, concluímos que o regime de proibição de assistência financeira não deve ser interpretado no sentido de abranger na sua proibição certas operações de LBO. Sendo desse modo legítimo tais operações no nosso ordenamento jurídico.

¹⁰⁵ Cfr. PEDRO DE ALBURQUERQUE op. cit. p. 185

CONCLUSÃO

O regime de proibição de assistência financeira previsto no artigo 322º do C.S.C não consagra, no nosso entender, uma proibição absoluta a todas e quaisquer situações de assistência financeira. Entendemos que essa norma proibitiva deverá ser interpretada de modo restritivo e que certas operações (como o caso dos LBO) não deverão, verificados certos requisitos, considerar-se abrangidos pela proibição. Os argumentos que foram mencionados fundamentam tal permissão (ainda que com fortes limitações) da assistência financeira. É que a tendência flexibilizadora do regime que se fez sentir a nível europeu não pode ser vista como despicienda para uma correta interpretação do artigo 322º do C.S.C.

Somos da opinião que, de um modo geral, a proibição do artigo 322º só se deverá aplicar às situações em que o financiamento concedido seja o motivo principal e determinante que justifique a compra das ações da sociedade assistente, exigindo-se desse modo uma análise casuística da operação que se pretende realizar. Ora, como a finalidade dos LBO é, em regra, mais ampla que a mera assistência financeira consideramos que são uma operação válida no nosso ordenamento jurídico. Mais, operando o LBO com a fusão da *newco* com a *target*, esta última assume efetivamente uma dívida da *newco* perante o credor. Porém, esta assunção de dívida não ocorre por vontade das partes mas sim *ope legis* por se transmitir um património universal. Desse modo, a assunção de dívida por parte da *target* não é um efeito direto e principal da fusão. A assunção de dívida num LBO integra-se num negócio mais vasto e por natureza oneroso que é a operação de fusão. A assistência financeira nos LBO é apenas um meio para se alcançar um fim muito mais amplo e com regime próprio que é a fusão. A sinergia ou reestruturação gerada é, senão imediatamente, pelo menos a médio ou longo prazo, suscetível de provocar um crescimento e reforço do património e provocar ainda uma evolução futura da atividade económica que a sociedade resultante da fusão se propôs desenvolver.

As condições e objetivos dos LBO devem ser sempre ponderados. Os meios financeiros utilizados devem ser escrutinados para verificar a viabilidade da dívida daí resultante, e quando tal se revelar apropriado, a apresentação de estudos e relatórios de entidades independentes que atestem o equilíbrio de todo o processo.

Para além das inúmeras vantagens que estas operações podem trazer para a economia em geral não temos dúvidas que os requisitos que se têm de verificar para operar a fusão acautelam de forma mais que suficiente os interesses de todos intervenientes, sejam acionistas, credores ou sócios minoritários. Seja através das regras relativas à relação de troca justa pelas ações novas resultantes da fusão, ou pelo direito de exoneração previsto no artigo 105º do C.S.C. Os credores da *target* também são tutelados com o direito que estes têm de oposição à fusão se dela derivar prejuízo para a realização dos seus créditos.

Em suma, entendemos o LBO como um mecanismo, em regra, permitido no nosso ordenamento que é suscetível de trazer inúmeras vantagens a todos os seus intervenientes e um instrumento que permite alcançar uma maior eficiência produtiva e dinamizar os mercados.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, BERNARDO MOTA – “Proibição da Assistência Financeira- Notas para a sua Interpretação e Aplicação”, in *Actualidad Jurídica, Uría Menéndez*, nº 15, ano 2006

- ABREU, JORGE COUTINHO DE – *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 6ª Edição Almedina, Coimbra, 2020

- ANDRADE, MARGARIDA COSTA – “Artigo 322” in JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. V, Coimbra, Almedina, 2018

- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA – “A Empresa como objeto de negócios- Asset deals versus Share deals”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. II/III, nº 68, 2008

- ALBUQUERQUE, PEDRO DE – *Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*, Almedina, 2019

- BARBOSA, MAFALDA MIRANDA, – “Reflexões acerca do princípio da especialidade do fim” *Revista da Faculdade de Direito e Ciência Política da Universidade Lusófona do Porto*, [S.l.], v. 7, n. 7, aug. 2016. ISSN 2184-1020 p. 33, disponível em: <<https://revistas.ulusofona.pt/index.php/rfdulp/article/view/5537>>. Último acesso em: 19 de junho 2020

- BEBCHUK, LUCIAN & FRIED, Jesse, Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, (2004) disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537783 Último acesso em: 19 de junho 2020

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa* in ROA, Ano 54, 1954

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (coord.) – Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de dissolução e de liquidação de Entidades Comerciais (DLA), 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, – *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, Ano 66-Vol. II-Set 2006 (ponto 23) Disponível em: <https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-ii-set-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-os-deveres-fundamentais-dos-administradores-das-sociedades/> Último acesso em: 19 de junho 2020

- CORREIA, ANTÓNIO FERRER – *Lei das Sociedades Comerciais (Anteprojecto)*, Com colaboração de António Caeiro, BMJ 185 (1969) p. 25-81

- CUNHA, PAULO OLAVO – *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019

- CRISTOVÃO, JOÃO MARCELO FERREIRA – *Garantias Prestadas por Sociedades Comerciais a Obrigações de Sociedades Coligadas*, disponível em: https://run.unl.pt/bitstream/10362/6832/1/Cristovao_2011.PDF Último acesso em: 19 de junho 2020

- DOMINGUES, PAULO DE TARSO – *Proibição de Assistência Financeira no Contexto dos Mecanismos de Proteção de Credores* AB instantia- Revista do Instituto do Conhecimento AB, outubro 2013, Ano I, nº 2 pp. 53-74

- DUARTE, RUI PINTO – Parecer inédito sobre a prestação de garantias por sociedades

- EASTERWOOD, JOHN C., ANJU SETH, AND RONALD F. SINGER. – The Impact of LBOs on Strategic Direction» 32/1 (Fall 1989): pp 30-43 disponível em: <https://journals.sagepub.com/action/doSearch?SeriesKey=cmra&AllField=The%20Impact%20of%20LBOs%20on%20Strategic%20Direction> Último acesso em: 19 de junho 2020

- FERRAN, EILÍS VERONICA, – Simplification of European Comparative Law on Financial Assistance, in EBOR (6), 2005

- FERRARINI, GUIDO AND UNGUREANU, MARIA C., Executive Remuneration – A Comparative Overview (October 14, 2014). draft chapter for the Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (J. Gordon and G. Ringe eds.), Oxford University Press, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 268/201, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2509968> Último acesso em: 19 de junho 2020

- GOMES, FÁTIMA, – Manual de Direito Comercial - Noções Gerais e Regimes Complementares, Universidade Católica Editora, 2ª Edição, 2017

- GONÇALVES, DIOGO COSTA – *Direito especiais e o direito de exoneração em sede de Fusão, Cisão e Transformação de sociedades comerciais*, O Direito 138º (2006), II, 313-362 in Separata da Revista “O Direito II” Almedina – 2006

- GONÇALVES, DIOGO COSTA – *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais: A Posição jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae* Almedina, 2008

- GONÇALVES, DIOGO COSTA – *Pessoa Coletiva e Sociedades Comerciais: dimensão problemática e coordenadas sistemáticas da personificação jurídico privada* Almedina, 2015

- JONES, THOMAS M. AND REED O. HUNT – “The ethics of leveraged management buyouts revisited”, *Journal of Business Ethics* November 1991, Volume 10, Issue 11, pp 833–840 disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/BF00383699> Último acesso em: 19 de junho 2020

- KELSO, LOUIS O.; PATRICIA HETTER – “Leveraged Buyouts Good and Bad”, *Management Review*. Nov87, Vol. 76 Issue 11

- LABAREDA, JOÃO – Nota sobre a prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas a outras entidades, *Direito Societário Português, Algumas Questões*, Lisboa, Quid Juris, 1998

- LEITE, INÊS PINTO – “Da proibição de assistência Financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs”, *DSR*, Coimbra, ano 3 Vol. 5, (março 2011)

- MACHADO, JOÃO BAPTISTA – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 2019

- MARQUES, ELDA –*Fusão e Cisão (não) proporcionais in III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina 2014 ISBN 978-972-40-5749-1

- MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL – *E Depois do Código Das Sociedades Comerciais em Comentário, Capacidade das Sociedades Comerciais*, Coimbra, 2015

- MORAIS, FERNANDO GRAVATO DE, – “*Locação Financeira de estabelecimento Comercial*”, *Nos anos 20 do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos profs. Doutores A. F. Correia, O. Carvalho e V. L. Xavier*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007

- NEGRÃO, ANA, – “*A remuneração variável e o Herd Behavior entre administradores*”, in *Estudos de Regulação Pública – II*. Coimbra, Coimbra Editora, maio 2015

- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA, – *Metodologia Jurídica - Problemas Fundamentais*, Coimbra Editora, 2013

- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE – *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015

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

- ROCHA, MARIA VITÓRIA RODRIGUES FERREIRA – *Aquisição de ações próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1994

- RUSSO, FÁBIO CASTRO – “*Fusão e cisão de sociedades (Portugal)*” in COELHO, Fábio Ulhoa, RIBEIRO, Maria de Fátima (coords.), *Questões de Direito Societário em Portugal*

e no Brasil, Coimbra, 9789724048314. (2012) pp. 589-614 disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.14/15071> Último acesso em: 19 de junho 2020

- SILVA, EDUARDO SÁ – *Fusões e Aquisições Abordagem contabilística, financeira e fiscal*, Vida Económica, 2016
- SILVA, JOÃO GOMES DA – “Ações Próprias e Interesse dos Acionistas”, in ROA, Ano 60, 2000, Vol. II
- SILVA, MARIANA DUARTE – “Assistência financeira - No âmbito das sociedades comerciais”, RDS, Ano II (2010), nº I-2, pp. 145-236
- TAVARES, JOSÉ – *Sociedades e Empresas Comerciais, 2ª edição completada das sociedades commerciaes e da parte jurídica das Emprezas no Direito comercial Portuguez*, Coimbra Editora- 1924
- TORRES, ISABEL PINHEIRO – “Da aplicação da proibição de Assistência Financeira às Sociedades por Quotas” in *Instituto do Conhecimento AB* Colecção Estudos, nº 3, 2015
- VENTURA, RAÚL – *Fusão, cisão, transformação de sociedades: Comentário ao Código de Sociedades Comerciais*, 1.ª ed. (3.ª reimpressão), Almedina, Coimbra, 2006