

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Escola de Lisboa



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

**O REGIME JURÍDICO DA PROIBIÇÃO DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA  
PARA AQUISIÇÃO DE AÇÕES PRÓPRIAS E O CASO PARTICULAR DOS  
*LEVERAGED BUYOUT***

Gonçalo Filipe de Araújo Dias

Dissertação elaborada no âmbito do  
Mestrado em Direito Empresarial

Orientador: Exma. Senhora Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Junho 2020

*Aos meus pais, grato pelos valores que me inculcaram,  
Obrigado por todo o apoio, amor e dedicação;*

*À minha irmã, pelo conforto com que me acolhe em tempos de incerteza,  
Obrigado pela paciência e motivação;*

*À Natacha, por caminhar ao meu lado na luta pelos meus sonhos,  
Obrigado pelo companheirismo e felicidade que me transmite.*

## Índice

<b>Lista de Abreviaturas.....</b>	<b>- 4 -</b>
<b>Palavras-Chave.....</b>	<b>- 4 -</b>
<b>Introdução.....</b>	<b>- 5 -</b>
<b>1. Fundamento da proibição de assistência financeira.....</b>	<b>- 6 -</b>
1.1. A proibição de assistência financeira como reforço do regime das ações próprias.....	- 6 -
1.2. Fundamento de carácter patrimonial.....	- 9 -
1.3. Fundamentos de carácter administrativo.....	- 12 -
1.4. Uma <i>ratio</i> difusa.....	- 15 -
<b>2. Caracterização da proibição de assistência financeira – artigo 322º CSC....</b>	<b>- 16 -</b>
2.1. Pressupostos da proibição.....	- 17 -
2.1.1. Elementos Objectivos.....	- 17 -
i) Negócio de financiamento entre a sociedade e um terceiro ( <i>i.e.</i> , a sociedade concede empréstimos, ou por qualquer forma fornece fundos ou presta garantias a um terceiro).....	- 17 -
ii) Subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente pelo terceiro.....	- 23 -
2.1.2. Elemento Subjetivo.....	- 25 -

<b>3. Afastamento da proibição: as exceções.....</b>	<b>- 26 -</b>
3.1. As transações que se enquadram nas operações correntes dos bancos ou outras instituições financeiras.....	-27 -
3.2. Operações realizadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada.....	- 28 -
3.3. A ressalva do capital social no âmbito das exceções admitidas.....	- 30 -
<b>4. Consequências jurídicas da violação da proibição.....</b>	<b>- 31 -</b>
<b>5. Análise ao caso particular dos LBO (Leveraged Buyout): A compra ou fusão alavancada.....</b>	<b>- 33 -</b>
<b>6. A alteração à 2ª Diretiva.....</b>	<b>- 42 -</b>
<b>Reflexões finais.....</b>	<b>- 44 -</b>
<b>Anexo I.....</b>	<b>- 46 -</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>- 47 -</b>

## **Lista de Abreviaturas:**

**AG** - Assembleia Geral

**CC** - Código Civil

**CSC** - Código das Sociedades Comerciais

**Cfr.** - Confrontar

**Coord.** - Coordenação

**DL** - Decreto Lei

**e.g.** - *Exempli gratia* – Por exemplo

**Ob. cit.** - Obra citada

**i.e.** - Isto é

**LBO** - *Leveraged Buyout*

**MLBO** - *Merger Leveraged Buyout*

**N.º** - Número

**Newco** - *New company*

**p.** - Página

**pp.** - Páginas

**RGICSF** - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

**ss.** - Seguintes

**Targetco** - *Target company*

**v.** - *Vide*

**v.g.** - *Verbi gratia* – Por exemplo

**Palavras-Chave:** Assistência financeira; Sociedade assistente; *Leveraged Buyout*; Fusão Alavancada

## Introdução

O tema objeto do presente estudo traduz-se na proibição, consagrada no artigo 322º do Código das Sociedades Comerciais<sup>1</sup>, que impede sobre as sociedades anónimas de conceder apoio financeiro a um terceiro (*i.e.*, conceder empréstimos, prestar garantias ou, por qualquer outra forma, fornecer fundos) de modo a que este adquira ou subscreva ações representativas do seu capital social, conduzindo a que seja o próprio património da sociedade, cujas participações são adquiridas, a suportar ou garantir o respetivo custo de aquisição.

Começaremos por abordar neste artigo, num primeiro momento, a *ratio* subjacente à proibição de assistência financeira. De seguida, centrar-nos-emos sobre os contornos deste regime positivado no artigo 322º do CSC: ou seja, proceder-se-á a uma análise, não só, dos pressupostos de que depende o preenchimento da interdição consagrada nesta norma, bem como as exceções que esta contém e as consequências jurídicas que advêm da violação da sua proibição.

Num segundo momento, procedemos à análise de uma técnica financeira de aquisição de uma participação maioritária (ou total) de uma sociedade, através do recurso a um alto nível de endividamento assegurado pela afetação do *cash flow* gerado pela empresa adquirida, técnica jurídica essa denominada por *leveraged buyout*. Nesta sede, e pese embora abordarmos apenas a modalidade *Merger Leveraged Buyout*, procuramos saber, mormente, se a figura da fusão alavancada, é ou não compatível com a proibição de assistência financeira.

Por último, faz-se uma referência à discussão ocorrida no âmbito da revisão da Segunda Diretiva, em matéria de harmonização do direito societário dos Estados-Membros, de que resultou a Diretiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro de 2006, que, neste assunto, trouxe uma nova redação ao artigo 23º/1 e introduziu o artigo 23º-A, verificando-se, por conseguinte, uma mudança de paradigma: da proibição de princípio passou-se para uma autorização fortemente condicionada – flexibilização essa que, não obstante o direito português não ter acolhido, foi adotada por certos estados-membros.

---

<sup>1</sup> Todos os artigos referidos neste artigo sem menção expressa de diploma legal pertencem ao Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo DL n.º 262/86, de 02/09, na redação dada pelo DL n.º 49/2018, de 14/08.

## 1. Fundamento da proibição de assistência financeira

A assistência financeira é, grosso modo, vedada em absoluto no ordenamento jurídico português (artigo 322º/1 do CSC). Resulta claramente da letra da lei o seu propósito imediato: impedir que pela concessão de empréstimos ou de fundos ou pela prestação de garantias, a sociedade preste assistência a terceiros para a liquidação, a título originário ou derivado, das suas próprias ações.

Cabe, porém, apurar o interesse específico que a lei visa proteger ao proibir estas operações. Qual é, então, a *ratio* que preside a esta proibição?

### 1.1. A proibição de assistência financeira como reforço do regime das ações próprias

Historicamente, apesar de não ser violada a proibição de aquisição, pela sociedade, de ações próprias (isto porque o terceiro assistido adquire as ações em nome e por conta própria e não por conta da sociedade), generalizou-se a ideia de que a consagração do regime de assistência financeira tinha em vista dar resposta à necessidade de impedir fraudes ao regime da proibição de aquisição de ações próprias, complementando-o de maneira a evitar operações cujo resultado económico e administrativo fosse o mesmo<sup>2</sup>. Assim, a uma sociedade estaria vedado adquirir, por si ou por interposição de terceiro, as suas próprias ações e, ainda, por um terceiro que as adquirisse em nome próprio mas financiado pela sociedade.

Contudo, a Doutrina não tardou em discordar desta solução, apontando para a incoerência e insuficiência deste argumento como fundamento da proibição em causa.

Ora, de facto, esse argumento não consegue explicar a diferença de regimes entre ambas as situações. Na verdade, de um lado ao termos uma proibição absoluta de assistência financeira e do outro uma proibição relativa de aquisição de ações próprias<sup>3</sup>, pode-se afirmar que é absurdo que para se reforçar o regime das ações próprias, o artigo

---

<sup>2</sup> Neste sentido VENTURA, Raúl, “Estudos vários sobre sociedades anónimas”, *in* Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Coimbra, Almedina, 1992, p.378; ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, “Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais”, Coimbra, Almedina, 1994, p. 311.

<sup>3</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, “Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais – A concessão de empréstimos, de fundos ou a prestação de garantias pela sociedade para a subscrição ou aquisição por um terceiro de ações representativas do seu próprio capital social”, Almedina, 2019, p.35, nota 96 – Admite-se, no código das sociedades comerciais, um conjunto de exceções à proibição de aquisição de ações próprias: o artigo 317º/2 do CSC dá a possibilidade de a sociedade adquirir e deter ações próprias até ao limite de 10% do seu capital sendo que, esse montante, está ainda sujeito às exceções do artigo 317º/3, podendo ser ultrapassado se se verificarem certas circunstâncias.

322º proíba o permitido pelo regime por ele prolongado<sup>4</sup>. Ademais, verifica-se também uma desigualdade de efeitos no que diz respeito aos atos não permitidos: nulidade, no caso da assistência financeira, simples ilicitude não determinante da nulidade da aquisição, na hipótese de aquisição de ações próprias.<sup>5/6</sup>

Também do ponto de vista estrutural, não obstante existir uma situação comum tanto na assistência financeira como na aquisição de ações próprias (a intervenção da sociedade na negociação e transferência das suas ações), a verdade é que existem, no entanto, várias diferenças estruturais entre ambas que impedem a sua subsunção a um único fundamento<sup>7</sup>. Ou seja, por outras palavras, e na expressão de Carlos Osório de Castro<sup>8</sup>, os riscos a que a sociedade fica exposta quando adquire ações próprias são diferentes relativamente àqueles a que fica sujeita quando presta assistência financeira a um terceiro que não atue por sua conta.

Com efeito, e citando apenas alguns pontos de divergência entre as duas figuras em questão, na assistência financeira, ao contrário do que se sucede com as ações próprias<sup>9</sup>, a sociedade assistente não se torna sócia de si mesma. Não obtém, por isso, uma participação em si própria, isto é, não se torna proprietária dos títulos, os quais permanecem em poder do terceiro, pelo que, destarte, do ponto de vista dos credores, a sociedade ao se limitar a proceder a uma substituição de ativos (na situação em análise, à saída do dinheiro surge um direito de crédito, de valor correspondente, frente ao terceiro

---

<sup>4</sup> Nesse mesmo sentido ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.35; LEITE, Inês Pinto, “Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Maio de Ano 3 – Vol. 5, 2011, p. 136 e NUNES, Pedro, “A proibição de assistência financeira. Em especial o *leveraged buyout* (lbo)”, in *Revista electrónica de direito*, 2015, Junho, Nº 2, p.9.

<sup>5</sup> Salvo tratando-se de subscrição de ações ou de a aquisição ter por objeto ações próprias não integralmente liberadas, uma vez que, caso se verifique essa eventualidade, a sanção é igualmente a nulidade. Cfr. artigos 316º/1, 318º, 323º/1/2 e 3.

<sup>6</sup> Nesse sentido, CASTRO, Carlos Osório de, “A prestação de garantias e a assistência financeira no âmbito de uma relação de grupo”, in *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Telles*, Almedina, 2012, Vol. II, pp. 423 a 424; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.36.

<sup>7</sup> Nessa direção, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.36; Inês Pinto, ob. cit., pp. 136 e 137 e ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, ob. cit., p. 312.

<sup>8</sup> CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 424.

<sup>9</sup> A sociedade, em contrapartida do preço, obtém uma participação nela própria, sendo esta, do ponto de vista jurídico, um objeto carecido de valor, ficando, por isso, o património da sociedade, no tocante aos credores, diminuído em toda a medida do preço pago ao vendedor. Cfr. CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 424.

pela restituição das entradas)<sup>10</sup>, não há, contrariamente à aquisição de ações próprias<sup>11</sup>, uma diminuição do seu património na medida do preço pago ao vendedor. Os credores e os sócios só seriam prejudicados na eventualidade de o beneficiário da prestação não cumprir as suas obrigações, pois se quem adquire as ações restituir o empréstimo, ou no caso de se estar perante uma prestação de garantia, esta não for exigida, o respetivo património da sociedade assistente permanece inalterado<sup>12/13</sup>.

Poder-se-ia alegar, também, em defesa da ideia segundo a qual seria ainda a limitação do regime das ações próprias a estar subjacente à proibição de assistência financeira, as situações em que por um inadimplemento por parte do terceiro assistido, a sociedade, para saldar a dívida do terceiro, e em última análise, o executaria, seja diretamente, seja em via de regresso e, nessa medida, acabar por ser paga com as suas próprias ações, vindo a adquiri-las<sup>14</sup>.

Todavia, esta possibilidade pode existir em toda a situação de empréstimos ou garantias dadas por uma sociedade em proveito dos sócios, que não são genericamente proibidos pelo CSC. Ou seja, tal como afirma Mariana Duarte Silva, “*este é um resultado que pode decorrer do incumprimento de qualquer dívida existente de um sócio perante a sociedade, não apenas das que são contraídas no âmbito de operações de assistência financeira*”<sup>15</sup>, pelo que, por conseguinte, se fosse esta a preocupação do legislador, não faria sentido que a interdição do preceito em análise tivesse em vista apenas a assistência financeira.

---

<sup>10</sup> Também, em termos financeiros, existe uma diferença estrutural entre as duas figuras em análise: o conteúdo material da contraprestação recebida pela sociedade na aquisição de ações próprias e nas operações de financiamento é distinto. Na aquisição (onerosa) de ações próprias, a saída do dinheiro corresponde apenas uma entrada de “papel” no património da sociedade – entrada no património social de um bem de duvidosa consistência patrimonial-, enquanto que, por outro lado, na assistência financeira, o valor da contraprestação depende da natureza gratuita ou onerosa do negócio de financiamento, traduzindo-se, em regra, como referido supra, num direito de crédito sobre o terceiro, pelo que, por isso, nas duas operações em confronto, o perigo patrimonial não é o mesmo. Cfr. ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, ob. cit., p. 312 e LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 136 e 137.

<sup>11</sup> Em que os bens pertencentes à sociedade vão ser substituídos por bens sem conteúdo económico material, reduzindo-se, assim, os bens afetos à garantia dos terceiros. Cfr. FERREIRA, Jéssica Rodrigues, “A proibição de assistência financeira para aquisição de ações próprias”, in *Direito das sociedades em revista*, Almedina, 2015, ano 8, vol. 15, p. 65.

<sup>12</sup> Para FERRERIA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 66, existe uma alteração qualitativa do património social, uma vez que são substituídos bens efetivos e certos por créditos cuja recuperabilidade é incerta, diminuindo-se assim as garantias dos terceiros credores pelo facto de haver um risco (latente) de o crédito não vir a ser liquidado e de se não o conseguir cobrar.

<sup>13</sup> No mesma direção vide CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 424

<sup>14</sup> Nessa direção vide SILVA, Mariana Duarte, “Assistência financeira no âmbito das sociedades comerciais”, in *Revista de direito das sociedades*, 2010, II, ½, pp. 169 a 174 e ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp.37 a 38.

<sup>15</sup> SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p.174.

Pode-se, assim, concluir que o reforço do regime de ações próprias não fundamenta a proibição de assistência financeira.

## 1.2. Fundamento de caráter patrimonial

O fundamento da regra do artigo 322º que é mais apontado pela doutrina é o da tutela dos credores e a preservação do capital social<sup>16</sup>. Os efeitos patrimoniais tanto na aquisição de ações pela própria sociedade, diretamente ou por intermédio de um terceiro que atue por sua conta, como na assistência financeira, em que o terceiro atua por conta própria mas onde são utilizados fundos da sociedade, são tendencialmente equivalentes: como explica Ana Perestrelo de Oliveira, *“os bens da sociedade são utilizados para adquirir as suas próprias ações, de tal modo que não existe entrada de “dinheiro fresco” na sociedade”*.

Com efeito, não obstante a lei não proteger os credores de quaisquer variações patrimoniais, protege-os diante reduções do património da sociedade em benefício dos sócios, sendo este o conteúdo essencial do princípio da intangibilidade do capital social.

Ora, é inegável que a assistência financeira bem como a aquisição de ações próprias podem lesar o referido princípio: se a sociedade utilizar as suas reservas financeiras para beneficiar um sócio (atual ou futuro), tendo em vista facilitar-lhe a aquisição de ações, pode-se afirmar que o património social será utilizado em favor dos sócios em situações em que poderia ser necessário para satisfazer os credores.

Deste modo, tal como refere Maria Victória Rocha, no plano financeiro a norma tem em vista preservar o princípio da intangibilidade do capital social, evitando que o capital *“seja “alimentado” com base no património da própria sociedade em vez de o ser com apports externos dos acionistas, tutelando o capital enquanto garantia de terceiros”*<sup>17</sup>.

Contudo, a doutrina tem sido unânime ao declarar a insuficiência deste fundamento, uma vez que, o mesmo, não justifica, por si só, a proibição absoluta de assistência financeira. Caso a sociedade possa assistir financeiramente um terceiro com

---

<sup>16</sup> Considerando ser esta a finalidade primária do artigo 322º vide OLIVEIRA, Ana Perestrelo, “Manual de Corporate Finance”, Almedina, 2017, pp. 225 a 227; OSÓRIO, José Diogo Horta, “Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e a sua harmonização com o direito português”, Coimbra, Almedina, 2001, pp. 194 e 195, vendo a função principal da interdição do artigo 322º na conservação do equilíbrio entre o capital e o valor líquido da empresa, protegendo, assim, os interesses dos credores.

<sup>17</sup> ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, ob. cit., p. 312.

recurso aos seus capitais livres (isto pelo facto de, nos termos do artigo 32º/1, o património líquido da sociedade ser superior à soma do capital e das reservas indisponíveis), pode-se afirmar que a proibição em análise perde a razão de ser, isto porque, a referida interdição, que se justifica pela proteção de tutela da integridade do capital social, deixa de merecer aplicação sempre que esta tutela não esteja em causa<sup>18</sup>.

Ademais, se o fundamento da proibição tivesse por base a tutela da função garantia do capital social, não se compreenderia o porquê de o legislador ter tutelado de forma mais intensa o regime da assistência financeira do que o de aquisição de ações próprias, onde o risco para terceiros são maiores<sup>19</sup>.

Com isto, Ana Perestrelo de Oliveira, paralelamente à doutrina alemã<sup>20</sup>, defende a redução teleológica do artigo 322º, permitindo-se, assim, a assistência, no limite dos bens distribuíveis e mediante deliberação dos sócios<sup>21/22</sup>.

Argumenta-se, ainda, que a norma tem em vista proteger a função produtiva do capital social, isto é, o capital social enquanto instrumento para o desenvolvimento da atividade empresarial e não já enquanto instrumento de garantia perante terceiros, na medida em que as operações de financiamento podem abster o património social de bens concretos, ao se substituir, com estas, bens reais por créditos cuja respetiva cobrança é incerta.

Assim sendo, a proibição em análise evita que um eventual prejuízo económico resultante das operações de assistência financeira (na hipótese de não se conseguir recuperar o capital utilizado para esse efeito), prejudique a capacidade da sociedade de cumprir os seus fins empresariais.

---

<sup>18</sup> No mesmo sentido, considerando que o argumento em causa não é apto a justificar a proibição quando a assistência é realizada com recurso a reservas disponíveis, *vide* FERREIRA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 67 e DOMINGUES, Paulo de Tarso, “Proibição de “assistência financeira” no contexto dos mecanismos de proteção de credores”, in AB Instantia, Revista do conhecimento AB, Almedina, 2013, Ano I, Nº2, p. 56, nota 8.

<sup>19</sup> FERRERIA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 67 e, na mesma linha de pensamento, CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 424, afirmando que “*não é normal que uma disposição destinada a evitar a fraude a outro preceito seja mais severa que a própria norma tutelada*”.

<sup>20</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.56, embora Pedro de Albuquerque não tenha confirmado nada na obra do autor alemão, citado por Ana Perestrelo de Oliveira, no sentido de defender uma redução teleológica das regras de assistência financeira no caso de serem usadas reservas livres suscetíveis de serem distribuídas, referindo que este chega a essa conclusão por interpretação e não por redução.

<sup>21</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo, ob. cit., pp. 225 a 227.

<sup>22</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 58 e 59 – para o autor, o resultado de, ao estarmos perante reservas livres, não se dever aplicar a regra da proibição de assistência financeira nos termos literais do artigo 322º, “(...) *pode e deve ser obtido por interpretação, sem necessidade de apelo à redução teleológica*”, sendo esta, a seu ver, inadmissível e desnecessária, uma vez que, para Pedro de Albuquerque, a ideia de interpretação já antecipa os problemas a que a redução teleológica pretende dar resposta.

Todavia, mais uma vez, não se compreende com esta justificação o carácter absoluto e indiscriminado da interdição em causa, isto porque ter-se-iam de considerar legítimos os negócios que não pusessem em causa o desenvolvimento do objeto social<sup>23</sup>, ou que não fossem improdutivos ou prejudiciais para a sociedade<sup>24</sup>. Tal como destaca Sabino Fortunato<sup>25</sup>, as operações que entrassem no objeto social deveriam ser, logicamente, legítimas e, por isso, estar excluídas da proibição em questão.

Há quem defenda na doutrina, para ultrapassar as insuficiências do capital social na justificação da proibição absoluta de assistência financeira, que a proibição em análise tem como finalidade a tutela do património social na sua totalidade, conservando-o como um todo. Ou seja, o artigo 322º, nesta ótica, dirigia-se não só à proteção do capital social, enquanto garantia dos credores sociais e enquanto meio de desenvolvimento da atividade empresarial, mas, também, à defesa do património social “*a título de centro gerador de riqueza económica e bem-estar para a comunidade em geral*”<sup>26</sup>, impedindo-se qualquer deterioramento de elementos patrimoniais da sociedade resultante dos negócios de assistência financeira.

Contudo, para alguns autores<sup>27</sup>, esta opinião doutrinária é criticável alegando-se que: não se afigura no direito societário um princípio geral de proteção do património social na sua totalidade, existindo, apenas, um princípio de intangibilidade do capital social, pelo que, por conseguinte, a proibição em análise não se pode justificar como sendo uma manifestação desse princípio; caso existisse um princípio geral de proteção do património social *in toto*, ter-se-iam que legitimar todos os negócios que não causassem prejuízo patrimonial para a sociedade, tanto aqueles que não implicam uma desvantagem patrimonial para esta – por exemplo, o acordo por uma contraprestação adequada –, bem como os que se revelam vantajosos, mesmo que sejam só posteriormente<sup>28/29</sup>, o que não se verifica no regime vigente, onde o legislador, conjeturando que estes são lesivos,

---

<sup>23</sup> Cfr. LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p.138 – por exemplo, operações em que se utilizassem recursos não essenciais ao desenvolvimento da atividade social.

<sup>24</sup> De igual pensamento, FERRERIA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 68, ao afirmar que este argumento não dá uma resposta ao problema, uma vez que se fosse a razão de ser da proibição, ter-se-ia o legislador bastado com a proibição de assistência financeira efetuada com bens necessários para a cobertura do capital social e reservas indisponíveis, o que não o fez.

<sup>25</sup> FORTUNATO, Sabino, “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie, La seconda Direttiva cee in materia societaria”, a cura di Luca Buttarò e Antonio Patroni Griffi, “Rivista delle Società”, Milão, 1984, pp. 433 e ss. *apud* ROCHA, ob. cit., p. 312.

<sup>26</sup> LEITE, Inês pinto, ob. cit., p. 138.

<sup>27</sup> *Vide* LEITE, Inês pinto, ob. cit., p. 138 e 139 e FERRERIA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 68 e 69.

<sup>28</sup> LEITE, Inês pinto, ob. cit., pp. 138 e 139.

<sup>29</sup> Refere VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 378, que “*preservar o património social e não apenas o capital quanto aos riscos das operações também não parece motivo sólido*”.

“estabelece uma proibição genérica e ex ante de assistência financeira, ignorando o resultado económico que, em concreto, possa ter”<sup>30</sup>.

### 1.3. Fundamentos de carácter administrativo

No plano administrativo ou organizativo, a proibição de assistência financeira tem em vista a proteção da sociedade e respetivos acionistas ante possíveis abusos da administração na manipulação da estrutura acionista e, conseqüentemente, da vontade social. Ou seja, através da proibição de assistência financeira, evita-se abusos por parte dos administradores que, de outro modo, poderiam facilitar a terceiros da sua confiança – “que se mostrem dispostos a apoiar a sua posição ou a permitir a execução de planos estratégicos ou operações específicas”<sup>31</sup> - fundos da sociedade para a aquisição das ações de que necessitam, com o objetivo de, por exemplo: assegurar a sua posição nas deliberações da assembleia; facilitarem, por solicitação do terceiro no seu interesse pessoal, a aquisição de posição de domínio na sociedade à custa do património social; gerarem uma situação de *share trafficking* por forma a alterar o mercado, aumentando, com isto, artificialmente o valor das ações<sup>32</sup>, entre outros<sup>33</sup>.

Dito isto, a norma proibitiva destinar-se-ia a salvaguardar a integridade dos órgãos sociais e a prevenir os conflitos de interesse que poderiam resultar deste tipo de operações entre os órgãos sociais (que são designados por uma maioria controladora) e os acionistas minoritários<sup>34</sup>.

É de se referir que existe uma analogia manifesta entre as operações de assistência financeira e a aquisição e detenção de ações próprias, no que respeita à tutela da organização social (tanto na perspectiva da integridade dos órgãos sociais como na perspectiva do mercado da sociedade): quer na assistência financeira como nas operações

---

<sup>30</sup> FERRERIA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 69.

<sup>31</sup> SILVA, Mariana Duarte, op. cit., p. 180.

<sup>32</sup> Cfr. SILVA, Mariana Duarte, op. cit., p. 181. Através da assistência financeira a terceiros na compra das suas ações, a sociedade poderá interferir no mercado criando uma procura artificial das suas ações, originando, assim, uma ilusão de dinamismo do seu mercado acionista, com a conseqüente subida especulativa das cotações. No entanto, para a autora, a aquisição e detenção de ações próprias é tão ou mais suscetível de influenciar o mercado das cotações que a própria assistência financeira, e nem por isso existe relativamente a elas uma proibição absoluta – sendo que, apesar da proibição de assistência financeira existir para todas as sociedades anónimas, este fundamento só é aplicável no contexto das sociedades cotadas.

<sup>33</sup> Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 47 e 48 e ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, ob. cit., pp. 312 e 313.

<sup>34</sup> SILVA, Mariana Duarte, op. cit., pp. 180 e 181 e OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 195.

pelas quais a sociedade adquire as suas próprias ações, a administração tem à sua disposição um sistema que lhe permite influenciar a composição e equilíbrio de poderes na estrutura acionista da sociedade, facilitando a entrada na sociedade de acionistas que permitirão apoiar e desenvolver operações e estratégias específicas.

Com efeito, não obstante ser notório que este seria um resultado que o legislador deveria querer obviar, não se entende uma proibição mais extensa do que a oferecida pelo regime das ações próprias<sup>35/36</sup>, até mesmo porque, no caso das ações próprias, na hipótese de existir um comportamento abusivo da administração, estão em causa capitais próprios da sociedade, enquanto que, por outro lado, no caso da assistência financeira, esta pode não atingir o património social.

Ademais, não se percebe o porquê do artigo 322º querer proibir a interferência da administração na estrutura societária quando esse é um resultado ou efeito permitido nas situações previstas no artigo 328º/2, a), uma vez que a outorga ou a negação do consentimento na transmissão de ações, também tem impacto sobre a estrutura acionista.

Poder-se-ia alegar, ainda, que a assistência financeira poderia dar origem ao estabelecimento de um dado núcleo acionista em detrimento de outro, através do auxílio oferecido pela sociedade à aquisição de ações a determinados sócios. Contudo, seria estranho que a lei usasse uma proibição de realização de tais atos ao invés de se basear, como em geral sucede, nos deveres dos administradores<sup>37</sup>. Aliás, esquemas de assistência financeira gerados pela administração tendo em vista obter vantagens para si própria em prejuízo do interesse social, desencadeariam já os mecanismos de responsabilidade da administração por violação dos seus deveres legais ou, eventualmente, constituiriam fundamento de anulabilidade das deliberações que as implementam, sem que fosse necessária uma proibição de assistência financeira, principalmente com a extensão que lhe foi conferida<sup>38</sup>.

Dito isto, é de se referir que embora a tutela da organização social possa ser apontada como uma *ratio* subjacente ao controlo e restrição das operações de assistência financeira,

---

<sup>35</sup> Tal como afirma ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.50, a aquisição de ações próprias pode ter como efeitos a alteração da estrutura societária e nem por isso existe uma proibição absoluta.

<sup>36</sup> Existindo, é certo, uma diferença entre os dois regimes: as ações próprias da sociedade veem os seus direitos suspensos – artigo 324º -, sendo que o mesmo não sucede relativamente às ações resultantes da operação de assistência. No entanto, se o efeito pretendido fosse esse, então, podia o legislador ter optado pela mesma solução. Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.50.

<sup>37</sup> Nesse sentido ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.49. e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, ob. cit., p. 227.

<sup>38</sup> SILVA, Mariana Duarte, op. cit., p. 182.

esta não pode, no entanto, justificar a extensão e, por isso, a interdição absoluta com que o legislador as proibiu.

Por outro lado, para alguma doutrina, a proibição de assistência financeira tem em vista assegurar o cumprimento pelo princípio da igualdade de tratamento entre acionistas, uma vez que, não só pelo facto de o terceiro não ser sócio no momento do financiamento, mas, também, pela impossibilidade de a sociedade conseguir assistir da mesma forma todos os interessados na aquisição das suas ações<sup>39</sup>, pode-se afirmar que, diferentemente do regime das ações próprias<sup>40</sup>, o princípio da igualdade de tratamento entre sócios não tem aplicação nas operações de assistência financeira<sup>41</sup>.

Contudo, tendo em vista colmatar a insuficiência deste princípio neste tipo de operações, estendeu-se a proibição de assistência financeira, assegurando-se, assim, a igualdade entre todos, deixando de ser possível que acionistas ou futuros acionistas obtivessem vantagens relacionadas com a aquisição ou reforço da respetiva participação, em prejuízo dos restantes acionistas da sociedade assistente<sup>42</sup>.

Caso a sociedade assistisse financeiramente alguém para a compra de ações próprias, beneficiaria esse acionista, atual ou futuro, relativamente aos demais, podendo mesmo aumentar, porventura, o risco para os últimos dado o financiamento, existindo, deste modo, um regime mais gravoso relativamente às exigências de igual tratamento presentes e impostas no âmbito da aquisição e alienação de ações próprias pela sociedade – artigo 321<sup>o</sup><sup>43</sup>.

Dito isto, não se afigurando possível garantir a igualdade entre todos, até mesmo por muitas das vezes não se estar no domínio das relações entre a sociedade e os seus acionistas (no caso de o assistido não ser um sócio, mas um terceiro relativamente à sociedade), não é, pois, de estranhar que o legislador tenha optado por proibir os negócios de assistência financeira numa vasta extensão<sup>44</sup>.

---

<sup>39</sup> Como refere, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 185, ao se assistir financeiramente um adquirente, por exemplo, sob a forma de empréstimo ou prestação de garantias, é evidente que a sociedade não vai conseguir assistir da mesma forma os restantes acionistas e os demais interessados.

<sup>40</sup> Na aquisição de ações próprias a sociedade pode, no limite, adquirir o volume de ações pretendido a todos os acionistas, em função da respetiva proporção no capital, garantindo, assim, o cumprimento pela observância do princípio da igualdade de tratamento de acionistas imposto pelo artigo 321<sup>o</sup>. Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 52 e SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp 184 e 185.

<sup>41</sup> Neste sentido, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 184 e 185.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

<sup>43</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 52.

<sup>44</sup> SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p.185.

Todavia, há autores que não compartilham o entendimento de a proibição de assistência ter como fundamento o princípio da igualdade de tratamento entre os sócios<sup>45</sup>.

Com efeito, é concebível a existência de operações de assistência financeira respeitando o princípio da igualdade, não existindo um impedimento pelo respeito desse princípio pelo facto de, muitas vezes, o assistido ser um terceiro: “bastaria ser oferecida a mesma possibilidade a todos, nas mesmas condições e sujeita a rateio”<sup>46</sup>.

Nesta sede, a nível europeu, pelo facto de ser admissível o regime da assistência financeira (atualmente pelo artigo 64º da Diretiva 2017/1132/EU, de 14 de Junho de 2017)<sup>47</sup>, e para assegurar a ideia de igualdade, tem-se entendido existir (em termos análogos ao previsto no artigo 72º da Diretiva 2017/1132/UE e, entre nós, nos artigos 458º e seguintes), um direito de preferência<sup>48</sup> de todos os sócios, já existentes, à oferta da projetada assistência a um acionista ou terceiro<sup>49</sup>, pelo que, por isso, a proibição de assistência financeira não se poderia basear numa ideia de igualdade, sendo a mesma, nesta ótica, possível, salvaguardando-se a igualdade dos acionistas pela utilização de outros instrumentos que têm já em vista esse objetivo.

#### 1.4. Uma *ratio* difusa

Tal como defende Pedro de Albuquerque, após uma incessante indagação da *ratio* da proibição de assistência financeira, se ter concluído pelo afastamento de todas as razões oferecidas como fundamento do impedimento (tal como se verifica da análise realizada *supra*), por inviáveis, sendo, na verdade, o conjunto de todos esses alicerces insuscetíveis de fundarem a norma, pode-se afirmar que, em bom rigor, ao invés de estarmos perante uma *ratio* complexa<sup>50</sup>, verifica-se uma *ratio* ou fim difusos: “*um fim indeterminado, vago, impreciso (ou de meandros imprecisos), dotado de sinuosidades, de limitada*

---

<sup>45</sup> De forma oposta à plausibilidade deste fundamento *vide*, designadamente, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 53 a 55; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 139 e 140; NUNES, Pedro, ob. cit., p. 10; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, ob. cit., p. 227.

<sup>46</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 53.

<sup>47</sup> *Vide infra* 6.

<sup>48</sup> Que tem de ser exercido proporcionalmente entre todos, nos termos do regime do direito de subscrição preferencial em aumentos de capital. Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 53.

<sup>49</sup> *Ibidem*.

<sup>50</sup> *Ratio* essa defendida por alguma doutrina, cfr. LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp.141 e 142 e, acolhendo a mesma opinião, FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., pp.72 e 73, que afirma existir um fundamento preventivo contido na norma, englobando todos os perigos supramencionados – patrimoniais, administrativos e bolsistas – que estes tipos de negócios podem comportar, tendo o legislador estabelecido, destarte, um regime suscetível de englobar todas essas possibilidades, de maneira a eliminar a “*danosidade social polimórfica*” que está subjacente à assistência financeira.

*inteligibilidade, diminuta claridade e de muitas sobras e, portanto, de reduzidíssima operacionalidade, se alguma tivesse*<sup>51</sup>.

Com efeito, para o autor, atendendo à origem e evolução do regime da proibição, esta ideia torna-se evidente: a génese da interdição provém do artigo 144 do Código de Comércio Italiano de 1882, tendo sido, mais tarde, alterado o entendimento da proibição, levando o Direito europeu e nacional a legitimarem a assistência financeira em certas situações<sup>52</sup>, tendo-se transformado, assim, de absoluta em meramente relativa, e, ainda, em 6 de Setembro de 2006, com a aprovação da Diretiva 2006/68/CE, através da opção tomada ao nível do Direito europeu, tendo-se apresentado como opcional o regime de proibição de assistência financeira.

Assim, a assistência financeira, no que diz respeito à mistura e sobreposição entre o património social e as vicissitudes respeitantes às participações sociais que se pretendia evitar, é hoje valorada pelo Direito (não só europeu mas, também, nacional, como o artigo 322º/2 atesta) de uma forma distinta, pelo facto de se entender poder existir na assistência financeira aspetos e fins merecedores de tutela e, até, efeitos positivos para a sociedade e seus sócios, sem lesar, por isso, os credores – *maxime*, como atesta o regime imposto pelo Direito europeu atual<sup>53</sup>.

## **2. Caracterização da proibição de assistência financeira – artigo 322º CSC**

O regime da proibição de assistência financeira encontra-se previsto no artigo 322.º do CSC, que, sob a epígrafe “*Empréstimos e garantias para aquisição de ações próprias*”, determina que: 1- “*uma sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro*<sup>54</sup> *subscreva ou por outro meio adquira ações representativas do seu capital*”.

Com efeito, da análise deste preceito e para se poder afirmar que se está perante uma situação de assistência financeira, proibida para efeitos do artigo 322º, é necessário a verificação de três requisitos cumulativos: dois objetivos, (i) o primeiro consiste num negócio de financiamento (isto é, a concessão de empréstimos, o fornecimento de fundos

---

<sup>51</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.70.

<sup>52</sup> *Vide infra* 3.

<sup>53</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 70 a 72.

<sup>54</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.73, nota 202 – abrangendo esta expressão, também, os sócios da sociedade assistente. Para o autor, “(...) *tertius, é quem não for a própria sociedade*”. No mesmo sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, ob. cit., p. 231; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 142, nota 40; CUNHA, Paulo Olavo, “Direito das sociedades comerciais”, 6ª Edição, Lisboa, Almedina, 2016, p. 468.

ou a prestação de garantias); (ii) o segundo corresponde ao negócio de aquisição de ações da sociedade assistente pelo terceiro assistido; e, por fim, um requisito subjetivo, (iii) que se traduz no nexo causal que liga ambas as operações (“(...) *para que* (...)”)<sup>55</sup>.

Focar-nos-emos, assim, neste capítulo, na análise destes requisitos de que depende a aplicação da proibição de assistência financeira.

## 2.1. Pressupostos da proibição

### 2.1.1. Elementos Objetivos

- i) Negócio de financiamento entre a sociedade e um terceiro (*i.e.*, a sociedade concede empréstimos, ou por qualquer forma fornece fundos ou presta garantias a um terceiro)

A proibição vertida no artigo 322º tem vindo a ser interpretada, por parte de alguma doutrina, em sentido amplo, por forma a, do ponto de vista objetivo, incluir toda a operação suscetível de, numa perspetiva económica, ser qualificada por assistência financeira<sup>56</sup>.

Todavia, esta interpretação ampla do âmbito objetivo da proibição parece não encontrar correspondência literal no artigo 322º, o qual individualiza os atos proibidos da seguinte forma: i) a concessão de empréstimos ou qualquer forma de fornecimento de fundos, e ii) a prestação de garantias<sup>57</sup>.

Com efeito, é necessário proceder-se a uma análise separada de cada um deles e determinar se estamos perante uma lista exaustiva das operações de assistência financeira proibidas.

- a) A proibição de conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos

Para Raúl Ventura<sup>58</sup>, a expressão do nosso artigo 322º/1 (“*por qualquer forma fornecer fundos*”), deve ser interpretada restritivamente, uma vez que é exagerado que

---

<sup>55</sup> LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 142 e 143 e NUNES, Pedro, ob. cit., pp. 11 e 12.

<sup>56</sup> Neste sentido, ROCHA, M. V. Ferreira da Rocha, op. cit., p. 314;

<sup>57</sup> SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p.190.

<sup>58</sup> VENTURA, Raúl, “Estudos vários sobre sociedades anónimas, comentário ao código das sociedades comerciais”, Coimbra, Almedina, 1992, pp. 375 e 376.

negócios normais da sociedade sejam interditos por este preceito<sup>59</sup>, cuja letra, para o autor, fornece uma pista de interpretação: o legislador ao referir “*conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos*”, inculca a semelhança entre o empréstimo e o fornecimento de fundos, referindo-se a lei, em ambos os casos, à concessão de um crédito<sup>60</sup>. Ou seja, o que o legislador visa proibir é a concessão de crédito pela sociedade ao terceiro<sup>61</sup>.

Caso assim não fosse, nessa expressão caberia todo e qualquer fluxo financeiro entre a sociedade e os seus novos acionistas, destinado ao pagamento do preço das ações (ou da respetiva dívida), incluindo: a distribuição de reservas livres, adiantamentos sobre lucros ou amortização de ações e até mesmo o pagamento de suprimentos ou de dividendos ordinários ou outros atos ou negócios normais da sociedade.

Com efeito, pelo facto de se só violar a *ratio* proibitiva da assistência financeira através da concessão de crédito ou de prestação de garantias (considerando-se apenas estas incluídas no âmbito da proibição da norma), deve-se excluir do âmbito da assistência financeira os atos ou negócios jurídicos que não se traduzam numa destas situações, especialmente quando são regulados por outras normas específicas de direito societário<sup>62</sup>.

Abrangidos pelo âmbito de aplicação objetivo da proibição de assistência financeira ficam, então, não apenas os negócios de mútuo<sup>63</sup> e empréstimos mercantis<sup>64</sup>, mas,

---

<sup>59</sup> NUNES, Pedro, “A proibição de assistência financeira. Em especial o *leveraged buyout* (lbo)”, in Revista electrónica de direito, 2015, p.12 – Como por exemplo, uma qualquer distribuição de fundos aos sócios ser ilícita.

<sup>60</sup> Neste mesmo sentido, também, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p.191, ao afirmar que o legislador associou a expressão “fornecer fundos” a uma de teor mais claro “conceder empréstimos”, proibindo-se, desta forma, objetivamente, a concessão de um crédito pela sociedade, quer sob a forma de empréstimo, quer sob qualquer outra forma de fornecimento de fundos; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp.78 e 79, refere, baseando-se na referência normativa à “*concessão de fundos por qualquer forma*”, que para aferir se uma transação é, ou não, proibida pelo artigo 322º, ter-se-á de atender à sua substância e não à sua forma específica. Com efeito, o “*test of commercial substance and reality*”, para se avaliar se um determinado ato é, ou não, permitido, está ligado à “*nota de especificidade própria*” das atitudes proibidas pelo artigo 322º: ou seja, à nota de especificidade existente no ato de conceder empréstimos, fornecer fundos ou prestar garantias, associando-se, esta, ao perigo de crédito por elas apresentado na aquisição de ações; NUNES, Pedro, ob. cit., pp. 12 e 13. Diversamente, LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp.143 e 144, entende que a expressão “fornecer fundos” inclui realidades diversas dos atos de tipo creditício, isto é, “*operações onde a natureza devolutiva não se encontra presente*”, como as liberalidades, sem que seja necessário, assim, o recurso à analogia.

<sup>61</sup> TRABULO, Rita, “As ações próprias – o regime da aquisição de ações próprias e a prestação de assistência financeira para a aquisição de ações próprias”, in Temas de Direito das Sociedades, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp.452 e 453 – Nas situações em que a sociedade não concede diretamente um crédito, o legislador previu a situação da concessão de garantias.

<sup>62</sup> MOTA, Bernardo Abreu, “Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação (Parte II)”, in Revista actualidad jurídica, 2006, setembro-dezembro, p. 93.

<sup>63</sup> O regime jurídico do mútuo encontra-se consagrado nos artigos 1142º a 1151º do Código Civil (doravante, CC), estando definido como “*o contrato pelo qual uma das partes empresta à outra dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade*”.

<sup>64</sup> Regulados nos artigos 394º a 396º do Código Comercial.

também, todos aqueles que impliquem, direta ou indiretamente a concessão de um crédito pela sociedade a um terceiro, tendo em vista permitir a este a compra das suas ações, v.g., operações de locação financeira, descontos, aberturas de crédito, satisfação de dívidas do terceiro assistido perante outras entidades, entre outras<sup>65</sup>.

Contudo, há outras situações que não sendo verdadeiras operações de crédito em sentido próprio, são lhes próximas, para efeitos de proibição, envolvendo um efeito igual ou pior, para a sociedade, ao do crédito, pelo que, por essa razão, caso esse tipo de operações apresentem um efeito de financiamento de ações próprias, poder-se-á afirmar que se estará no âmbito da proibição contida no artigo 322º. Encontram-se nessa situação: os subsídios a fundo perdido ou doações, renúncia a direitos ou remissão de créditos<sup>66</sup>.

Dito isto, pode-se afirmar que, o legislador ao ter tido dificuldade “(...) *en abarcar todas las conductas que deben entenderse prohibidas o que afectan a los intereses protegidos*”<sup>67</sup>, optou por introduzir uma cláusula geral – expressão “*ou por outra forma fornecer fundos*”-, estabelecendo um princípio proibitivo geral, vedando, como referido supra, todos os atos que se consubstanciem na concessão de créditos pela sociedade a terceiros.

Assim, a introdução da pequena cláusula que proíbe as operações pelas quais uma sociedade “por qualquer forma forneça fundos” ao terceiro, permite ao intérprete analisar casuisticamente “(...) *si la concreta operación supone un adelanto de fondos*”<sup>68</sup> o por el contrario *debe permitirse por no tener efectos dañinos sobre los intereses protegidos*”<sup>69</sup>.

Note-se que, dada a utilização da expressão “*fundos*”, para se estar perante um caso de assistência financeira proibida pelo artigo 322º é necessário que a operação revista uma natureza económica, dotando o terceiro de liquidez<sup>70</sup>.

---

<sup>65</sup> SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 191 e 192.

<sup>66</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 80. Compartilha este entendimento, no que diz respeito às doações, NUNES, Pedro, ob. cit., p. 12, ao afirmar que a proibição afeta, também, as doações, uma vez que ao não ser permitido o menos perigoso (emprestar), não pode ser permitido o mais perigoso (doar), discordando, todavia, com esta solução, vide FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 74, nota 59.

<sup>67</sup> GIMÉNEZ, Ricardo Bayona, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, Aranzadi, 2002, Número 19, p. 198.

<sup>68</sup> Ou seja, se a operação (compreendendo numa concessão de crédito pela sociedade a terceiro) conduz ao mesmo resultado económico que o mútuo (ou seja, na atribuição de bens ou recursos líquidos ao terceiro que lhe permitam, através da sua detenção, obter liquidez), devendo ser proibida. Cfr. FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., pp. 74 e 75.

<sup>69</sup> GIMÉNEZ, Ricardo Bayona, ob. cit., pp. 198 e 199.

<sup>70</sup> Nesta direção, LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p.146, afastando do âmbito de aplicação da proibição a chamada “*assistência informativa*”, traduzida no auxílio prestado por uma sociedade a um terceiro, facilitando a aquisição das respetivas ações por aquele, através da concessão de informações, ainda que privilegiadas ou pela permissão do acesso à contabilidade da mesma. No mesmo sentido, vide TRABULO, Rita, ob. cit., p. 456, baseando-se no termo “*financeira*”, afirma que a lei procura prever apenas os auxílios que tenham conteúdo patrimonial. Assim, para a autora, o mero fornecimento de informação, ainda que de

Discute-se, nesta sede, se a situação em que uma sociedade aceita a prorrogação do prazo de pagamento de uma determinada dívida do terceiro (*waiver*), é, ou não, considerada assistência financeira proibida.

Relativamente a este ponto a doutrina divide-se: Maria Victória Ferreira Rocha, interpretando em sentido amplo o preceito em análise, vem afirmar que a proibição do artigo 322º/1 se deve estender a toda a prorrogação do prazo na exigibilidade de um crédito, isto se estiver finalizada a aquisição pelo devedor das ações da sociedade credora<sup>71</sup>. Diversamente, Mariana Duarte Silva defende que, pelo facto de a proibição abranger, apenas, qualquer forma de concessão de um crédito pela sociedade a um terceiro, tendo em vista à aquisição de ações desta por parte do mesmo, não se incluem, por outro lado, no âmbito da proibição, outro tipo de negócios que, não correspondendo a um crédito concedido pela sociedade, podem, em abstrato, constituir uma assistência financeira, no sentido económico do termo: como o caso de a sociedade prorrogar o prazo de exigibilidade de um crédito perante um terceiro, tendo a ação da sociedade como finalidade a aquisição das suas ações por este. Para a autora, nesta situação, não foi constituído qualquer crédito da sociedade perante o terceiro, pois apenas é prorrogado o prazo de vencimento de um crédito que a sociedade já tinha perante este e que não foi constituído para a aquisição das ações<sup>72</sup>.

Deste modo, nesta última perspetiva, a prorrogação não deve ser considerada abrangida no âmbito de aplicação objetivo da proibição de assistência financeira.

#### b) A proibição de prestar garantias

Ainda no que diz respeito ao requisito objetivo, pode-se afirmar que a prestação de garantias pela sociedade para permitir que um terceiro adquira as suas ações é, também, expressamente proibida pelo legislador, isto porque, em bom rigor, existe uma oneração do património social que poderá ter efeitos equivalentes à concessão de crédito<sup>73</sup>. Ou seja, a sociedade não concede diretamente o crédito, mas indiretamente e potencialmente

---

conteúdo financeira, não consiste em assistência financeira; SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 192 e FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 75.

<sup>71</sup> ROCHA, M. V. R. Ferreira, ob. cit., p. 314.

<sup>72</sup> SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 193 e 194.

<sup>73</sup> NUNES, Pedro, ob. cit., p. 13, nota 31 – Caso o património social respondesse pela dívida do terceiro, e este depois de ingressar na sociedade não tivesse qualquer outro bem, teria a sociedade, em última instância, de adquirir as suas próprias ações para a cobrança da dívida deste acionista-devedor.

sacrificará o seu património (tornando-se credora do terceiro assistido), em virtude da garantia prestada<sup>74</sup>.

Deve-se interpretar a concessão de garantias em sentido amplo<sup>75</sup>, incluindo-se não só os contratos típicos de garantias pessoais ou reais, como o aval, fiança, penhor e hipoteca, mas, também, todos aqueles pelos quais a sociedade assegure o cumprimento de uma obrigação assumida pelo terceiro perante outrem, *i.e.*, qualquer operação comercial em que o resultado económico seja o mesmo<sup>76</sup> – finalidade garantística.

A proibição de assistência financeira compreende não só a assistência financeira imediata (o terceiro adquirente das ações e o beneficiário da assistência são a mesma pessoa), mas também a mediata (*i.e.*, o âmbito de aplicação da proibição abrange as garantias prestadas ou o fornecimento de fundos a um quarto sujeito – exterior à sociedade, isto é, não sócios atuais ou futuros, destarte, entidades não assistidas -, desde que o terceiro beneficie da assistência no processo de subscrição ou aquisição das ações)<sup>77</sup>. Assim, no tocante à prestação de garantias, se a sociedade oferecer garantias a um quarto interveniente, para que este financie alguém (terceiro) na compra de ações da sociedade, vale a proibição de assistência financeira<sup>78</sup>.

De referir que alguma doutrina tem entendido que sempre que exista um auxílio financeiro, direto ou indireto, por parte de uma sociedade a um terceiro, tendo em vista a aquisição das ações desta, há assistência proibida, independentemente do momento em que surge o auxílio.

Ora, assim sendo, distingue-se, por vezes, dois tipos de assistência financeira – proibidos quando os requisitos do artigo 322º estão preenchidos: 1º- “Assistência financeira precedente: anterior ou concomitante com a aquisição”; 2º- “Assistência financeira sucessiva: posterior à aquisição”<sup>79</sup>. É, por isso, indiferente se a assistência

---

<sup>74</sup> VENTURA, Raúl, ob. cit., pp. 376 e 377; SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 194 e FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 76.

<sup>75</sup> Vide ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 314; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 145; FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 76; DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 61; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 82 e NUNES, Pedro, ob. cit., p. 13

<sup>76</sup> Como exemplificado por ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 314 e SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 194., abrangem-se as letras de favor, mandato de crédito, o seguro caução, entre outros.

<sup>77</sup> Neste sentido, FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., pp. 76 e 77; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 145 e 146; DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 61 e ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 81 e 82.

<sup>78</sup> Exemplificando, LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 146, nota 58 – Caso de um determinado banco, que financiará o terceiro no processo de compra das ações, impor uma garantia para a concessão do respeito empréstimo. A garantia ao ser prestada pela sociedade, tendo como objetivo auxiliar o terceiro na obtenção do mencionado empréstimo (com que o terceiro adquirirá as referidas ações), não há dúvida de que se está perante um caso de assistência financeira mediata (abrangida, igualmente, pela proibição), ainda que a garantia seja prestada a um quarto sujeito.

<sup>79</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo, ob. cit., p. 228.

financeira é anterior, simultânea ou posterior à aquisição das ações<sup>80</sup> e bem assim, de outra perspectiva, que a assistência seja prestada diretamente para o pagamento das ações próprias ou para a aquisição de um bem que depois servirá para o terceiro adquirir as ações próprias<sup>81</sup>.

Todavia, existe doutrina (nomeadamente, alemã), que segue o entendimento de que a proibição de assistência financeira não vale para o auxílio realizado pela sociedade após a compra das ações próprias<sup>82</sup>.

Com efeito, Pedro de Albuquerque, influenciado pela mesma, afirma que a solução proposta deve ser seguida, ao menos em parte, explicitando as razões: a primeira centra-se nas exigências de certeza e segurança jurídica, pelo facto de o nosso Direito prever uma cláusula mais ou menos aberta de proibição de assistência financeira. Ou seja, conjugando a amplitude da proibição com a extensão desta a atos posteriores à aquisição, poderá gerar alguma incerteza e dificuldades nos eventuais fluxos financeiros e económicos entre a sociedade e os sócios – existindo incertezas e perturbações de delimitação perante, de um lado, operações proibidas pela interdição de assistência financeira e, do outro, atuações lícitas de *cash management*. Tanto a sociedade como os sócios teriam de passar a interrogar-se, a cada pagamento, em proveito dos últimos, se o mesmo podia, ou não, ser tido por assistência financeira, verificando-se se ficava preenchida, ou não, a hipótese do artigo 322º/1<sup>83</sup>.

Caso assim fosse, assistir-se-ia, destarte, a uma promoção insustentável, não só de incerteza, bem como, dos efeitos vertidos no artigo em análise: “*cláusula relativamente ampla sem explicitação exata das atitudes proibidas; abrangência também dos atos (não enumerados e apenas referidos através de uma fórmula aberta e fluída) posteriores à aquisição; sujeição de tudo isto a um efeito penal*”<sup>84</sup> (artigo 510º/1).

---

<sup>80</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 83.

<sup>81</sup> Neste sentido, também, VENTURA, Raúl, ob. cit., 377; FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 77 – Dando o exemplo de um ato de assistência financeira posterior à aquisição de ações: caso de um terceiro que contrai um empréstimo junto de uma entidade financeira para comprar, com o crédito obtido, ações de uma sociedade, e que, depois de entrar na estrutura societária, passando a acionista, lança mão aos ativos da sociedade para reembolsar o empréstimo que foi previamente por si contraído para a aquisição das ações. Aqui, pelo facto de a sociedade ter auxiliado o terceiro na aquisição das suas ações (isto é, assumindo como sua a dívida do empréstimo para com a entidade financeira), ainda que só posteriormente à obtenção destas, deve entender-se que este ato de assistência financeira sucessiva está abrangido pelo âmbito de aplicação da proibição; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 315; DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 63 e TRABULO, Rita, ob. cit., p. 463 e 464.

<sup>82</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 83 e 84.

<sup>83</sup> *Ibidem*.

<sup>84</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 85.

Note-se que a afirmação de que não é apenas lícito a assistência destinada à aquisição de ações que é facultada antes ou ao mesmo tempo da aquisição (expressamente afirmado pelo Direito inglês<sup>85</sup>), afigura-se harmonizável com as Diretrizes europeias na matéria: o artigo 64º/1 da atual Diretriz 2017/1132/EU ao referir que “(...) *uma sociedade, direta ou indiretamente, adiante fundos, conceda empréstimos ou preste garantias para que um terceiro adquira as suas ações*”<sup>86</sup> (...), não abarca imperativamente a assistência posterior à aquisição das ações.

Dito isto, pode-se afirmar, tendo em vista reforçar a ideia defendida *supra*, que não existe nenhuma discordância entre as normas de Direito europeu e a limitação da proibição de assistência ao auxílio anterior ou simultâneo à aquisição das ações<sup>87</sup>.

ii) Subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente pelo terceiro

O segundo requisito objetivo traduz-se no ato de subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente, por parte do terceiro.

No entanto, este elemento não parece ser um verdadeiro pressuposto de aplicação da proibição estatuída no artigo 322º, porquanto - e contrariamente ao regime das ações próprias - a proibição legal não tem como objetivo evitar o resultado aquisitivo em si, mas sim impedir o negócio de financiamento celebrado com o intuito de facilitar tal resultado<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> No sentido exposto de abolir com a ideia de proibição e ilicitude de assistência financeira posterior à aquisição das ações, encontra-se o Direito inglês ao afirmar não ser lícita, apenas, a assistência financeira destinada à aquisição de ações se dada antes ou ao mesmo tempo da aquisição – secção 678 (1) do “*Companies act 2006*”: “(...) *before or at the same time as the acquisition takes place*”.

<sup>86</sup> Sublinhado nosso.

<sup>87</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 85 e 86.

<sup>88</sup> Vide LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 148; FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., 78; VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 377; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 315 e VITORINO, Joana Leal de Macedo, “A proibição de assistência financeira e o artigo 6º. do Código das Sociedades Comerciais: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?”, in Relatório para a disciplina de Direito das Sociedades Comerciais, 2017, p. 26. Em sentido oposto, TRABULO, Rita, ob. cit., pp. 462 e 463, defende que ao não se ter em conta o negócio de aquisição das ações, valorando, apenas, o elemento intencional (isto é, bastando a manifestação de vontade e a intenção de adquirir ações para a operação ser objeto de sanção), “*toda a conjugação de elementos que estamos aqui a estudar cai por terra, e o encadeamento que constitui o preceito explanado no nº1 do artigo 322º parte-se, pois, de facto, temos a prestação de uma garantia a favor de terceiro, que tinha como fim a aquisição de ações próprias, sem ter havido de facto essa aquisição*”, pelo que, por isso, defende que, nestas situações, a assistência converter-se-á num caso de assistência financeira comum que deverá ser regulado pelas regras relativas à capacidade da sociedade e competências dos órgãos sociais. Ou seja, para a autora, caso não se verifique o fim pelo qual o financiamento foi prestado – aquisição de ações da sociedade assistente – deixa de ser aplicável o regime do artigo 322º, não sendo aplicada a sanção prevista no regime em análise, existindo outros regimes que irão tutelar a situação que daí resultar.

Pelo facto de as diversas Diretrizes europeias e o artigo 322º/1 parecerem apontar no sentido da natureza intencional do elemento finalístico (“*para que*”), afigura-se existir uma perda de importância do resultado da operação (*i.e.*, a efetivação, ou não, da subscrição ou aquisição das ações) perante a intenção/finalidade, esta sim objeto de uma valoração negativa.

Com efeito, o juízo negativo subjacente à interdição em análise não parece incidir sobre o negócio aquisitivo em si, mas, sim, sobre a operação de financiamento realizada com o intuito de facilitar o resultado independentemente de ele se concretizar ou não<sup>89/90</sup>. Pode-se, contudo, afirmar que este segundo elemento objetivo se afigura como essencial a nível probatório<sup>91/92</sup>.

É de se louvar a inequívoca formulação adotada pelo legislador português - que evitou uma querela que surgiu noutros ordenamentos jurídicos, como o espanhol, pelo facto de, no seguimento da Segunda Diretiva (que menciona apenas a sua “aquisição”), não se referirem à subscrição de ações – ao ter seguido, neste ponto, a orientação histórica britânica, onde a “subscrição” de ações foi incorporada no texto legal pelo Companies Act de 1948<sup>93</sup>.

Pelo facto de tanto na aquisição de ações, como na sua subscrição, se verificar o resultado indesejado: que o terceiro obtenha ações da sociedade com recurso ao património desta, o legislador português, tendo em vista suprimir este resultado, adotou a proibição de assistência financeira para estes dois possíveis cenários.

Assim, a sociedade não poderá facilitar ao terceiro qualquer modo de acesso à titularidade das suas ações, seja através da transmissão de ações realizada por um ex-

---

<sup>89</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 77.

<sup>90</sup> Note-se que PAZ-ARES, Cândido, “Negocios sobre las propias acciones: La reforma del derecho español de sociedades de capital” in A. Ureba (Coord.), Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria em materia de sociedades, 1987, p.602. *apud* SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p.195, nota 161, além de defender a natureza subjetiva do elemento de conexão, considera ser necessário que o propósito de aquisição das ações da sociedade assistente seja expressamente referido na operação de assistência financeira e constitua a causa do mesmo, sob pena da sua irrelevância – diferentemente, VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 377, ao referir que não se é de se exigir aos contraentes a expressa menção da intenção, aplicando-se o preceito desde que se prove ter existido aquela intenção. Também, Maria Duarte Silva – *ibidem* – apoiando-se no entendimento de GIMÉNEZ, Ricardo Bayona, ob. cit., p. 309, entende que o problema de saber se a finalidade de aquisição das ações da sociedade assistente deve, ou não, estar patente no negócio de assistência financeira, se converte, principalmente, numa questão de interpretação e prova.

<sup>91</sup> LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 148, nota 69 – “(...) *contratos de financiamento enquadráveis nesta proibição dificilmente serão celebrados em termos explícitos. Assim sendo, a presença de um novo acionista na sociedade funcionará, frequentemente, como elemento determinante na detenção e prova da celebração dos mesmos*”.

<sup>92</sup> *Ibidem*.

<sup>93</sup> *Ibidem*.

sócio (aquisição derivada), seja através da emissão efetuada pela própria sociedade aquando da sua constituição ou de um aumento de capital (aquisição originária)<sup>94</sup>.

Ainda no que a este elemento concerne, coloca-se a questão de se saber se, tal como a assistência para aquisição de ações é proibida, a assistência que visa a aquisição de outros valores mobiliários ou derivados, que conduzem à titularidade de ações (como opções sobre ações, valores mobiliários convertíveis em ações ou valores mobiliários que concedem direito à aquisição de ações) é, também, considerada ilegítima na aceção do artigo 322º?

Em relação a esta questão, a doutrina tem defendido que, não obstante ser necessário uma análise casuística ocupando-se da substância da operação, sempre que se possa concluir que a transação contorna a proibição do artigo 322º, deve-se considerar que, a mesma, se encontra abrangida pela norma<sup>95</sup>. Ou seja, se a operação tiver sido realizada para frustrar a interdição do preceito em análise, deve-se julgar abrangida pela proibição da norma<sup>96/97</sup>.

### 2.1.2. Elemento Subjetivo:

De acordo com o artigo 322º, a operação de financiamento será apenas proibida caso tenha sido celebrada *“para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira ações representativas”*<sup>98</sup> do capital social da sociedade em questão.

Assim, através da interpretação desta locução (elemento subjetivo da proibição de assistência financeira), exige-se, para que o negócio de financiamento seja proibido, uma

---

<sup>94</sup> FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., pp. 77 e 78.

<sup>95</sup> Neste sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo, ob. cit., p.231 – Na hipótese de se verificar uma situação destas, considera-se que existiu assistência para a aquisição de ações próprias ainda que indiretamente concedida.

<sup>96</sup> Na mesma direção, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 75 e 76.

<sup>97</sup> Por sua vez, LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p.149, ao sustentar, como referido *supra*, que a aquisição de ações não é pressuposto da aplicação da proibição, defende que se a obtenção se processar com fundos societários - concedidos com a finalidade de tornar sócio o terceiro assistido ou, caso este já o seja, de reforçar a sua posição acionista - e os direitos adquiridos permitam atingir esse objetivo, para a autora, será aplicável o preceito em análise, independentemente do objeto da aquisição serem ações ou outros títulos que permitam alcançar o mesmo resultado, e sem necessidade de aguardar que este se materialize. Refere, ainda, não se tratar de proibir a assistência financeira virtual, isto é, aquela cujos resultados não se concretizam, mas que é proibida porque se poderiam vir a concretizar. Trata-se, no entanto, de prevenir uma via simples de contornar a proibição em causa; *“para tanto, o julgador deverá estar convicto, com um razoável grau de certeza, de que o objetivo das partes, aquando da aquisição de outros valores mobiliários que não ações, passa por efetivamente convertê-los em ações; por outras palavras, que a finalidade subjacente à operação concreta é a de tornar sócio o terceiro assistido ou, caso já o seja, a de reforçar a sua posição acionista, recorrendo à aquisição de outros valores mobiliários como expediente para afastar a aplicação da aludida proibição”* (p.149, nota 74).

<sup>98</sup> Sublinhado nosso.

vontade comum entre a sociedade e o terceiro assistido no sentido de facilitar a este último o acesso à condição de acionista (ou o reforço dessa posição, na situação de já o ser) - *i.e.*, terá de existir um motivo comum<sup>99</sup> - devendo ser tal finalidade o propósito primordial - o motivo determinante<sup>100</sup> - da celebração do contrato de financiamento<sup>101/102</sup>.

Ou seja, para que se possa afirmar estarmos perante um caso de assistência financeira, proibida pelo artigo 322º, não é suficiente a celebração dos negócios de financiamento e de aquisição. É indispensável que haja uma relação causal entre eles, ou melhor, que a operação de financiamento tenha sido celebrada com vista à conclusão do segundo. Tem de existir, por isso, um propósito ou intenção comum das partes (no negócio de financiamento) de fornecer assistência financeira para a aquisição de ações da sociedade assistente<sup>103</sup>.

### 3. Afastamento da proibição: as exceções

---

<sup>99</sup> No entendimento de ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p.96, estamos perante a proibição de negócios de financiamento que tenham como finalidade a aquisição de ações da sociedade que presta a assistência financeira. Ou seja, perante um negócio cujo fim é ilícito. Assim, nos termos do artigo 281º do CC, conjugado com o artigo 322º, o fim do negócio de assistência financeira ao ser oposto à lei, este só é nulo se essa finalidade (aquisição/subscrição das ações da sociedade assistente por parte do terceiro), for comum/extensível a ambas as partes - à sociedade e ao terceiro assistido. No mesmo sentido, *vide* LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 151, que como refere, o motivo é comum na medida em que se exige uma combinação da sociedade e do terceiro assistido de utilizar os recursos sociais para auxiliar o último na subscrição ou aquisição de ações, isto porque caso não se verifique tal finalidade comum, por exemplo, na hipótese de o terceiro solicitar um empréstimo à sociedade, tendo em vista adquirir as ações desta, sem que, contudo, a sociedade assistente tenha conhecimento deste seu intuito, dificilmente se pode concluir que estamos no âmbito de aplicação da proibição, na medida em que se exige um acordo de vontades. Ou seja, o negócio seria válido pois não se verifica o elemento subjetivo exigido pela disposição legal; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 315; SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 196 e 197.

<sup>100</sup> Ainda, LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 151 - determinante na medida em que, o objetivo de facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de ações, deverá consistir o propósito principal da celebração do negócio de financiamento, porquanto, tal como afirma FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 79, caso o negócio de assistência financeira esteja incorporado numa operação mais abrangente, sendo a aquisição de ações por parte do terceiro assistido um resultado meramente incidental, pode-se afirmar que não tem aplicação a interdição contida no artigo 322º e que, por isso, a operação de financiamento seria válida. Na mesma direção, afirmando a “*validade dos negócios de assistência financeira cuja finalidade imediata seja distinta da de facilitar o acesso do beneficiário ao capital da própria sociedade assistente*”, e a consequente não aplicação da proibição em análise aos *Leveraged Buy Outs*, cf. OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., pp. 196 e 197.

<sup>101</sup> Neste sentido, FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 78 e 79; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 150 e 151.; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 315; VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 377 e DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 63.

<sup>102</sup> Também GIMÉNEZ, Ricardo Bayona, ob. cit., p. 308, afirma que o negócio de aquisição das ações por parte de terceiro, deve ser o motivo comum e determinante das partes aquando da celebração do negócio de assistência financeira. Motivo comum, uma vez que não basta a intenção de uma só das partes, sendo necessário que ambas considerem o negócio (de aquisição) como finalidade do negócio de assistência financeira e, por outro lado, determinante, pois se não existisse este negócio de aquisição de ações, não se teria celebrado o de assistência financeira.

<sup>103</sup> Cfr. VITORINO, Joana Leal de Macedo, ob. cit., p. 28.

### 3.1. As transações que se enquadram nas operações correntes dos bancos ou outras instituições financeiras

Com a primeira exceção consagrada no artigo 322º/2, ressalva-se do perímetro de incidência da proibição de assistência financeira as transações que se enquadrem “*nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras*”.

Esta solução é compreensível, porquanto, de outra forma, em virtude da aplicação da proibição de assistência financeira, certas sociedades (instituições bancárias) ver-se-iam impedidas de conduzir a sua atividade normal, tal como delimitada no seu objeto social, pelo que, por isso, por outras palavras, “*esta norma visa permitir a gestão ordinária da atividade bancária, que, de outra forma, poderia ver a sua atividade excessivamente coartada*”<sup>104</sup>.

Note-se que, não obstante, do ponto de vista subjetivo, a sociedade assistente ter de se qualificar como instituição de crédito ou sociedade financeira (encontrando-se o seu âmbito de aplicação definido nos artigos 3º e 6º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras<sup>105</sup>), pode-se afirmar que a exceção não depende apenas (nem principalmente) da sua qualidade, pois tal levaria à conclusão inaceitável de que os bancos e as sociedades financeiras podiam, tendo em conta a sua especial qualidade, prestar assistência financeira livremente, sem que a proibição lhes fosse aplicável.

Com efeito, a principal dificuldade de aplicação da exceção em análise reside no pressuposto objetivo, sendo necessário determinar o sentido normativo da expressão “*operações correntes*”. No entanto, em todo o caso, é inegável que, tradicionalmente, o núcleo da atividade bancária se centra na receção de depósitos e na concessão de crédito – *i.e.* em negócios de financiamento – (artigo 4º/1, a) e b) do RGICSF)<sup>106</sup>.

Assim, tem-se entendido estar o pressuposto objetivo preenchido se a operação em causa, a par de se dever encontrar abrangida pelo objeto social da sociedade assistente, constituir, igualmente, uma operação que a sociedade efetue habitualmente no âmbito da realização da sua atividade. Ou seja, a operação não pode apenas estar abrangida pelo objeto social da sociedade assistente para que seja automaticamente enquadrada no

---

<sup>104</sup> Cfr. NUNES, Pedro, ob. cit., p. 15. No mesmo sentido, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 209.

<sup>105</sup> Doravante, RGICSF.

<sup>106</sup> Nesta direção, NUNES, Pedro, ob. cit., p. 15; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 316 e LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 156 e 157.

âmbito das suas operações correntes, exige-se que esta corresponda ao exercício do curso normal dos negócios da sociedade-alvo<sup>107/108</sup>.

Deste modo, a doutrina nacional<sup>109</sup> tem excluído desta exceção, por não se enquadrarem nas operações correntes de bancos ou instituições financeiras, as situações de assistência financeira em que: (i) a instituição não concede correntemente crédito para a compra de ações; (ii) o crédito é concedido em condições mais favoráveis do que as normalmente praticadas pela instituição (*e.g.*, contraprestação demasiado baixa; prazo de pagamento muito dilatado; ausência de avaliação do risco de crédito, entre outras<sup>110</sup>); (iii) existe um plano de financiamento destinado a consentir a terceiros a subscrição das próprias ações ou financiamentos concedidos a especuladores diferenciais para sustentar a cotação dos títulos próprios no mercado em momentos difíceis;

Caso estes dados se associem ao financiamento de ações próprias, pode-se afirmar que a operação em causa não deve ser vista à luz da primeira exceção do n.º2 do artigo 322.º, sendo proibida nos termos do n.º1 deste mesmo artigo<sup>111</sup>.

### 3.2. Operações realizadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada

A segunda exceção, vertida no artigo 322.º/2, é caracterizada por uma qualidade do adquirente das ações, beneficiário da assistência financeira: o pessoal<sup>112/113</sup> da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada. Assim, os negócios de assistência financeira que sejam dirigidos à aquisição de ações por parte destes beneficiários, devem considerar-se excluídos do âmbito da proibição.

---

<sup>107</sup> Cfr. SILVA, Mariana Duarte, *ob. cit.*, pp. 210 e 211; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, p. 233; NUNES, Pedro, *ob. cit.*, p. 15 e ALBUQUERQUE, Pedro de, *ob. cit.*, p. 124.

<sup>108</sup> Em direção diferente, bastando-se, para que haja uma exclusão do âmbito da proibição de assistência financeira, com a simples ligação da operação à atividade ordinária da instituição de crédito ou da sociedade financeira, ou seja, ao seu objeto social, OSÓRIO, José Diogo Horta, *ob. cit.*, p.210.

<sup>109</sup> *Vide*, na linha de pensamento de Raúl Ventura, SILVA, Mariana Duarte, *ob. cit.*, p.210, nota 204.

<sup>110</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, *ob. cit.*, p. 125.

<sup>111</sup> *Ibidem*

<sup>112</sup> Tal como afirma ALBUQUERQUE, Pedro de, “Código das sociedades comerciais anotado”, coordenação Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, Almedina, 2009, comentário ao artigo 322.º, p.807, nota, 10, “*parece não se dever abranger aqui nem os ex-trabalhadores nem os membros da administração*”. Por outro lado, VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, p. 381, defende a inclusão dentro do espírito da lei, a concessão de crédito a ex-trabalhadores que cessaram os contratos de trabalho por motivo de reforma.

<sup>113</sup> Note-se que tanto o artigo 322.º/2 como o Direito europeu preveem a possibilidade de as ações serem adquiridas “*pelo pessoal*” como “*para o pessoal*”, abrangendo, por isso, duas situações diversas: “*pelo pessoal*” está em causa a aquisição direta pelos funcionários da sociedade; “*para o pessoal*” diz respeito aos casos em que as ações são adquiridas por organizações formadas pelos colaboradores da assistente – Cfr. VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, p. 380.

Note-se que a *ratio* da norma prende-se na aceitação e no reconhecimento, por parte do legislador, das vantagens associadas à participação de determinados elementos societários no capital da sociedade, que podem originar um crescimento empresarial e benefícios ao nível dos lucros, pela flexibilidade acrescida na gestão do ente societário.

Nesta sede, pelo facto de a palavra “*pessoal*” suscitar dúvidas, coloca-se a questão de se saber quem se deve incluir naquela expressão? Quem são, destarte, os beneficiários da exceção que ora se analisa? Abrangidos mostram-se, desde logo, os trabalhadores da sociedade e, também, no âmbito da intencionalidade normativa, os ex-trabalhadores que cessaram os contratos de trabalho por motivo de reforma<sup>114</sup>.

De maiores dúvidas nos coloca a palavra em análise no que concerne ao facto de esta designar apenas os trabalhadores subordinados, ou igualmente os profissionais livres ligados à sociedade por contratos de trabalho autónomo. Não obstante existir uma querela doutrinária nesta matéria<sup>115</sup>, defendemos, em consonância com a linha de raciocínio de Pedro de Albuquerque, a realização de uma avaliação no sentido de se determinar uma possível conexão<sup>116</sup> suficientemente longa ou estável por parte dos prestadores de serviço com a sociedade assistente e se estes apresentam mais ou menos uma ligação à própria organização interna da mesma, porquanto, caso assim seja, poder-se-ia afirmar valerem, também, para estes os objetivos de política social apontados pela norma em apreço de participação popular e melhoria do desempenho da sociedade por força da participação no seu capital dos respetivos colaboradores<sup>117/118</sup>.

---

<sup>114</sup> Neste sentido, VENTURA, Raúl, ob. cit., pp. 380 e 381 e ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 125 e 126.

<sup>115</sup> Em sentido oposto à inclusão dos prestadores de serviço ou mais amplamente todos os que não sejam trabalhadores subordinados, *vide* VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 381; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 317; OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 210 e 211. A favor, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 214.

<sup>116</sup> Tal como refere ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 126 e 127, para que o pressuposto do artigo 322º/2 esteja preenchido, é necessário que o vínculo à sociedade seja real (*i.e.*, dito de outra forma, que não tenha sido determinado apenas para efeitos de afastar a proibição do artigo 322º/1).

<sup>117</sup> Nesse sentido, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 126. Também, NUNES, Pedro, ob. cit., p. 15, a favor da integração na palavra em análise dos prestadores de serviço autónomo, refere que pelo facto de o legislador não ter utilizado a expressão “trabalhadores”, o mesmo teve como intenção alargar o âmbito subjetivo da norma incluindo, nesta sede, “*todos aqueles que com carácter regular prestem serviços à sociedade, e.g., vinculados por um contrato de trabalho autónomo ou por contrato de prestação de serviços*”.

<sup>118</sup> Há alguns autores que, devido ao facto de se estar perante uma situação de vínculo instável e de a sua ligação à sociedade ser tida por necessariamente temporária, afastam os estagiários do âmbito da exceção contida no artigo 322º/2 – assim, NUNES, Pedro, ob. cit., p. 15, nota 47. De outro modo, para ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 127, o estágio, pelo facto de poder, mais tarde e consoante o mérito do estagiário, ser transformado em contrato de trabalho, é uma porta de entrada na sociedade pelo que, por isso, na sua ótica, pode entender-se valer também para os estagiários os objetivos de política social subjacentes à exceção em análise. A favor deste último entendimento, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 214.

Ficam, no entanto, por força do artigo 397º, excluídos do âmbito subjetivo do artigo 322º/2, os membros dos órgãos de administração, isto porque a norma interdita aos administradores – proibição na concessão, por parte da sociedade, de empréstimos ou crédito aos administradores e na prestação de garantias a obrigações por eles contraídas - o permitido pela exceção, tendo como objetivo salvaguardar os sócios e os credores sociais contra atos da administração que, pela sua natureza, têm subjacente um conflito de interesses<sup>119</sup>.

Por último, é de se referir serem, para efeitos do artigo 322º/2, sociedades coligadas todas aquelas que possuam com uma outra (ou outras), uma das modalidades de relacionamento previstas no Título VI do Código das Sociedades Comerciais<sup>120</sup>.

### 3.3. A ressalva do capital social no âmbito das exceções admitidas

Note-se que ambas as exceções estão sujeitas a um limite comum, configurado no artigo 322º/2, *in fine*: das operações realizadas no contexto das exceções *supra* descritas, 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. Assim, pode-se afirmar que apenas é permitido recorrer-se à assistência financeira através da utilização de bens livremente distribuíveis pela sociedade, para que se assegure a intangibilidade do capital social, sob pena de nulidade (artigo 322º/3)<sup>121</sup>.

No que diz respeito à avaliação da situação patrimonial da sociedade – isto é, indagar se o património usado na assistência financeira não é indispensável a cobrir parcelas legal e estatutariamente indisponíveis – somos do entendimento de que se deve atender ao momento do desembolso, ou seja, observando, para efeitos de aplicação do limite consagrado no nº2 do artigo 322º, a diminuição patrimonial resultante da concessão de crédito, desconsiderando-se a situação patrimonial posterior, em que o património saído é substituído pelo crédito contra o terceiro (pois, caso assim fosse, nunca se verificaria na prática o pressuposto do preceito legal em análise)<sup>122</sup>.

---

<sup>119</sup> Nesse sentido, ROCHA, Maria V. F., ob. cit., p. 317; OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 210 e ss; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 128. Em sentido oposto, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 217 e 218.

<sup>120</sup> Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 128 e 129.

<sup>121</sup> A este respeito, *vide* FERREIRA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 83; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 122; VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 381 e LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 159.

<sup>122</sup> Neste sentido, VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 382; ANDRADE, Margarida Costa, “Artigo 322º”, *in* “Código das Sociedades Comerciais em Comentário”, Vol. V, de Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Coordenação), Coimbra, Almedina, 2012, pp. 453 e 453; FERREIRA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 84.

Contudo, mesmo após a realização da operação de assistência não se ter infringido o limite em análise, grande parte da Doutrina entende que o mesmo não é suficiente para proteger a função de garantia imputada ao capital social, isto pelo facto de o crédito, em operações futuras, não deixar de ser registado no ativo, aumentando, destarte, o ativo líquido da sociedade para efeitos de novas transações do mesmo tipo – o que poderia originar, no limite, um património social composto única e exclusivamente por créditos da sociedade contra terceiros. Deste modo, a solução visada, por forma a assegurar o escopo protecionista da norma, é a de constituição, no passivo do balanço, de uma reserva não distribuível no montante da assistência financeira global<sup>123/124</sup>.

Note-se, por último, que caso a assistência financeira seja concedida sob a forma de prestação de garantias, pelo facto de, nesta situação, não se verificar qualquer variação no ativo do balanço da sociedade, a exigência em análise não reveste qualquer efeito útil<sup>125</sup>.

#### 4. Consequências jurídicas da violação da proibição

De acordo com o nº3 do artigo 322º, os negócios concluídos em violação da proibição de assistência financeira (*maxime*, operações de financiamento) são nulos<sup>126</sup>, devendo o terceiro, por conseguinte, restituir à sociedade assistente quaisquer fundos que lhe tenham sido concedidos (artigo 289º do CC). No que diz respeito ao negócio de aquisição de ações, a doutrina diverge<sup>127</sup>: a posição maioritária, na medida em que defende que o resultado aquisitivo não é elemento essencial da proibição de assistência

---

<sup>123</sup> Neste sentido, FERREIRA, Jéssica Rodrigues, ob. cit., p. 84; ROCHA, Maria V. F., ob. cit., pp. 317 e 318; NUNES, Pedro, ob. cit., p. 16 e DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 65. Este último autor considera que “*não se constituindo uma reserva indisponível de valor idêntico aos fundos adiantados, isto significa que, depois da operação, o valor que no ativo fará de pendant com o capital social poderá ser afinal o crédito da sociedade sobre o terceiro... precisamente um dos resultados que o regime legal visa evitar*”.

<sup>124</sup> Em sentido oposto ao defendido, vide VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 382; SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 219 e 220 e ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 123. Este último autor, baseando a sua fundamentação na Diretriz 2017/1132/EU do Parlamento europeu e do Conselho, de 14 de junho, afirma que os créditos concedidos no âmbito de uma operação de assistência financeira são válidos e devem ser contabilizados no ativo da sociedade para efeitos de operações futuras.

<sup>125</sup> Assim, SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., p. 219.

<sup>126</sup> São nulas, também, nos termos da parte final do artigo 322º/3, as operações que se enquadrem numa das exceções previstas pelo nº2 do artigo 322º, mas que não cumpram a condição estipulada na sua parte final – v. *supra* 3.3.

<sup>127</sup> VENTURA, Raúl, ob. cit., p. 379, defende que a nulidade consagrada no artigo 322º/3, não fere os atos que se situam a montante da assistência financeira, isto é, “*os atos pelas quais a sociedade consegue fundos que depois utiliza na assistência*”.

financeira<sup>128</sup>, pugna pelo afastamento da extensão dos efeitos da nulidade ao negócio de aquisição ou subscrição de ações, sendo este válido; por outro lado, Inês Pinto Leite, fazendo voz isolada na doutrina, afirma que este último negócio, a ocorrer, fica igualmente prejudicado, porquanto existe uma interdependência funcional que liga ambas as operações, implicando que a nulidade do primeiro conduza à nulidade do segundo<sup>129</sup>.

Contudo, entre estas duas posições divergentes, começaram a surgir posições intermédias na doutrina pelo facto de: i) numa análise mais profunda da última solução defendida, a mesma, ao não acautelar os interesses em jogo – prejudicar-se-ia a segurança e a certeza do mercado de participações - e dos terceiros de boa fé – terceiro alienante -, leva-nos a rejeitar a sua aplicação geral e abstrata. Por exemplo, na hipótese de B acionista de uma sociedade que vende a um terceiro C as suas ações, assumindo a sociedade a garantia do pagamento do preço. Nesta situação, apesar da garantia prestada pela sociedade ser, nos termos do nº3 do artigo 322º, nula, se se chegar à conclusão de que o acionista alienante estaria interessado no negócio, ainda que sem qualquer garantia de pagamento do preço, impor a nulidade do ato aquisitivo desprotegeria B alienante de boa fé<sup>130</sup>, pelo que, por conseguinte, entende-se que esta nulidade afetará apenas o ato assistencial ilícito entre a sociedade e C<sup>131</sup>; ii) por outro lado, a tese que considera que a nulidade apenas deve afetar a operação de assistência financeira, deixando intacto o negócio aquisitivo, não obstante em certas situações ser a solução apropriada, visto que é injusto que o terceiro alienante de boa fé tenha de arcar com a nulidade da venda das ações que fez, por se verificar uma assistência financeira na compra destas a que ele foi completamente alheio, a verdade é que esta solução não oferece, também ela, uma resposta certa e adequada a todas as situações suscetíveis de ser abrangidas pelo âmbito de aplicação da proibição<sup>132</sup>. Pense-se, por exemplo, no caso em que um banco concede um empréstimo a um terceiro para que este adquira ações da sociedade x, que oferece um imóvel próprio como garantia de cumprimento desse empréstimo. Nesta hipótese, se a nulidade abranger apenas a assistência financeira (i.e, nulidade da hipoteca dada em garantia), o banco - terceiro de boa fé - sairá prejudicado, pois fica obrigado a cumprir o

---

<sup>128</sup> *Vide supra* 2.1.1., ii).

<sup>129</sup> A autora faz referência ao princípio expresso no brocardo *simul stabunt, simul cadente*, i.e, a extinção de um dos contratos coligados acarreta a extinção do outro. Cfr. LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 160 e 161.

<sup>130</sup> Nesta situação, o terceiro de boa fé não tem de arcar com a nulidade da venda das ações que fez, visto que o que está em causa é o incumprimento da lei por parte da sociedade e do comprador. Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 66.

<sup>131</sup> Cfr. FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., pp. 85 e 86.

<sup>132</sup> *Ibidem*.

contrato sem a segurança da garantia que lhe foi prestada – hipoteca do imóvel da sociedade x – e, por outro lado, a sociedade que atuou ilicitamente sai beneficiada, porquanto ficou desonerada da garantia que prestou<sup>133</sup>.

Dito isto, é evidente que a solução justa e adequada não corresponde apenas a uma destas soluções propostas para fazer face aos diferentes casos concretos. Destarte, defendemos, por isso, a linha de raciocínio de Paulo de Tarso Domingues, *i.e.*, que nalguns casos a nulidade do negócio de assistência financeira afete o de aquisição de ações, e que noutros a nulidade se limite ao negócio assistencial, deixando intacto o aquisitivo, “*dependendo a solução consagrada dos interesses em jogo, do grau de dependência dos negócios em questão e da primordial necessidade de tutelar os interesses dos terceiros de boa fé*”<sup>134</sup>, aplicando-se a regra da redução dos contratos coligados (artigo 292º do CC), em que os negócios não viciados se deverão manter, a menos que se demonstre que eles não teriam sido celebrados sem o negócio nulo.<sup>135/136</sup>.

Por último, refira-se que ao existir uma violação da proibição de assistência financeira, os administradores da sociedade assistente poderão ser responsabilizados, tanto civilmente, pelos danos causados à sociedade (artigo 72º), perante os seus credores (artigo 78º), sócios e terceiros (artigo 79º), como penalmente, ficando sujeitos a uma multa até 120 dias, caso tenham atuado dolosamente, como se verifica nos termos das disposições conjugadas dos artigos 510º/1 e 527º/1<sup>137</sup>.

## **5. Análise ao caso particular dos LBO (Leveraged Buyout): A compra ou fusão alavancada**

A compra alavancada ou *leveraged buyout*<sup>138</sup> consiste numa técnica financeira de aquisição de uma participação acionista maioritária (ou total) de uma sociedade, que se contradistingue pelo facto de o adquirente, não dispondo de capital ou liquidez

---

<sup>133</sup> Este exemplo é de ANDRADE, Margarida Costa, ob. cit., p. 455 e é salientado por FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 86.

<sup>134</sup> FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 87.

<sup>135</sup> Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., pp. 67 e 68.

<sup>136</sup> Numa posição próxima, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, ob. cit., pp. 235 e 236, embora refira que o princípio geral é o de que a nulidade do negócio de financiamento não prejudica a subscrição ou aquisição de ações, admite que as partes possam demonstrar existir uma relação de dependência entre o contrato de financiamento e o de aquisição, por forma a que a validade do último fique dependente da validade do primeiro, pelo que, provando-se essa coligação funcional, ambos os negócios são nulos.

<sup>137</sup> Nesta direção, FERREIRA, Jessica Rodrigues, ob. cit., p. 87 e SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 231 e 232.

<sup>138</sup> Doravante, LBO.

necessários à compra, recorre ao financiamento da aquisição por parte de um terceiro, assegurando o reembolso do crédito pela afetação do *cash flow* gerado pela empresa adquirida e/ou dando como garantia as ações adquiridas e ativos da sociedade tomada (*target*)<sup>139</sup>.

Com efeito, pode-se afirmar que o objetivo essencial dos LBO é financiar a grande parte do custo de aquisição societária à custa do património e do futuro *cash flow* da sociedade adquirida. Ou seja, a natureza do LBO é traçada pela transferência da dívida financiadora da aquisição da sociedade adquirida para o seu património e *cash flow*<sup>140</sup>.

Por *buyout* entende-se que o capital da empresa societária vai ter um novo titular, que compra e assume, assim, o seu controlo. Por sua vez, a expressão *leveraged* (“alavancada”), ilustra o facto de a operação se materializar com uma aportação mínima de meios económicos por parte dos promotores – *i.e.*, estes apenas arriscam uma pequena parte dos capitais necessários à aquisição da *target company*<sup>141</sup> - e o máximo apelo ao endividamento da sociedade adquirida – através da utilização, como forma de garantia de solvabilidade, dos fundos livres esperados no futuro da própria sociedade adquirida -, de maneira que, uma vez consumada a aquisição, o nível de endividamento ou alavancagem financeira (expressiva da relação entre dívidas e fundos próprios da sociedade-alvo), aumente significativamente<sup>142</sup>.

Pese embora serem inúmeras as variantes práticas que esta técnica pode adotar<sup>143</sup>, o relevante é que, através desta operação, se assiste a uma transferência dos encargos de aquisição da empresa societária para o património e réditos futuros da entidade-alvo<sup>144</sup>.

---

<sup>139</sup> Neste sentido, cfr. OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p.16; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 181 e 182; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 161 e 162; NUNES, Pedro, ob. cit., p. 23 e, ainda, ANTUNES, José Engrácia, “A empresa como objeto de negócios “asset deals” versus “share deals”, in Revista da Ordem dos Advogados 2008, 68, II-III, pp. 735 a 737.

<sup>140</sup> Cfr. OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 98.

<sup>141</sup> Terminologia importada do direito anglo-saxónico (em português, propõe-se “sociedade-alvo”). Doravante, *targetco*.

<sup>142</sup> Cfr. OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 79. Na mesma direção que o último autor, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 182.

<sup>143</sup> Não abordaremos, no presente estudo, as diferentes modalidades que o LBO pode revestir (mormente, *Management Leveraged Buyout*; *Management Leveraged Buyin (MBI)*; *Employee Leveraged Buyout (EBO)*; *Family Buyout (FBO)*; entre outras figuras afins). De referir, apenas, que esta variedade de formas operacionais, “*tendo todas entre si em comum o facto de se tratar de aquisições financeiramente alavancadas, elas diferenciam-se fundamentalmente em função da natureza dos sujeitos adquirentes*” – ANTUNES, José Engrácia, ob. cit., pp. 735 e 736. Para um maior desenvolvimento destas diversas formas de compra alavancada e suas especificidades, vide ainda OSÓRIO, José Diogo Horta, pp. 96 e ss., 104 e ss, nota 158; NUNES, Pedro, ob. cit., pp. 26 e 27 e SIMONS, Tomas /RENNEBOOG, Luc, “Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs”, in ECGI Working Paper Series in Finance, Finance Working Paper n.º 94/2005, 2005, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=796047](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796047) (acesso efetuado em Janeiro de 2020).

<sup>144</sup> OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 79.

Note-se que o que distingue a assistência financeira da compra alavancada reside no facto de na primeira forma de operação se verificar um financiamento, por parte da sociedade assistente, da participação de um sócio ou uma garantia do financiamento e na segunda, está-se perante uma operação que tem em vista imputar ou transferir para a *targetco* o custo dessa participação<sup>145</sup>.

De todas as modalidades existentes, no presente trabalho iremos abordar apenas a *Merger Leveraged Buyout* (MLBO) ou fusão alavancada. Esta modalidade de LBO implica a intervenção de pelo menos duas sociedades: (i) uma sociedade veículo que obtém financiamento com vista à aquisição de capital social (ii) noutra sociedade - a sociedade que se pretende adquirir com a operação, intitulada de *targetco*.

Em traços gerais, esta eventualidade processa-se da seguinte forma: os interessados na aquisição do controlo da *targetco* constituem, com uma aportação mínima de capitais, uma sociedade veículo (designada, habitualmente, por *new company*<sup>146</sup>), que vai ao mercado financiar-se de modo a adquirir o controlo da sociedade-alvo. Sob pena de aplicação da norma que proíbe a assistência financeira, a *targetco* não irá, em princípio, prestar garantias a favor dos credores da *newco*, nem conceder crédito a esta diretamente para que possa adquirir ações representativas do seu capital. Por outro lado, os credores não aceitarão, normalmente, que a *newco* se limite a dar em garantia as ações que tenciona adquirir, enquanto bens futuros.

Assim, ao se pretender no LBO que sejam os ativos e o *cash flow* da *targetco* a suportar o custo da sua aquisição, é comum o recurso à fusão para efetivação da transferência desse custo para a sociedade-alvo pelo que, por isso, após a aquisição da *targetco* pela *newco*, estas duas sociedades fundir-se-ão: i) ou por fusão simples, isto é, dando origem a uma nova sociedade (artigo 97º/4, b)), ii) ou, por outro lado, por fusão incorporação entre a *newco* e a *targetco* (artigo 97º/4, a)).

Com efeito, de acordo com o regime estatuído pelo artigo 97º/4, a) e b) – consoante estejamos perante uma fusão por incorporação ou concentração - e 112º, pelo facto de a sociedade resultante da fusão passar a ser titular de todo o património das duas entidades fundidas, assumindo todos os direitos e obrigações destas, pode-se afirmar que o património que era da *targetco* passará a responder pela globalidade das dívidas da

---

<sup>145</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 182.

<sup>146</sup> Doravante, *newco*.

sociedade veículo – designadamente, a dívida contraída com o propósito de adquirir a *targetco*<sup>147/148</sup>.

A questão que aqui se coloca é a de saber se, pelo facto de se reconhecer, nesta operação, a presença de assistência financeira<sup>149</sup>, este caso de fusão alavancada poderá caber na letra da previsão normativa do artigo 322º/1. Será esta situação válida e lícita face ao ordenamento jurídico português?

Constatamos na doutrina duas orientações: uma orientação maioritária, favorável à admissibilidade do *merger leveraged buyout*, defende não se integrar este tipo de operações na *factispecie* do artigo 322º, porquanto: (i) como referido *supra*, interpreta-se restritivamente a norma, aplicando-se, apenas, aos casos onde exista uma concessão de crédito ou uma prestação de garantias pela sociedade-alvo (*targetco*), não se verificando esta situação na operação em análise; (ii) na operação em causa existe um propósito misto, sendo a assistência financeira apenas um fim acessório ou incidental do fim – mais amplo – visado pela fusão; (iii) a fusão já permite aos acionistas e credores analisarem a situação da fusão e tutelarem os seus direitos – incluindo, o de impugnação da deliberação de fusão e de oposição à fusão (artigos 58º/1, b), 101º-A e 101º-B); (iv) a transmissão universal do património não provem da vontade das partes, mas sim *ope legis*; (v) os negócios celebrados ao longo da operação são inatacáveis, pelo facto de a *targetco* só intervir ativamente na fusão, sendo, até este momento, um mero objeto mediato das negociações; (vi) há analogia da operação com o crédito hipotecário para aquisição de imóvel, em que o devedor oferece como garantia real um imóvel que ainda não lhe pertence, podendo, também, afetar as receitas geradas – v.g., pelo arrendamento do imóvel – ao reembolso do crédito. Não obstante a existência e a necessidade de proteção dos acionistas minoritários e credores da *targetco* ser o que distingue na prática tais situações, uma vez tutelados os seus direitos<sup>150</sup>, “*não se vislumbra qual a justificação de estender proibições legais a situações que decorrem da livre iniciativa empresarial*”<sup>151</sup>.

Por sua vez, a orientação minoritária, contrária à licitude da compra alavancada através de fusão, alega que esta operação se subsume ao artigo 322º, sendo, por isso,

---

<sup>147</sup> Cfr. VITORINO, Joana Leal de Macedo, ob. cit., pp. 34 e 35; LEITE, Inês Pinto, ob. cit., pp. 165 e 166; ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 183 e DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 70.

<sup>148</sup> Ver *infra* anexo I.

<sup>149</sup> Tal como afirma LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 163, “*é inegável que o resultado material da operação [de LBO] se reconduz ao efeito pernicioso a que o legislador pretendeu, precisamente, obviar: o de ser a sociedade adquirida a suportar, com o seu património social, o custo da sua própria aquisição*”.

<sup>150</sup> *Supra* ponto (iii), p. 36.

<sup>151</sup> Cfr. OSÓRIO, José Diogo Horta, ob. cit., p. 209.

proibida, defendendo que: (i) o resultado material destas operações de LBO é precisamente o que a lei pretende obviar com a proibição de assistência financeira, *i.e.*, ser a subscrição ou aquisição das ações suportada pelo património da sociedade-alvo, pelo que, caso o LBO fosse aceitável, estaríamos perante uma forma de fraude à lei; (ii) a norma em análise não distingue entre hipóteses lícitas e ilícitas de assistência financeira, sendo todas proibidas; (iii) o argumento de tutela dos acionistas e dos credores conferida pela fusão também não legitima este tipo de operações, dado que o regime não salvaguarda situações em que, a partir de determinado nível de proteção, a assistência financeira é permitida; (iv) a fusão confere uma proteção débil aos sócios minoritários<sup>152</sup>; (v) há uma fragilização da garantia patrimonial da sociedade-alvo<sup>153</sup>.

Ora, feito este percurso, ponderadas as duas orientações, posicionamo-nos para a maioritária. De facto, e baseando-nos nos argumentos utilizados por Pedro de Albuquerque, as alegações empregadas pela orientação minoritária não vingam: no tocante à primeira, pode-se afirmar, desde logo, pelo facto de o artigo 322º/1 apenas interditar atos intencionalmente funcionalizados, por ambas as partes no negócio, à prestação de assistência financeira<sup>154</sup>, que não é o resultado material de uma operação (neste caso, da operação de LBO) o decisivo para determinar, ou não, a aplicação do preceito em análise, ficando de fora, por isso, as situações que comportam um resultado de assistência financeira, mas desprovidas de proibição, pois não preenchem o elemento finalístico. Ou seja, o que está em causa não é o resultado, mas, por outro lado, o fim da operação e a possibilidade de, perante este, poder-se concluir pela aplicação ou não da proibição de assistência financeira contida no artigo 322º.

Assim, não se pode utilizar o argumento de fraude à lei sempre que se verifique a presença do resultado de assistência financeira, uma vez que nem todas as hipóteses que apresentam o mesmo resultado material têm igual desfecho.

Relativamente à segunda, é de se referir que existe uma distinção entre hipóteses lícitas e ilícitas de assistência financeira: a par das duas situações de assistência financeira lícita consagradas no artigo 322º/2, o elemento finalístico presente no artigo 322º/1 também leva a várias outras hipóteses de licitude e permite abranger as hipóteses de *merger leveraged buyout*. Vão nesse sentido, ainda, o regime da fusão e a tutela adicional

---

<sup>152</sup> Neste sentido, DOMINGUES, Paulo de Tarso, ob. cit., p. 71, nota 73, referindo que “*é-lhes fundamentalmente atribuído um direito – que é um direito quase virtual – de exoneração (cfr. artigo 105º)*”.

<sup>153</sup> Segue-se, tanto para a orientação maioritária como para a minoritária, a sinopse operada por NUNES, Pedro, ob. cit., pp. 36 e 37.

<sup>154</sup> *Vide supra* 2.1.2., pp. 25 e 26.

por ele oferecida e o argumento do Direito comparado. Note-se que, apesar de não terem sido transportadas neste aspeto, as Diretrizes europeias distinguem situações de assistência lícita e hipóteses de assistência ilícita. Também tal como atesta o Direito italiano - pelo facto de neste ser expressamente permitido, por força do artigo 2501-*bis* do *Codice civile*, a possibilidade de *merger leveraged buyout*, não se enquadrando esta operação numa situação de assistência financeira proibida -, a *ratio* da proibição de assistência financeira não é extensível às situações de compra alavancada através de aquisição seguida de fusão.

O terceiro argumento esgrimido em oposição à admissibilidade do *merger leveraged buyout* também não é válido. Tal como afirma Pedro de Albuquerque<sup>155</sup>, não é bastante a menção da ausência de distinção, no regime em análise, entre situações em que, a partir de determinado nível de proteção, a assistência financeira é permitida. Para o autor, mesmo existindo uma omissão expressa na lei neste sentido, não existe um impedimento ou impossibilidade de por interpretação se obter certos cenários em que, verificando-se um dado nível de tutela daquilo que a lei pretende salvaguardar, a assistência financeira é lícita. Ter-se-á, no entanto, de apurar se estamos perante uma lacuna dissimulada, se se pode proceder a algum tipo de interpretação restritiva ou extensiva ou se, ao invés, estamos perante um silêncio representativo de uma disciplina plena e, para isso, é necessário proceder a um estudo pormenorizado dos regimes e institutos em questão.

Com efeito, a fusão inicia-se com o respetivo projeto, elaborado conjuntamente pelos administradores das sociedades que pretendem fundir-se de onde, além de ter de constar os elementos necessários ou convenientes para o perfeito conhecimento da operação visada (artigo 98º/1), devem ser referidos a modalidade, os motivos as condições e objetivos da fusão relativamente a todas as sociedades participantes. Ora, a referência a estes elementos tem como objetivo a necessidade de ponderação e menção dos meios financeiros para fazer face à fusão entre as sociedades envolvidas e que irá responder pela dívida daí resultante. Caso seja relevante e útil, também podem ser apresentados estudos e relatórios de entidades independentes e atestadas a certificar o equilíbrio do processo.

---

<sup>155</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 192, usando esta argumentação tanto em defesa da segunda razão referida em sentido contrário à admissibilidade da fusão alavancada, como da terceira (*vide* pp. 189 e 190).

Assim, a fusão ao ser uma operação mais ampla que implica um processo que permite aos acionistas e credores, através do projeto de fusão, analisarem a situação precavendo os seus direitos<sup>156</sup>, pode-se afirmar que, este regime é, no entender da opinião nacional maioritária<sup>157</sup>, conveniente a afastar o juízo de desvalor normativo existente nas outras hipóteses, não violando, destarte, o instituto da proibição de assistência financeira<sup>158/159</sup>.

Dito isto, não se nos afigura acertada a afirmação da ausência de distinção, no âmbito da assistência financeira, do nível de proteção conferida pela norma.

O quarto argumento utilizado como fundamento para o afastamento da admissibilidade de fusão após aquisição com endividamento traduz-se na debilidade da proteção do regime da fusão à tutela dos sócios minoritários.

Ora, é, desde logo, um fundamento tido por insuficiente pelo Direito italiano, uma vez que, como referido *supra*, neste ordenamento, através do artigo 2501-*bis*, são explícitas algumas medidas de precaução e pressupostos de elucidação e informação dos acionistas sobre a viabilidade da operação por forma a torna-la legítima, não tendo estabelecido qualquer tipo de garantias adicionais de proteção dos sócios, mormente ao nível do capital ou das reservas. Consideram a fusão uma condição do respeito dos próprios fins visados pela norma proibitiva do artigo 2358 do *Codice civile* (correspondente ao artigo 322º do CSC), por ter de existir uma aprovação por parte da assembleia, pela possibilidade de oposição por parte dos credores, etc.

Assim, pelo facto de as exigências do Direito italiano serem observáveis também entre nós e suscetíveis de se terem por abrangidas, de forma mais explícita ou implícita, direta ou indireta, rigorosa ou flexível, também pelo regime português da fusão, se pode afirmar que esta justificação não vale para o nosso Direito.

Também no Direito alemão se defende ser a garantia de exoneração, a par das outras proteções do processo de fusão, perfeitamente apta para tornar dispensável a tutela conferida pelo regime de interdição da assistência financeira.

---

<sup>156</sup> Cfr. MOTA, Bernardo Abreu, ob. cit., p.93.

<sup>157</sup> Que admite a validade do *merger leveraged buyout*.

<sup>158</sup> Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 191 a 193.

<sup>159</sup> Por forma a sustentar o referido *supra*, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., p. 192, refere que o regime português da fusão abarca, direta ou indiretamente, todos os elementos essenciais – necessários à afirmação da licitude da operação de fusão em virtude de uma alavancagem financeira - impostos pelo Direito italiano que, nos termos do artigo 2501-*bis* do *Codice civile*, e após a verificação dos requisitos exigidos, considera esta operação de assistência financeira válida.

Note-se, apoiando-nos na linha de pensamento de Pedro de Albuquerque, que existem outras formas de proteção dos sócios, tais como: o facto de a maioria exigida para este tipo de operações ser, nos termos dos artigos 386º/3 e 4 e 383º/2, sujeita a regras especiais; o projeto de fusão estar subordinado a fiscalização – artigo 99º/1/2 e 4, este último respeitante à relação de troca das participações sociais; a existência de responsabilidade solidária dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização pelos danos originados à sociedade e aos seus sócios caso, no exame da situação patrimonial das sociedades e no termo da fusão, não tiverem observado a diligência de um gestor criterioso e ordenado; a própria deliberação de fusão, que permanece subordinada às regras gerais, devendo, destarte, observar o princípio da igualdade, estando sujeita às causas de anulabilidade da deliberação previstos no artigo 58º, *maxime* à que consta no artigo 58º/1, b), pois, caso se venha a verificar a sua invalidade, esta, nos termos do artigo 117º/1, origina a nulidade da própria fusão<sup>160</sup>.

Dito isto, parece não existir fundamento para a defesa de uma suposta debilidade do regime da fusão na proteção dos sócios minoritários perante os perigos do *merger leveraged buyout*.

Resta, por último, desmontar o raciocínio da fragilização do património da sociedade-alvo com a operação de MLBO. Não obstante a autonomia própria do regime da fusão relativamente às normas de proteção do capital já permitir afastar este argumento, é de se notar que a existência dessa debilitação patrimonial também se poderá verificar em muitas outras situações: *v.g.*, outras hipóteses de fusão; nas situações previstas por exemplo no artigo 322º/2 (sendo, ainda assim, estas operações lícitas); naquelas hipóteses em que se verifica o efeito de assistência, embora não se constate a existência de uma ligação funcional entre a garantia oferecida ou os fundos disponibilizados e a aquisição das próprias ações da sociedade-alvo; ou, ainda que haja uma assistência para aquisição de ações próprias, por existir um outro fim principal ou misto. Deste modo, pode-se concluir que, em si mesma, a afetação do património não prova, nem diz nada no tocante à licitude ou ilicitude da operação<sup>161</sup>.

Acresce-se que, a partir de 2006, com o regime das Diretrizes sobre a matéria, ao ter sido liberalizado o regime da assistência financeira, permitindo-se mobilizar, em certas situações, as reservas das sociedades em favor dos sócios para a aquisição das ações da própria sociedade, deixou-se de poder, mesmo nos países onde o regime da

---

<sup>160</sup> ALBUQUERQUE, Pedro de, *ob. cit.*, p. 194.

<sup>161</sup> Neste sentido, ALBUQUERQUE, Pedro de, *ob. cit.*, p.198.

liberalização não foi expressamente adotado, afirmar existir uma incompatibilidade entre um LBO e o regime proibitivo de normas – que se verificam no plano interno dos Estados-membros - idênticas à proibição inicial do artigo 23º da Segunda Diretriz em matéria de sociedades, até porque, tudo isto ao ser sabido ao nível do Direito europeu aquando da reforma e promulgação das sucessivas Diretrizes europeias em matéria de assistência financeira, não deriva delas uma valoração no sentido de abarcar também estas hipóteses de aquisição de sociedades agora em análise.

No Direito europeu ou português, apenas se pretendeu interditar atos suscetíveis de apresentarem risco de crédito (fim visado)<sup>162</sup>, não se verificando a existência de nenhum fim ou propósito explícito, no instituto de proibição de assistência financeira, de tutela perante os perigos da fusão após aquisição com recurso ao endividamento do adquirente, pelo que, por isso, não se vislumbram razões para se entender ser o MLBO proibido<sup>163</sup>.

No entanto, e seguindo a linha de raciocínio de Pedro Nunes, o elemento finalístico consagrado no artigo 322º/1, exige, como se referiu *supra*, uma análise casuística da situação, pelo que, por isso, caso se verifique a existência de uma vontade das partes em contornar a lei com a operação de financiamento feita à *newco*, concedendo-lhe assistência financeira para que esta adquira o controlo da sociedade-alvo, com o fito de, posteriormente, serem os ativos e o *cash flow* desta a suportar o custo da sua aquisição, através do recurso à fusão, pode-se afirmar que estamos perante um fim do negócio de financiamento contrário à lei – violando o instituto de proibição de assistência financeira – comum a ambas as partes e, por conseguinte, nulo (artigo 281º do CC), verificando-se, caso se prove que os restantes contratos não seriam celebrados não fosse o contrato de financiamento, a nulidade de toda a operação (artigo 292º do CC)<sup>164</sup>.

## 6. A alteração à 2ª Diretiva

Da Diretiva 77/91/CEE, de 13 de Dezembro de 1976<sup>165</sup> - que tinha como propósito coordenar as garantias para a proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, no que diz respeito à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações

---

<sup>162</sup> Sendo que na fusão não há uma concessão de crédito.

<sup>163</sup> Nesta direção, seguindo a posição dominante não apenas no nosso Direito, mas, também, no Direito de outros países europeus, ALBUQUERQUE, Pedro de, ob. cit., pp. 198 a 200.

<sup>164</sup> NUNES, Pedro, ob. cit., pp. 39 e 40.

<sup>165</sup> Doravante, 2ª Diretiva.

do seu capital social, a fim de conseguir um regime harmonizado para todo o espaço europeu –, é essencial referir o seu artigo 23º (disposição modelada com base na *Section 54* do *Companies Act* de 1948), cujo conteúdo serviu de fonte para o artigo 322º do Código das Sociedades Comerciais.

Contudo, quando a 2ª Diretiva consagrou a proibição de assistência financeira em 1976, já se debatia em Inglaterra sobre a flexibilização da mesma proibição, existindo recomendações emitidas nesse sentido pela Comissão Jenkins<sup>166</sup>.

Com efeito, após o *Jenkins Comitee*, em 1962, se ter pronunciado no sentido da diminuição da abrangência da interdição<sup>167</sup>, “*os ventos de mudança do Direito Inglês*”<sup>168</sup> atingiram a UE e em 1998, após o lançamento da iniciativa SLIM em 1996, com vista à simplificação da legislação do mercado interno, no relatório apresentado à Comissão Europeia, este grupo de trabalho concluiu, em matéria de direito das sociedades, principalmente no que diz respeito à assistência financeira, que esta deveria limitar-se a um mínimo prático, tendo a Comissão, desde logo, aceitado a recomendação providenciando pela flexibilização do regime que se verificara no Direito Inglês a partir dos anos 80<sup>169</sup>.

Contudo, só em 2006, com a aprovação da Diretiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro de 2006<sup>170</sup>, se realizou uma alteração do regime da assistência financeira consagrado na 2ª Diretiva, tendo sido inserido, por um lado, o artigo 23º-A e modificado, por outro lado, o artigo 23º da mesma, que, na sua nova redação, passou a atribuir aos Estados-Membros<sup>171</sup> a faculdade de permitir que as sociedades anónimas prestem assistência financeira tendo em vista a aquisição das suas ações<sup>172</sup>, devendo estes assegurar, todavia, que a operação se realize com a observância dos seguintes requisitos cumulativos<sup>173</sup>:

---

<sup>166</sup> Silva, Mariana Duarte, ob. cit., p. 157.

<sup>167</sup> Tendo o *Companies Act* de 1985 introduzido o conceito de permissão da assistência financeira desde que o motivo principal da assistência não seja a aquisição. Cfr. HENRIQUES, Sérgio Coimbra, “Proibição de Assistência Financeira – Análise e perspectivas”, [www.academia.edu](http://www.academia.edu), Outubro de 2012, p.3, nota 5, disponível em: [https://www.academia.edu/5136378/Proibição\\_de\\_Assistência\\_Financeira\\_Análise\\_e\\_perspectivas\\_Outubro\\_2012](https://www.academia.edu/5136378/Proibição_de_Assistência_Financeira_Análise_e_perspectivas_Outubro_2012) (acesso efetuado em Fevereiro de 2020).

<sup>168</sup> Expressão utilizada por NUNES, Pedro, ob. cit., p. 7.

<sup>169</sup> Cfr. NUNES, Pedro, ob. cit., p. 7 e SILVA, Mariana Duarte, ob. cit., pp. 157 e 158.

<sup>170</sup> Doravante, Diretiva 2006/68/CE.

<sup>171</sup> Não obstante a lei portuguesa permanecer, nos dias de hoje, inalterada.

<sup>172</sup> MOTA, Bernardo Abreu, ob. cit., p. 90.

<sup>173</sup> De referir que não cabe neste estudo a análise dos requisitos estabelecidos na 2ª Diretiva para a prestação de assistência financeira.

- A operação deverá ser realizada sob responsabilidade da administração, (ii) em condições justas de mercado<sup>174</sup> (mormente no tocante aos juros pagos à sociedade e às garantias oferecidas); (iii) a fiabilidade creditícia do(s) terceiro(s) deve ser devidamente analisada pela administração.
- (iv) A operação deve ser submetida pela administração à aprovação prévia da AG que a aprovará por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos.
- (v) O órgão de administração deverá apresentar a AG um relatório escrito indicando: as razões da operação; o interesse da sociedade na realização da operação; as condições da sua efetuação; os riscos para a liquidez e solvabilidade da sociedade e o preço a que o terceiro adquirirá as ações.
- (vi) A assistência financeira global concedida nunca pode ocasionar a redução dos ativos líquidos para um nível inferior ao do capital social acrescido de reservas não distribuíveis (legais e estatutárias), tendo também em consideração qualquer redução de ativos líquidos que possa ter ocorrido através da aquisição de ações próprias pela sociedade<sup>175</sup>.
- (vii) A sociedade fica obrigada a incluir no passivo do seu balanço uma reserva não distribuível no montante da assistência financeira global.

Além disso, note-se que quando as pessoas ou entidades referidas na introdução do artigo 23º-A da Diretiva 2006/68/CE, sejam contraparte numa operação que envolva assistência financeira, os Estados-Membros devem ainda assegurar, através de garantias adequadas, que essa operação não é contrária aos interesses da sociedade. Já quando as ações próprias da sociedade sejam adquiridas por um terceiro, ou sejam emitidas ações num aumento de capital e sejam subscritas por um terceiro, e este o faça através de assistência financeira, essa aquisição ou subscrição deve efetuar-se a um preço justo.

Pode-se, por último, concluir que, relativamente à assistência financeira, existiu uma alteração de paradigma, ao se passar de uma inicial proibição absoluta para a sua

---

<sup>174</sup> Entendendo-se por condições justas de mercado como as “*contraprestações que resultariam do livre funcionamento do mercado numa situação similar*”. Cfr. LEITE, Inês Pinto, ob. cit., p. 169, nota 164.

<sup>175</sup> Ou seja, tal como refere NUNES, Pedro, ob. cit., p. 8, para se determinar se a redução dos ativos líquidos fica a um nível inferior à soma do capital social e reservas indisponíveis, tem de se ter em conta, também, qualquer redução dos ativos líquidos em virtude da aquisição, direta ou indireta, de ações próprias pela sociedade.

aceitação com exigentes limitações, sendo esta modificação, em geral, vista como positiva, porquanto trouxe novamente o tema da assistência à discussão e reflexão<sup>176</sup>.

## **Reflexões finais**

Após a elaboração do presente trabalho, cumpre refletir e apurar as ilações que dele advém.

Depois de analisada a proibição de assistência financeira consagrada no artigo 322º, surge-nos uma questão: será que tal proibição se justifica, não sendo ela excessiva?

Pese embora ser importante não só tutelar o capital social (tanto a nível produtivo como na sua função de garante dos credores sociais), bem como, também, a estrutura societária (tanto a nível interno e externo), e, ainda, o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, somos da opinião que a amplitude com que está consagrada a interdição em análise, é excessiva.

Contudo, não defendemos que a assistência financeira para a aquisição de ações próprias deva ser admitida de forma absoluta, porquanto esta poderá dar origem, ainda que em certas situações apenas potencialmente, a um prejuízo social polimórfico que importa prevenir.

Também não defendemos o caráter absoluto da proibição de tais operações, sendo esta, em muitas situações, injustificada e excessiva: *e.g.*, se estiverem em causa negócios que prossigam interesses legítimos da sociedade, em que a assistência financeira é apenas acessória, ou, até mesmo, operações realizadas a preços normais de mercado, pelo que, por isso, urge, tendo como base as alterações introduzidas pela Diretiva 2006/68/CE, uma modificação legislativa, num sentido restritivo, do artigo 322º, adequado à contemporânea realidade empresarial.

No que concerne à análise realizada ao caso concreto do LBO, operado pela fusão, e depois de analisadas as duas orientações, tendo em consideração a interpretação restritiva do artigo 322º, defendemos que o LBO, na modalidade *Merger LBO* é uma

---

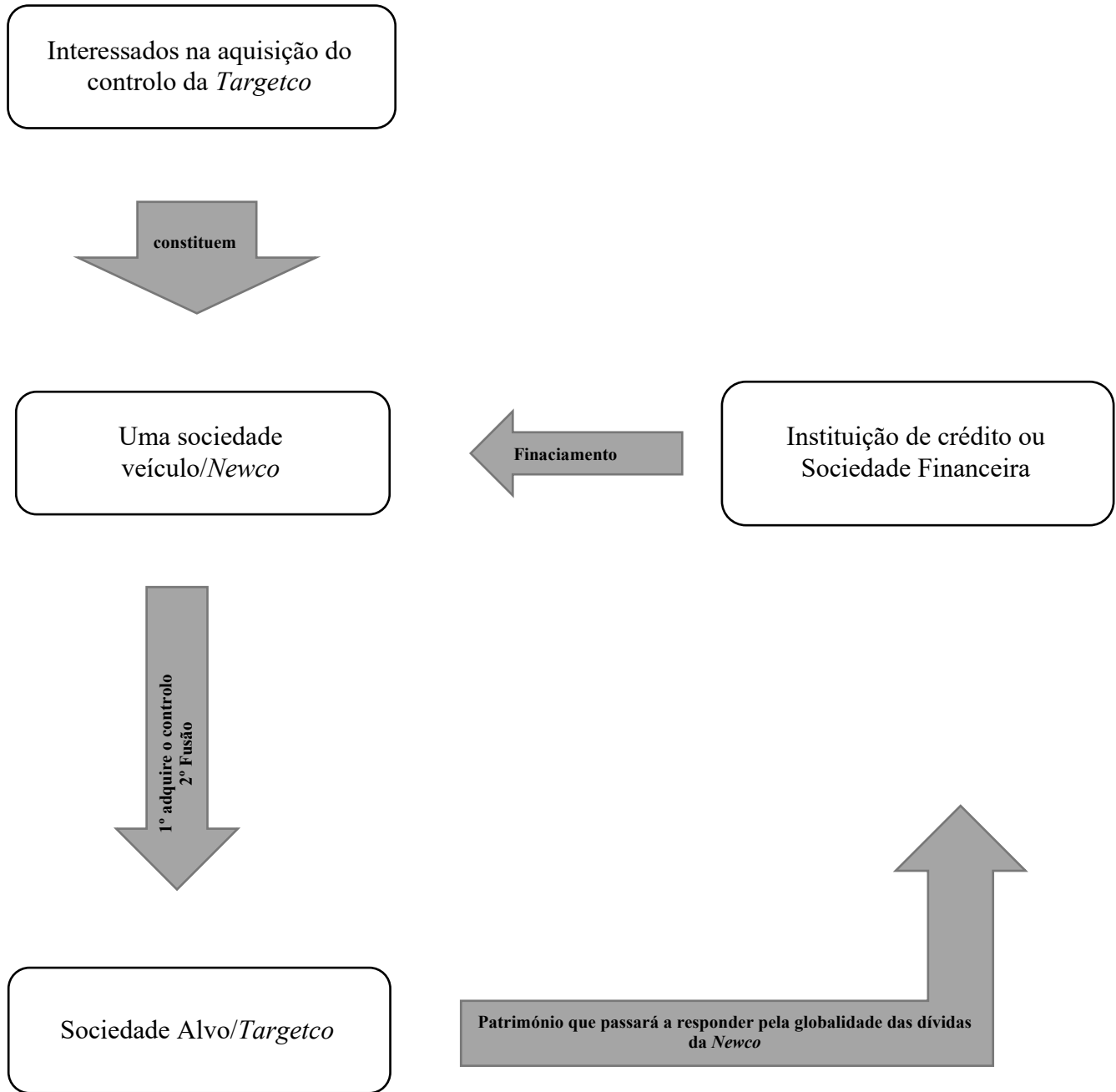
<sup>176</sup> Cfr. NUNES, Pedro, ob. cit., p. 8 e MOTA, Bernardo Abreu, ob. cit., p. 91 considerando, este último, que “as modificações poderão vir a trazer desenvolvimentos positivos. Esperamos que as medidas permitidas sejam adotadas, rapidamente, em Portugal”.

operação válida, porquanto, a fusão, permite acautelar os interesses que a proibição de assistência financeira visa tutelar.

Todavia, ter-se-á sempre, tal como exige o elemento finalístico consagrado no nº1 do artigo 322º, de realizar uma análise casuística do LBO, pois esta operação só não conterà um vício gerador da nulidade, se se constatar qua as partes prosseguiram uma finalidade mais ampla que a concessão de assistência financeira para a aquisição da *targetco*.

## Anexo I

Esquemáticamente temos:



## **Bibliografia**

ALBUQUERQUE, Pedro de, “Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais – A concessão de empréstimos, de fundos ou a prestação de garantias pela sociedade para a subscrição ou aquisição por um terceiro de ações representativas do seu próprio capital social”, Almedina, 2019.

ALBUQUERQUE, Pedro de, “Código das sociedades comerciais anotado”, coordenação Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, Almedina, 2009, comentário ao artigo 322º.

ANDRADE, Margarida Costa, “Artigo 322º”, *in* “Código das Sociedades Comerciais em Comentário”, Vol. V, de Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Coordenação), Coimbra, Almedina, 2012.

ANTUNES, José Engrácia, “A empresa como objeto de negócios “asset deals” versus “share deals”, *in* Revista da Ordem dos Advogados 2008, 68, II-III.

CASTRO, Carlos Osório de, “A prestação de garantias e a assistência financeira no âmbito de uma relação de grupo”, *in* Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Telles, Almedina, 2012, Vol. II.

CUNHA, Paulo Olavo, “Direito das sociedades comerciais”, 6ª Edição, Lisboa, Almedina, 2016.

DOMINGUES, Paulo de Tarso, “Proibição de “assistência financeira” no contexto dos mecanismos de proteção de credores”, *in* AB Instantia, Revista do conhecimento AB, Almedina, 2013, Ano I, Nº2.

FERREIRA, Jéssica Rodrigues, “A proibição de assistência financeira para aquisição de ações próprias”, *in* Direito das sociedades em revista, Almedina, 2015, ano 8, vol. 15.

FORTUNATO, Sabino, “Anticipazioni, prestiti o garanzie per l’ acquisto di azioni proprie, La senconda Direttiva cee in materia societaria”, a cura di Luca Buttaro e Antonio Patroni Griffi, “Rivista delle Società”, Milão, 1984.

GIMÉNEZ, Ricardo Bayona, “La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias”, Aranzadi, 2002, Número 19.

HENRIQUES, Sérgio Coimbra, “Proibição de Assistência Financeira – Análise e perspectivas”, [www.academia.edu](http://www.academia.edu), Outubro de 2012.

LEITE, Inês Pinto, “Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs”, *in* Direito das Sociedades em Revista, Maio de Ano 3 – Vol. 5, 2011.

MOTA, Bernardo Abreu, “Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação (Parte II)”, *in* Revista actualidad jurídica, 2006, setembro-dezembro.

NUNES, Pedro, “A proibição de assistência financeira. Em especial o *leveraged buyout* (lbo)”, *in* Revista electrónica de direito, 2015, Junho, Nº 2.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo, “Manual de Corporate Finance”, Almedina, 2017.

OSÓRIO, José Diogo Horta, “Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e a sua harmonização com o direito português”, Coimbra, Almedina, 2001.

PAZ-ARES, Cándido, “Negocios sobre las propias acciones: La reforma del derecho español de sociedades de capital” *in* A. Ureba (Coord.), Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria em materia de sociedades, 1987.

ROCHA, Maria Victória Rodrigues Ferreira, “Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais”, Coimbra, Almedina, 1994.

SILVA, Mariana Duarte, “Assistência financeira no âmbito das sociedades comerciais”, *in* Revista de direito das sociedades, 2010, II, ½.

SIMONS, Tomas /RENNEBOOG, Luc, “Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs”, *in* ECGI Working Paper Series in Finance, Finance Working Paper n.º 94/2005, 2005.

TRABULO, Rita, “As ações próprias – o regime da aquisição de ações próprias e a prestação de assistência financeira para a aquisição de ações próprias”, *in* Temas de Direito das Sociedades, Coimbra, Coimbra Editora, 2011.

VENTURA, Raúl, “Estudos vários sobre sociedades anónimas”, *in* Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Coimbra, Almedina, 1992.

VITORINO, Joana Leal de Macedo, “A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do Código das Sociedades Comerciais: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?”, *in* Relatório para a disciplina de Direito das Sociedades Comerciais, 2017.