



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Proibição da Assistência Financeira

Algumas problemáticas especiais do regime

Joana Monterroso Neri Cadete

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Proibição da Assistência Financeira

Algumas problemáticas especiais do regime

Joana Monterroso Neri Cadete

Orientador: José Augusto Quelhas Lima Engrácia Antunes

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

“The purpose of writing is to communicate, not to show off. If the reader does not understand, everyone’s time will have been wasted and what should have been said will remain effectively unsaid.”

Mark Adler, *Clarity for Lawyers* 6 (1990)

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Maria e António, por todas as manifestações de amor, confiança e por sempre me guiarem sem nunca impor resultados.

À minha tia, Teresa, pela procura de excelência e rigor profissional que sempre me incutiu. Retribuo, ainda, a descoberta de olhar a beleza imaterial de (tantas!) pequenas coisas que a vida nos oferece.

Aos meus amigos, a família que eu escolhi, por me convencerem, nos dias de maior dúvida, de que tudo permanece alinhado e de que o caos a que me refiro ser uma imagem da qual só eu tenho percepção. Enfim, gratulo o seu amparo incondicional e companhia imprescindível.

Ao meu orientador, Professor Doutor José Engrácia Antunes, por ter sido um farol no meu percurso académico e pela sua partilha sobre o (belo) paralelismo entre a advocacia e um mero jogo de xadrez.

Ao Diogo, por me fazer feliz! Pois mesmo nos momentos em que nos privamos de nós, estivemos sempre juntos.

A todos aqueles que me desafiaram a percorrer este caminho de que me orgulho.

Resumo

Ao abrigo do artigo 322.º do Código das Sociedades Comerciais as sociedades anónimas estão impedidas de assistirem financeiramente um terceiro para que este consiga subscrever ou adquirir ações representativas do seu capital social. Não obstante os avanços comunitários para uma flexibilização do regime, a lei portuguesa permanece imodificada.

A presente dissertação procura abordar a mística hermenêutica da figura da assistência financeira. Para alcançar um resultado digno, mais do que atender aos impactos pela não transposição da Diretiva 2006/68/CE, já oportunamente escrutinados pela doutrina, importa densificar o alcance do elemento finalístico da figura e abarcar matérias como sejam a questão da in(ex)clusão das operações de leveraged buy-outs na alçada da proibição, a extensão do regime às demais sociedades de capitais, bem como a inclusão das representations and warranties na categoria de atos proibidos, questões estas que escaparam ordinariamente ao crivo e interrogação do legislador.

Palavras-chave

Assistência Financeira; Diretiva 2006/68/CE; Pressupostos; Sociedades por Quotas; Atos Proibidos; *Leveraged Buy-out*; Cláusulas de Declarações e Garantias.

Abstract

Pursuant article 322 of the Portuguese Companies Code, limited companies by shares are prevented from providing financial assistance to a third party to enable the latter to subscribe or acquire shares representing its share capital. Notwithstanding the European community advances towards a more flexible regime, Portuguese law remains unmodified.

This dissertation seeks to unveil the hermeneutic mystique of the financial assistance figure. In order to reach a worthy result, more than addressing the impacts of the non-transposition of the Directive 2006/68/CE, already timely scrutinized by the legal scholars, it will be essential to densify about the scope of the finalistic element of the figure and cover issues such as the inclusion or not of leveraged buy-outs in the prohibition, the extension of the regime to other capital companies, as well as the inclusion of representations and warranties in the category of prohibited acts, questions that ordinarily escaped the sieve and questioning of the legislator.

Keywords

Financial Assistance; Directive 2006/68/CE; Preconditions; Limited Companies by Quotas; Prohibited Acts; Leveraged Buy-out; Representations and Warranties.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I – DA PROIBIÇÃO DA ASSISTÊNCIA FINANCEIRA.....	11
1. Noção geral	11
2. Razão de ser e natureza da proibição	12
3. A evolução da figura no Direito Europeu e Comparado.....	13
3.1 A Diretiva 2006/68/CE e os impactos da sua não transposição.....	14
3.2 Direito Comparado	15
3.2.1 Reino Unido.....	15
3.2.2 Itália	17
3.2.3 Espanha.....	18
4. O regime legal português e sua caracterização	20
4.1 O art. 322.º CSC.....	20
4.1.1 Elementos objetivos	21
4.1.1.1 Negócio de financiamento	21
4.1.1.2 A subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente	22
4.1.2 Elemento subjetivo ou finalístico.....	23
5. Exceções à proibição.....	25
5.1 As operações correntes dos bancos e demais instituições financeiras.....	25
5.2 A aquisição pelo ou para o pessoal da sociedade (<i>stock options</i>).....	26
6. Consequências da violação da proibição da assistência financeira	27
CAPÍTULO II – DAS PERTINENTES PROBLEMÁTICAS DOUTRINAIS.....	30
7. A aplicação analógica às sociedades por quotas.....	30
8. A admissibilidade das operações de <i>Leveraged Buy-outs</i>	32
9. Atos proibidos. Em especial, as <i>representations & warranties</i>	35
10. A assistência financeira nas relações de grupo	37
CONSIDERAÇÕES FINAIS	41

BIBLIOGRAFIA.....	43
SÍNTESE DE JURISPRUDÊNCIA.....	48
APÊNDICE I.....	50

Advertências

Aquando da referência das obras nas notas de rodapé, empregamos o sistema de citação americano APA, ou seja, **autor, data, página**.

A informação completa de alguns acórdãos da jurisprudência nacional e estrangeira, considerados relevantes para fins de investigação, estará disponível no final da dissertação numa lista criada para esse efeito.

Lista de abreviaturas

Ac.	Acórdão
AktG	<i>Aktiengesetz</i>
al.	alínea
art.	artigo
arts.	artigos
CC	Código Civil
Cfr.	Conforme
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
CSC	Código das Sociedades Comerciais
<i>e.g.</i>	<i>exempli gratia</i>
<i>GmbH</i>	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
i.e.	isto é
<i>M&A</i>	<i>Merger and Acquisitions</i>
n.º	número
p.	página
pp.	páginas
Proc.	Processo
R.	Relator/(a)
S.A.	Sociedade Anónima
ss.	seguintes
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
TRC	Tribunal da Relação de Coimbra
TRL	Tribunal da Relação de Lisboa
v.	ver
Vol.	Volume
<i>vs.</i>	<i>versus</i>

INTRODUÇÃO

Na presente dissertação propomo-nos para o esclarecimento do regime legal português da proibição da assistência financeira plasmado no 322.º do Código das Sociedades Comerciais, uma vez que esta questão vem suscitando mais dúvidas do que certezas.

Com efeito, a assistência financeira foi sempre, e continua a ser hoje, uma operação do maior relevo no domínio das médias e grandes empresas, relevando-se muito vantajosa do ponto de vista dos investidores e das próprias sociedades, e até mesmo incontornável em processos de reestruturação e aquisição de novas sociedades. A verdade, porém, é que, decorridas várias décadas sobre a respetiva aprovação, o regime previsto no art.322.º continua a constituir um comando controverso, que suscita mais dúvidas do que certezas, no plano dos seus fundamentos, do seu alcance e até dos seus efeitos, além de não responder cabalmente a um conjunto de novos problemas entretanto suscitados pela sua aplicação prática.

Neste contexto, a presente investigação propõe-se, num primeiro momento, a tratar do regime geral da proibição da assistência financeira, abordando, sucessivamente, a noção geral desta figura; a sua natureza e a razão subjacente à sua consagração; a sua evolução histórica, da origem à atualidade, passando em revista o direito europeu e o direito comparado; e, culminando este percurso, com uma análise detalhada e crítica do regime jurídico português, colocando em destaque os principais problemas interpretativos e ensaiando algumas tentativas de solução.

Num momento segundo momento, serão abordadas algumas problemáticas específicas da assistência financeira que, pela sua novidade, importância prática e ausência de solução legislativa, criam frequentemente dificuldades ao intérprete, ao julgador mas também aos próprios investidores e sociedades envolvidas e que aqui se pretende contribuir para a sua superação, tal o caso da (possível) extensão do regime às demais sociedades de capitais (em especial, as sociedades por quotas); da viabilidade das operações de alavancagem financeira com recurso aos *Merger Leveraged Buy-out*; da sujeição das cláusulas de declarações e garantias prestadas pelo *seller* ao âmbito dos atos proibidos; e, por fim, das garantias prestadas nas relações intra-grupo.

CAPÍTULO I – DA PROIBIÇÃO DA ASSISTÊNCIA FINANCEIRA

1. Noção geral

No Direito português, a proibição da assistência financeira surgiu devido à consagração do art. 322.º do Código das Sociedades Comerciais (doravante, “CSC”), sistematicamente inserido na secção dedicada à matéria da aquisição de ações próprias¹. Reza esse preceito o seguinte:

“Artigo 322.º

Empréstimos e garantias para aquisição de ações próprias

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

2 - O disposto no n.º 1 não se aplica às transações que se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras, nem às operações efetuadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada; todavia, de tais transações e operações não pode resultar que o ativo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.

3 - Os contratos ou atos unilaterais da sociedade que violem o disposto no n.º 1 ou na parte final do n.º 2 são nulos.”

Da norma legal resulta uma proibição no sentido de impedir que um terceiro adquira, à custa da sociedade anónima assistente, um apoio à aquisição das ações cuja concretização de outro modo lhe seria improvável. Se assim não fosse, a sociedade assistente poderia prestar esse mesmo auxílio financeiro, quer através da concessão de fundos necessários para a aquisição, quer pela prestação de garantias à entidade financiadora que concede o crédito ao terceiro adquirente, estando, desse modo, a contribuir para que emergam a jusante grandes obstáculos à sua viabilidade económico-financeira. Sem embargo dos fundamentos inerentes à sua consagração que aludiremos *infra*, crê-se que a intenção do legislador mais não foi do que reforçar neste domínio o regime da aquisição de ações próprias, o qual apenas consagra uma proibição relativa extensível ao paradigma da assistência financeira, em detrimento da tese de uma proibição perentória e incondicional.

¹ Enquanto disciplina que, não obstante deter as suas características específicas, espelha um prolongamento do regime das ações próprias, v. VENTURA, J. (2016), p. 117 e ainda ROCHA, M. V. F. (1994), p. 311.

2. Razão de ser e natureza da proibição

Historicamente, a proibição da assistência financeira emergiu enquanto reforço do regime da proibição de aquisição de ações próprias. Porém, a *ratio* da figura é, ainda na presente data, objeto de grande controvérsia na doutrina nacional² e estrangeira, sendo commumente invocados os seguintes fundamentos: i) a proteção do capital social ou do património; ii) a proteção da organização societária, visando prevenir conflitos de interesse, abusos por parte da administração e a eventual manipulação do valor das ações mediante a criação de uma procura artificial; iii) a igualdade de tratamento dos sócios, impedindo práticas geradoras de conflitos de interesses³.

No que tange à tutela dos credores sociais, assente no princípio da intangibilidade e garantia do capital social (cfr. alínea i) *supra*), a mesma ocupa à data o pódio enquanto finalidade mais apontada para sustentar o regime da proibição da assistência financeira⁴. De facto, ainda que de outro modo não se consiga justificar a inserção sistemática da norma no contexto da aquisição das ações próprias⁵, atendendo aos limites do art. 32.º CSC não nos parece que a proteção do património social seja fundamento exclusivo para justificar a vigorosa proibição.

O segundo fundamento mais invocado prende-se com a finalidade de carácter organizativo, uma vez que as operações de assistência financeira não só favorecem (ou pelo menos facilitam) manipulações do grémio acionista⁶, os quais além de prejudicarem a integridade dos órgãos sociais ferindo a vontade social, como também se afiguram como um expediente propenso à promoção de uma procura artificial de ações que conduz a uma especulação perniciosa. Apesar da razoabilidade, não cremos que também este argumento vingue por si, não sendo capaz de justificar de um modo pleno a consagração da proibição, sobretudo em virtude da proliferação

² Considerando que o fundamento da proibição depende antes da “valoração normativa do mérito dos fins prosseguidos”, o que, por consequência, determina a sua relatividade, v. ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 71.

³ Existe uma corrente minoritária que a defende como única razão apta a justificar a proibição da assistência financeira, v. MAIA, P. (2005), p. 22 e SILVA, M. D. (2010), pp. 183 e 184.

⁴ Como defensores desta tese, v. OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 221; OSÓRIO, J. D. H. (2001), pp. 194 e 195 e VENTURA, R. (1992), p. 377. Considerando o fundamento como insuficiente para justificar o “carácter absoluto e altamente restritivo” da proibição, v. VENTURA, J. (2016), p. 119.

⁵ De facto, os efeitos patrimoniais são bastante semelhantes, pois em ambos os casos os bens da sociedade são utilizados para adquirir as suas próprias ações, não existindo a entrada de *fresh cash* na sociedade. Conclui-se ser de “supor que a lei se preocupou com a ténue linha divisória na prática entre a aquisição das ações por um terceiro, em seu nome mas por conta da sociedade e em seu nome e por sua conta”, v. VENTURA, R. (1992), p. 378.

⁶ Para Pedro de Albuquerque, o argumento não convence. Segundo o autor, apesar de ser líquida a indispensabilidade em acautelar tais inconvenientes, ainda assim seria possível obviar a tal resultado aplicando a consequência das ações próprias, i.e., determinar a suspensão dos direitos políticos (cfr. art. 324.º do CSC), o que seria *per se* suficiente para evitar que a administração conseguisse influir na direção da vontade social, v. (2019), p. 50.

de preceitos relativos ao *corporate governance* como a responsabilização da administração pelas suas condutas lesivas (cfr. arts. 64.º e 72.º do CSC).

Surgiu ainda um terceiro fundamento, que corresponde à tutela dos interesses dos acionistas, sobretudo, dos minoritários. Pense-se nas hipóteses em que o património social é utilizado em benefício de um terceiro que pretende adquirir a qualidade de sócio e, por deliberação unânime dos sócios, é prestada tal assistência. Não obstante o desrespeito pela máxima de neutralidade exigida nas relações entre a sociedade e os seus sócios⁷, importa não olvidar o carácter supletivo de tal princípio.

Seguindo a posição de alguns autores⁸, perfilhamos a tese da “*ratio* preventiva da norma” segundo a qual nenhum fundamento justifica *per se* a proibição. Afigura-se, isso sim, um complexo unitário de riscos. Neste sentido, pese embora a presunção abstrata da ilicitude da figura, acreditamos que só pela consideração em bloco dos vários interesses inerentes a cada uma das tutelas ser possível justificar a operatividade da proibição⁹.

3. A evolução da figura no Direito Europeu e Comparado

Na generalidade dos países europeus, a proibição da assistência financeira surgiu com a entrada em vigor da Diretiva 77/91/CE do Conselho, de 13 de dezembro de 1976 (doravante, “Segunda Diretiva”), destinada a regular nas sociedades anónimas¹⁰, “a conservação e as modificações do seu capital social”. A proibição da assistência financeira ficou pela primeira vez contemplada no art. 23.º do referido diploma comunitário, sendo a sua transposição vinculativa para os Estados-Membros. Constata-se, porém, que a origem do instituto em análise antecedeu o advento da Segunda Diretiva, pelo que os seus primórdios remontam não só ao direito inglês, como também ao direito italiano que se ocupou durante longos anos da conceção e aperfeiçoamento do instituto¹¹.

⁷ Céticos quanto à solidez do argumento, afirmam-se Inês Pinto Leite e Pedro de Albuquerque. A autora considera assertivamente que “(...) é possível configurar operações de assistência financeira que beneficiam igualmente todos os sócios ou relativamente às quais se verificou igualdade de oportunidades de acesso”, v. LEITE, I. P. (2011), p. 136. Já para o segundo, uma proibição absoluta não se justifica com base em tal argumento, tendo em conta o carácter supletivo do princípio da igualdade que pode a todo o tempo ser derogado por vontade dos sócios, v. ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 51. Por seu turno, considerando que este argumento como o mais relevante, v. Ac. STJ de 27.09.2022 (R. Jorge Arcanjo), proferido no âmbito do Proc. n.º 2309/16.2T8PTM.E1.S.

⁸ Neste sentido, LEITE, I. P. (2011), pp. 141 e 142, e VENTURA, J. (2016), p. 121.

⁹ Defendendo a interpretação restritiva da norma, NUNES, P. (2015), p. 10.

¹⁰ De sublinhar que a Diretiva apenas previa a sua aplicabilidade às sociedades anónimas, pelo que os Estados-Membros eram livres de estabelecer um regime idêntico para as sociedades por quotas, se assim o entendessem.

¹¹ Para maiores desenvolvimentos sobre a origem histórica, v. MOTA, B. A. (2005), p. 108.

3.1 A Diretiva 2006/68/CE e os impactos da sua não transposição

Foram inúmeros os impactos e oportunidades que se perderam em virtude da não transposição da Diretiva 2006/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de setembro de 2006. Esta iniciativa legislativa visou alterar a Segunda Diretiva no que respeita à constituição das sociedades anónimas, instituindo, em especial, uma tendência flexibilizadora no que tange à assistência financeira.

Bem analisada a inovação do regime, foi sem surpresa que a alteração de paradigma foi graciosamente recebida. Ainda que de caráter facultativo¹², o diploma encerrou o debate quanto à natureza da proibição da assistência financeira ao conceder uma autorização aos Estados-Membros para que estes, ainda que de forma condicionada, permitissem na sua lei nacional que uma sociedade anónima concedesse empréstimos, fornecesse qualquer tipo de fundos ou prestasse garantias a terceiros com vista à aquisição das suas ações.

Do texto comunitário decorre a necessidade da verificação das seguintes condições: i) a operação realizar-se sob a responsabilidade do órgão de administração ou de direção, em condições justas de mercado, especialmente no que diz respeito aos juros e às garantias oferecidas, com análise prévia da solvabilidade do adquirente; ii) a operação ter de ser submetida à aprovação prévia da Assembleia Geral¹³; iii) o órgão de administração ou direção ter de apresentar à Assembleia Geral um relatório escrito indicando as razões da operação, o interesse da sociedade, as condições em que é efetuada, os riscos envolvidos para a solvabilidade da sociedade e o respetivo preço; iv) a não redução dos ativos líquidos para um nível inferior ao montante do capital social acrescido das reservas indisponíveis; e v) a inclusão de uma reserva equivalente ao valor da operação no passivo do balanço.

Não obstante o mérito, em boa verdade os requisitos elencados são dotados de uma elevada onerosidade para a sociedade assistente, o que apenas comprova que a solução avançada, ainda que positiva, também obsta drasticamente à realização da assistência financeira. Segundo Eilís Veronica Ferran, a operação mantém-se “*time-consuming, costly, capable of ruining the risks of transaction-disrupting minority shareholder actions and able to expose directors to excessive personal risks*”¹⁴.

¹² Cfr. considerando (5) que dispõe: “*Os Estados-membros deverão ter a faculdade de permitir que as sociedades anónimas concedam assistência financeira*”.

¹³ A Assembleia Geral deve deliberar em conformidade com as regras de quórum definidas no atual art. 83.º da Diretiva 2017/1132/UE. Para tal, exige-se a aprovação por uma maioria não inferior a 2/3 do capital subscrito representado.

¹⁴ FERRAN, E. V. (2005), p. 93. Consultar em: <https://doi.org/10.1017/S1566752905000935>.

Sustentando o ponto anterior, repare-se que grande parte da operação passa a estar reduzida aos administradores (i.e., a iniciativa, a negociação e a própria concretização) que assumem inteiramente a responsabilidade pelo sucesso da mesma. Perante os riscos envolvidos, os administradores tendem a furtar-se da celebração de negócios de financiamento com terceiros que envolvam a prestação de auxílios financeiros pela sociedade, o que não é criticável face ao excessivo grau de encargos imputados.

Atualmente, e ignorando a reprodução da solução no art. 64.º da Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho, pela ausência de transposição do diploma comunitário o legislador nacional permanece indiferente à flexibilização do regime societário neste domínio, o que significa que, na prática, ainda vigora no nosso ordenamento jurídico um regime abolido há mais de 30 anos pelo seu próprio “berço”¹⁵ e da União Europeia há cerca de 16 anos.

3.2 Direito Comparado

3.2.1 Reino Unido

Desde o início do século XX, inúmeros foram os episódios que marcaram a evolução da figura. A sua origem remonta, no entanto, ao *Companies Act* de 1928 (*Section 16*), tendo surgido a proibição na sequência de uma reforma societária conduzida pela Comissão *Greene* para reagir aos chamados “empréstimos de guerra”¹⁶.

Esta consistia numa prática frequente entre investidores (após a 1.ª Guerra Mundial) que se caracterizava no recurso desenfreado a financiamentos bancários com fito na aquisição de sociedades em boas condições económicas para que depois saldasse as suas dívidas com os próprios fundos da sociedade, mediante transferências do preço de aquisição das suas participações sociais para a sociedade assistente. Do relatório elaborado pela Comissão constava a ideia de que tal prática violava não só a letra, como também o espírito da proibição da aquisição de ações próprias pela sociedade, razão pela qual se pugnava pela extensão desta última. Sublinhamos que os trabalhos preparatórios levados a cabo pela Comissão *Greene* tiveram em grande consideração a jurisprudência firmada no caso *Trevor v. Whitworth (1887)*¹⁷

¹⁵ NUNES, P. (2015), p. 11.

¹⁶ V., MOTA, B. A. (2005), p. 108.

¹⁷ Como esclarece VITORINO, J. L. M. (2021), p. 12, “ao contrário dos casos anteriores em que se havia permitido a aquisição por uma sociedade das suas próprias ações, desde que respeitada a doutrina de *ultra vires*, ou seja, desde que tal operação integrasse o seu objeto social, (...) no caso referido entendeu-se que tal aquisição deveria ser sempre proibida”.

que criou um importante precedente pelo respeito do princípio da conservação do capital social em tais operações.

Seguiram-se algumas alterações pontuais do regime em diplomas posteriores. Porém, terá sido na *Section 54* do *Companies Act* de 1948 que se introduziram exceções à proibição envolvendo as instituições de crédito ou financeiras, bem como os trabalhadores de uma unidade económica (cfr. art. 322.º, n.º 2 do CSC). A par disso, estendeu-se a proibição aos casos de subscrição¹⁸ e às relações de domínio e de grupo.

Desde a década de 60 que se procurou seguir um caminho orientado por uma tendência de “suavização” da proibição (absoluta) da assistência financeira, assim o confirmando o relatório da Comissão *Jenkins* (1962) no âmbito do qual se teceram duras considerações a propósito do carácter restrito do regime¹⁹ e se pugnou a sua substituição por um mecanismo mais flexível.

Em 1985, com a revisão do regime no *Companies Act* de 1981, passou a regular-se de forma distinta as *private companies* das *public companies*, consagrando para as primeiras um procedimento que determinava a licitude de certas operações²⁰. Ademais, para além da introdução de uma *principal purpose* por adesão a uma tese subjetivista²¹, excluíram-se também da proibição todos os casos em que a assistência financeira consistia numa parte meramente incidental de qualquer outro propósito mais amplo²².

Baseado nas construções britânicas invocadas, o art. 23.º da Segunda Diretiva serviu, por sua vez, de inspiração ao art. 322.º do CSC, aprovado pelo Decreto-lei n.º 280/87, de 8 de julho, o qual transpôs o regime comunitário e implementou uma proibição praticamente absoluta que permanece até à presente data imune ao crescente movimento de flexibilização que se tem vindo a assistir nos últimos anos.

¹⁸ V. caso *Re VGM Holdings Ltd.* (1942) em que se pugnou pela não aplicação da proibição uma vez que estava em causa uma aquisição originária, e não derivada, de ações.

¹⁹ (sobre a *Section 54* do *Companies Act* de 1948), considerava que a mesma “*has proved to be an occasional embarrassment to the honest without being a serious inconvenience to the unscrupulous*”, propondo uma mudança de foco: “*The problem, (...) is how to strike more effectively at the latter while causing less embarrassment to the former*”. Criticava-se o facto de a proibição ser demasiado ampla e genérica e, por isso, suscetível de penalizar operações ditas “*inocentes*”, v. VITORINO, J. L. M. (2021), p. 12.

²⁰ Entitulado como “*private companies exemption*” por legitimar tais sociedades a prestar assistência financeira, desde que reunidos certos pressupostos formais e financeiros, cfr. SILVA, M. D. (2010), pp. 153 e 154; ROBERTS, C. & HORAN, S. (2005), p. 20.

²¹ De acordo com a *Section 151 (1)*, leia-se: “*(...) it is not lawful for the company or any of its subsidiaries to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of that acquisition*”. Por sua vez, na *Section 54 (1)* do *Companies Act* de 1948 a abrangência era maior (“*for the purpose of or in connection with a purchase or subscription*”), o que significa que, independentemente da existência de tal propósito, sempre se admitiria a aplicação da proibição caso verificasse uma “*connection*” entre a assistência prestada e a aquisição das ações.

²² Vulga “*purpose exemption*”. Nesta, o elemento volitivo tem um grande impacto só operando tal exceção nos casos em que toda a operação tenha sido realizada de boa-fé, v. VITORINO, J. L. M (2021), p. 14.

No Reino, em 2006, em resultado da transposição da Diretiva 2006/68/CE, verificou-se um parcial declínio da interdição no *Companies Act* com a consequente inaplicabilidade da proibição às *private companies*, independentemente do procedimento adotado por estas²³. Contrariamente ao regime português, é possível encontrar nas atuais *Sections 681 e 682* do *Companies Act* de 2006, a existência de *conditional e unconditional exceptions*.

3.2.2 Itália

No ordenamento jurídico italiano, a proibição em análise surgiu em momento anterior à implementação da Segunda Diretiva.

No início, existia apenas uma posição restritiva face à concessão de crédito pela sociedade aos seus sócios quando o mesmo fosse garantido por ações próprias desta. Tais operações foram recorrentes durante a vigência do *Codice di Commercio* (1865), o que rapidamente despoletou a necessidade de atentar aos riscos associados, i.e., à manutenção do capital social ou ao simples facto de as mesmas corresponderem a uma devolução encoberta das entradas dos sócios²⁴. Porém, em 1882 passou-se a estabelecer, no âmbito do referido diploma, a proibição de tais negócios internos (cfr. art. 144.º), vedando-se apenas os empréstimos garantidos por ações próprias (*anticipazioni*)²⁵. Em 1942, o *Codice Civile* no seu art. 2358.^{º26} passou a estender a interdição da assistência financeira a todo o tipo de empréstimos, sempre que a sua finalidade (ainda que indireta) fosse a aquisição de ações próprias pela sociedade financiadora.

Em 1986, o preceito foi alterado pelo *Decreto n.º 30* do Presidente da República em virtude da adaptação do regime ao art. 23.º da Segunda Diretiva. As principais modificações prenderam-se com o abandono da referência às *anticipazioni*, mantendo-se a parte relativa aos empréstimos e aditando-se a prestação de garantias para aquisição ou subscrição de ações próprias. Além disso, ainda que na norma do diploma comunitário tenham sido consagradas duas exceções à proibição, note-se que no ordenamento jurídico italiano apenas se consagrou

²³ Para maiores desenvolvimentos, v. GIANNINO, M. (2006), p. 15. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448719

²⁴ Como esclarece LEITE, I. P. (2011), a *ratio* da proibição não se baseava na possível inidoneidade das ações da sociedade como garantia aos empréstimos, mas antes se “temendo que [tal disposição] propiciasse uma devolução encoberta da obrigação de entrada (...) I.e., contrariamente ao regime britânico, a tónica da proibição não assentava na detenção, pela sociedade, de ações próprias, mas na necessidade de evitar a eventual despatrimonialização resultante do empréstimo concedido pela mesma”, pp. 133 e ss.

²⁵ Cfr. PESSANI, S. C. (2012), p. 8 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), pp. 11 e ss.

²⁶ O mesmo vigora para as sociedades anónimas. Para as denominadas “*sociedad de responsabilidad limitada*” (correspondentes às nossas sociedades por quotas), foi consagrado o art. 2474.º

uma exceção aplicável apenas às sociedades por ações e somente para os trabalhadores da própria sociedade (deixando de parte as operações correntes das instituições de crédito). Um outro aspeto proveniente desta reforma de 86 tem a ver com o facto de a proibição passar a abranger as sociedades de responsabilidade limitada, não beneficiando estas de qualquer exceção²⁷. Atualmente, devido à transposição da Diretiva 2006/68/CE, apenas as sociedades anónimas ficam legitimadas a concretizar operações de assistência financeira, ainda que em condições limitadas.

Importa já trazer à colação, sem prejuízo da sua maior densificação *infra*, a posição deste ordenamento face às operações de *Leveraged Buy-outs* (LBO). Inicialmente, a doutrina italiana considerava, genericamente, que tais operações violavam a proibição da assistência financeira, uma vez que as suas consequências materiais, nomeadamente, a transferência do custo de aquisição para a sociedade adquirida, colidiam com o espírito do art. 2358.º do *Codice Civile*, representando a execução de tais ato uma fraude à lei. Contudo, uma ideal unanimidade já não se verificava a propósito dos *merger leveraged buy-outs* (MLBO), no âmbito dos quais ambas as sociedades (adquirente e adquirida) se fundiam após a aquisição. Os argumentos da divisão refletiam, na verdade, muitos daqueles que ainda hoje subsistem no debate nacional, nomeadamente, o facto de que para uns a fusão, sendo um instrumento colocado por lei à disposição das sociedades, poder ser utilizada para os mais variados fins, enquanto que para outros se atribuía a máxima importância ao elemento finalístico, i.e., se a finalidade da fusão fosse transferir o custo da aquisição para a *target*, tal concentração de empresas configuraria uma fraude à lei. Nesta senda, assumiu grande relevância o *Decreto Legislativo n.º 6/2003*, de 17/01, o que ao introduzir o art. 2501.º *bis* no *Codice Civile*, veio consagrar um regime próprio para tais situações estabelecendo os requisitos formais e substantivos necessários à concretização da fusão.

Em 2008, com o *Decreto Legislativo n.º 142*, de 04/08, a lei italiana deu mais um passo na flexibilização do regime em virtude da transposição da Diretiva 2006/68/CE.

3.2.3 Espanha²⁸

Atualmente regulada no *Real Decreto Legislativo n.º 1/2010*, intitulado por *Ley de Sociedades de Capital* (doravante, “LSC”), a matéria que vimos tratando - a assistência

²⁷ Cfr. art. 2483.º do *Codice Civile*. Note-se que outrora também a doutrina e a jurisprudência já defendiam a extensão do regime existente mediante aplicação analógica, cfr. VITORINO, J. L. M. (2021), p. 9.

²⁸ Sobre o tema, v. “Spanish Financial Assistance Rules”, *Funds Insider*, Ashurst, Issue 4, de 28.02.2022. Disponível em: <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/spanish-financial-assistance-rules/>.

financeira – encontra-se atualmente regulada no direito Espanhol de forma a abranger indistintamente as sociedades de capitais.

Contrariamente aos ordenamentos jurídicos *supra* analisados, no regime em vigor em Espanha a proibição da assistência financeira surgiu apenas com o art. 23.º da Segunda Diretiva, tendo sido pela primeira vez incorporado na *Ley n.º 19/1989*, em resultado de uma reforma da legislação empresarial. Posteriormente, a proibição consagrou-se no art. 81.º da *Ley de Sociedades Anónimas*, resultando dos atuais arts.143.º/2 e 150.º da LSC.

Como introduzido *supra*, no país vizinho a proibição é estendida às sociedades por quotas num preceito autónomo (cfr. art. 143.º, n.º 2 da LSC²⁹), que obsta à realização de qualquer operação de assistência financeira que vise permitir a aquisição participações sociais nas relações intra-grupo.

Semelhante à nossa realidade, também em Espanha a proibição da assistência financeira é definida em termos amplos, abrangendo vários atos e aplicando-se independentemente do momento temporal em que a assistência se verifique. Também de modo idêntico, as penalidades pela violação são severas, implicando a nulidade de todo o negócio de financiamento. Mas não só. Prevê-se expressamente nos arts. 225.º, 226.º, 236.º, n.º 3 e 237.º da LSC que a responsabilidade dos administradores envolvidos na operação se estende aos administradores de facto.

As exceções, previstas nos ns.º 2 e 3 do art. 150.º da LSC aplicam-se apenas às sociedades anónimas, respeitando a dois tipos de transações: i) as destinadas a facilitar a aquisição de ações pelos trabalhadores da sociedade ou de qualquer outra pertencente ao mesmo grupo; e ii) as efetuadas por bancos e demais instituições financeiras, desde que a assistência financeira seja feita no âmbito do curso normal da sua atividade e que os fundos prestados sejam feitos por recurso a ativos disponíveis. No que tange a esta segunda exceção, a lei espanhola estabelece uma obrigação adicional: os bancos estão obrigados a constituir no balanço uma reserva indisponível equivalente ao valor total do montante concedido.

A propósito dos *Merger Leveraged Buy-outs*, e de um modo semelhante ao ordenamento italiano, prevê o art. 35.º da *Ley 3/2009, de 3 de abril (Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles)* um procedimento especial para a realização deste

²⁹ “Artículo 143. 2: La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca” (sublinhados nossos). Comparativamente às sociedades anónimas, o regime das *sociedades de responsabilidad limitada* é mais severo, proibindo-se não só a aquisição das próprias *participaciones* e da sociedade-mãe, como também de qualquer empresa do grupo.

tipo de fusões sendo admitidas de forma condicional e uma vez decorridos 3 anos desde o momento em que a dívida se concretizou³⁰.

4. O regime legal português e sua caracterização

4.1 O art. 322.º CSC

No Direito Português, a disciplina e proibição basilar da assistência financeira foi consagrada no art. 322.º do CSC resultando da norma, com total clareza, que uma sociedade não pode fazer empréstimos, ou por alguma forma fornecer fundos ou prestar garantias para um terceiro³¹ subscrever ou adquirir ações representativas do seu capital social (n.º 1). O legislador transcreveu ainda as únicas duas exceções previstas no diploma comunitário (n.º 2), bem como a sanção prevista para a violação da proibição, i.e., a nulidade (n.º 3).

Salvo melhor opinião, cremos que a reprovação da operação em causa apenas assume um carácter relativo. Decerto que a plena concretização dos ditames postulados na cláusula geral do n.º 1 do art. 322.º CSC determinará a efetiva aplicação da proibição, com a consequente nulidade da transação. Porém, não obstante a afetação da situação patrimonial líquida da empresa, repare-se que a operação não apresenta qualquer ilicitude quando integra uma das exceções previstas no n.º 2 (sem descurar o limite ora estabelecido), assim como – atendendo à *ratio* da norma - quando o elemento finalístico não se achar preenchido, sabendo que estamos perante um requisito igualmente cumulativo³². Ademais, sempre se deverá ter presente um argumento de ordem sistemática, atento o facto de a norma ser influenciada pelo conjunto normativo em que se insere.

Sobre uma das querelas mais controversas neste domínio, pergunta-se: estaremos ou não perante um prolongamento do regime das ações próprias? Foi precisamente neste sentido que se firmou a opinião dos especialistas³³ durante um considerável lapso de tempo, assumindo como matriz na construção do argumento o facto de se pretender evitar qualquer fraude à

³⁰ V. CALERO, J. G. S., & TORRES, I. F. (2011), pp. 5-49; RUIZ, F. V., & HERNÁNDEZ, A. L. J. (2016), pp. 753-788.

³¹ De notar que a expressão assume um sentido lato, incluindo os próprios sócios. Neste sentido, BASTOS, M. B. (2009), p.189, nota 13; OLIVEIRA, A. P., (2017), p. 227. Não obstante o sentido ser o mesmo, o termo utilizado no §71a da AktG não é “terceiro” mas sim “um outro” (*eind andere*). V. SCHROEDER, U. (1995), pp. 154 e ss. *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 31.

³² Neste sentido, ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 71, v. também Ac. STJ de 27.09.2022 (R. Jorge Arcanjo), proferido no âmbito do Proc. n.º 2309/16.2T8PTM.E1.S, de onde se transcreve “a lei não proíbe pura e simplesmente a assistência financeira, mas só aquela que é dotada de determinado fim”. Em sentido oposto, v. Ac. TRL de 17/04/2018 (R. Isabel Fonseca).

³³ Cfr. ROCHA, M. V. F. (1994), p. 311; OSÓRIO, J. D. H. (2001), p. 189; MOTA, B. A. (2005), p. 110; OLIVEIRA, A. P. (2017), pp. 221 e 281.

disciplina e, por consequência, qualquer operação conducente ao mesmo resultado económico. Na verdade, a própria inserção sistemática do preceito sugere que a proibição mais não é do que um reforço de tal regime. Todavia, rapidamente se insurgiram alguns opositores a esta tese³⁴, advogando carecer de sentido lógico proibir-se, de modo absoluto, com a disciplina da assistência financeira algo que o específico regime das ações próprias a mais das vezes concede³⁵. Existem ainda diferenças significativas do ponto de vista estrutural entre ambas as figuras, dado que, contrariamente ao que sucede com as ações próprias, na assistência financeira a sociedade não se torna sócia de si mesma, mas antes se verifica a mera assunção de um crédito alheio.

Em termos gerais, é possível dizer que sempre que a sociedade prestar um auxílio financeiro, direta ou indiretamente, para a aquisição de ações próprias haverá uma assistência proibida, independentemente do momento em que surge o auxílio³⁶. Segundo Ana Perestrelo de Oliveira, o conceito de assistência inclui um espectro mais amplo de incentivos conferidos com o mesmo objetivo para além dos de cariz financeiro³⁷. Neste domínio, a aparente simplicidade contrasta com as dificuldades de interpretação que exigem um cuidado acrescido. Analisaremos, assim, a natureza e substância de cada um dos pressupostos.

4.1.1 Elementos objetivos

4.1.1.1 Negócio de financiamento

A este propósito referimo-nos à passagem da norma relativa à concessão de empréstimos, fornecimento de fundos e quaisquer garantias que possam ser prestadas.

Partindo de uma visão mais lata do conceito, compreende-se que o denominador comum da proibição radica em qualquer forma de concessão de crédito pela sociedade ao

³⁴ Julgando o regime das ações próprias inócuo para sustentar a proibição da assistência financeira, v. VENTURA, R. (1992), p. 378; SILVA, M. D. (2010), p. 173; LEITE, I. P. (2011), p. 133.

³⁵ Note-se que não só o art. 317.º/2 prevê a possibilidade de a sociedade adquirir ações próprias até ao limite de 10% do seu capital (proibição relativa), como o referido limite é sujeito às exceções previstas no número imediatamente seguinte da norma.

³⁶ Existem 2 tipos de assistência financeira: a precedente (anterior ou contemporânea à aquisição) e a sucessiva (i.e., posterior à aquisição).

³⁷ Nomeadamente, as doações e demais atos gratuitos, os empréstimos, as garantias (pessoais e reais), os *waivers*, i.e., casos em que a sociedade não exerce os direitos que tem contra terceiros ou em que admite uma prorrogação do prazo ao pagamento da dívida, bem como qualquer outra configuração de assistência financeira que implique uma redução significativa dos bens da empresa - (2017), pp. 229-230. Todavia, o conceito não deve ser interpretado extensivamente. O pagamento de dividendos por uma distribuição ordinária, ou por força de uma dissolução, ainda que possa financiar a aquisição de ações, não deve ser considerada como forma de assistência financeira.

terceiro, abrangendo aqui desde os negócios onerosos mais elementares (*e.g.*, mútuo, comodato, locação, entre outros) às típicas liberalidades³⁸. Será, por isso, necessário atender à própria substância da operação (“*test of commercial substance and reality*”³⁹), e não tanto à sua forma específica. De um modo geral, poder-se-ia defender ser toda e qualquer concessão de crédito abrangida pela proibição, salvo a prova da sua licitude. Porém, cremos que pelo facto de estarmos perante uma norma repleta de conceitos indeterminados, que carece de uma análise minuciosa da sua teleologia ao caso concreto, ainda que se possa defender uma interpretação extensiva a uma panóplia ínfima de atos⁴⁰, o intérprete é desafiado a não cair no exagero de albergar todas as demais situações que, de certa forma, escapam ao espírito da norma.

Em suma, o presente requisito visa todo e qualquer tipo de negócio celebrado entre a sociedade e o terceiro que permita a este último obter uma atribuição patrimonial suscetível de facilitar a sua subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente.

4.1.1.2 A subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente

O segundo requisito diz respeito à subscrição ou aquisição de ações pelo terceiro. Tem a ver, portanto, com o negócio aquisitivo.

Não obstante a amplitude da norma, não deverá ser considerado como assistência financeira a estipulação de *break-up fees*, dado que os valores entregues a tal título apenas assumem uma função indemnizatória em caso de rompimento das negociações, não se verificando qualquer apoio financeiro que justifique a proibição⁴¹.

A par destas, também se encontram excluídos do âmbito normativo quaisquer contratos realizados em situação de desfavor para a sociedade se os mesmos não estiverem ligados à

³⁸ Porém, como pugna Pedro Nunes: “as doações não são admitidas, pois, il vas san dire, quem não pode o menos (emprestar), [também] não pode o mais (doar)” - (2021), p. 12.

³⁹ V. caso *Robert Chaston v. SWP Group Plc* onde tal teste teve aplicação e em que se considerou que um administrador de uma subsidiária da *target* concedeu assistência financeira à SWP Group para adquirir ações na dominante (*Dunstable Rubber Company Holdings Ltd*) através do pagamento das *fees* dos auditores relativas à transação em apreço.

⁴⁰ A título de exemplo, por envolverem efeitos semelhantes ou até piores para a sociedade: as doações, a remissão de créditos e a renúncia a direitos.

⁴¹ Neste sentido, HABERSACK, M. (2010), p.744 e CAHN (2015), p. 43. Em sentido oposto, v. MERKT (2018) *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019)., p. 73. Contudo, no direito inglês a figura é dotada de alguma relevância, v. “*The City Code on Takeovers and Mergers now contains a general prohibition on deal protection measures such as break fees. In the limited circumstances in which they are permitted, the aggregate value of the break fee(s) must be less than 1 per cent of the target's market capitalisation, based on the bidder's offer price.*”, [Financial Assistance IBA Corporate and M&A Law Committee 2022 \(England and Wales\)](#).

facilitação de aquisição de ações próprias⁴². Questiona-se a este propósito se deverão considerar-se abrangidas pela norma outras realidades, nomeadamente, os valores mobiliários suscetíveis de conduzir à titularidade de ações (i.e., convertíveis em ações ou com direito de subscrição de ações). Mais uma vez, crê-se que a resposta dependerá sempre de uma análise casuística. Assim, caso se comprove que o fim último da operação consistia contornar a proibição, considerar-se-á inevitavelmente a mesma como abrangida pela interdição⁴³.

Note-se que, apesar de por força do art. 325.º-B do CSC, a aquisição de ações da sociedade dominante (nas relações de domínio ou de grupo, cfr. arts. 486.º e 488.º do CSC) estar abrangida pela proibição, semelhante solução, contrariamente ao previsto no Direito Comparado, já não se verifica para a aquisição de ações na sociedade dependente.

Ponto fulcral nesta fase tem ainda a ver com o momento temporal da assistência financeira⁴⁴. Ainda que para uma boa parte da Doutrina seja indiferente se a assistência se revela anterior, contemporânea ou posterior ao negócio aquisitivo. Sublinha-se não ser essa a posição assumida em Itália⁴⁵, nem tampouco na Alemanha⁴⁶.

4.1.2 Elemento subjetivo ou finalístico

Para que se possa considerar um determinado negócio aquisitivo proibido à luz do art. 322.º do CSC, é imperioso que se verifique uma ligação funcional entre a assistência operada (i.e., o negócio de financiamento) e a própria aquisição das ações. Demanda a *ratio* da norma a existência de um nexu causal entre os negócios⁴⁷, o que em termos práticos significa ter de ser claro que o negócio de financiamento assume como objetivo final (ou causa específica) facilitar a aquisição das ações. Por seu turno, a ausência do elemento finalístico inviabiliza a concretização da assistência financeira.

⁴² Cfr. OLIVEIRA, A. P. (2017), pp. 226-227; OSÓRIO, J. D. H. (2001), pp. 196-197, para quem a proibição se estende aos casos em que a aquisição não seja realizada atendendo às condições justas de mercado.

⁴³ Cfr. OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 226 e ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 76.

⁴⁴ Aquisição concreta das ações não é pressuposto da aplicação da proibição, dado todo o regime ter sido construído em torno do elemento finalístico. Assim, decisivo à aplicação da norma parece ser apenas o facto de o negócio de financiamento ter sido realizado com o intuito de facilitar tal resultado aquisitivo, independentemente deste se concretizar ou não.

⁴⁵ V. VICARI, A. (2006), p. 51; PESSANI, S. C. (2012), p. 88 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 83. Na jurisprudência italiana, atente-se a decisão do Tribunale di Genova, 13/10/1986, *Giurisprudenza commerciale*, 1989, pp. 661 e ss.

⁴⁶ Atendendo a razões de segurança jurídica, para Mathias Habersack, a proibição não vigora quando a assistência tiver sido realizada em momento posterior ao da aquisição das ações (2010), p. 740 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), pp. 83 e ss.

⁴⁷ Cfr. VITORINO, J. L. M. (2021), pp. 20 e 27 e ss.; SILVA, M. D. (2010), pp. 195 e ss.

É, portanto, necessário que se verifique uma relação causal subjetiva e intencional, de causa-efeito, entre ambos os negócios. Contudo, a finalidade descrita terá necessariamente de ser um motivo comum para ambos os outorgantes⁴⁸, como se de um “conluio”⁴⁹ entre a sociedade e o terceiro assistido se tratasse.

De difícil resposta é a questão de saber como apurar o elemento finalístico no caso em apreço. Segundo alguma doutrina bastaria tão só proceder-se a um teste objetivo⁵⁰, no entanto, a opinião dominante nos diversos países europeus aponta para a necessidade de avaliação da própria vontade *ex ante* das partes envolvidas. Ou seja, se uma sociedade conceder um empréstimo a um terceiro, mas no momento do empréstimo não tiver assente, ou pelo menos visualizado, que o mesmo se destina à aquisição das ações, ainda que se verifique posteriormente que as importâncias mutuadas tiveram esse fim, não se achará aplicável o regime do art. 322.º CSC⁵¹.

Uma outra *vexata quaestio* surge em torno de saber se os casos em que se verifica uma finalidade híbrida são igualmente subsumíveis à alçada do art. 322.º CSC. A resposta é, sem hesitações, negativa. Para o efeito, parte da doutrina portuguesa entende que sempre que “o propósito de facilitar a aquisição for [meramente] acessório ou incidental de outro propósito principal ou se o propósito da operação for mais amplo, não é de aplicar a proibição”⁵², devendo antes a aquisição das ações, em consequência do financiamento, concretizar o *principal purpose* de toda a transação. Aliás, é esse o fundamento recorrentemente apresentado para legitimar a admissibilidade dos *Merger Leveraged Buy-outs* e sua exclusão do âmbito da proibição⁵³.

⁴⁸ Nas palavras de Margarida Costa Andrade “para que se aplique a sanção de nulidade, prevista no n.º 3, a sociedade e o terceiro têm de comungar do mesmo fim” (2018), pp. 454 e ss.

⁴⁹ Cfr., LEITE, I. P. (2011), p. 151.

⁵⁰ V., PUHLER, R. (1996), p. 91; HASSNER, F. A. (2012), p. 392 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), pp. 96 e ss.

⁵¹ Sem prejuízo de os elementos objetivos estarem reunidos. Cfr., ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 97.

⁵² Pedro Nunes (2015), p. 14 e OLIVEIRA, A. P. (2017), pp. 227-228. V. também, o caso *Dyment v Boyden* 1 BCLC 13, CA (2005), no âmbito do qual se considerou que a transação (aceitação de *leasing* de certos bens com rendas excessivas) ocorreu “em conexão” com a aquisição das ações, mas não “para o fim” da aquisição.

⁵³ Segundo Menezes Cordeiro, “A ideia de takeover anda, assim, em torno da aquisição dum empresa, através da compra de posições sociais, de modo a tirar partido de particularidades do mercado mobiliário e com fins que transcendem a simples aquisição realizada” – (1954), p. 764. Com a mesma posição, v. OSÓRIO, J. D. H. (2001), p. 196; VITORINO, J. L. M. (2021), p. 28; SILVA, M. D. (2010), p. 196.

5. Exceções à proibição

Procedendo a uma leitura do n.º 2 do art. 322.º do CSC, é possível conhecer as duas únicas hipóteses em que se conjectura a admissibilidade da assistência financeira⁵⁴. Estas têm a sua génese no Direito Europeu⁵⁵, bem como no próprio elemento subjetivista da proibição⁵⁶.

A primeira diz respeito às “operações correntes” dos bancos ou outras instituições financeiras, enquanto que a segunda é relativa aos casos em que as operações têm em vista a aquisição de ações pelo, ou para, o pessoal da própria sociedade assistente ou de uma outra com ela coligada. No entanto, tais ressalvas não operam de um modo absoluto e indiscriminado, conhecendo limitações ao seu âmbito formal, necessárias para assegurar a tutela do princípio da intangibilidade do capital social. Para o efeito, dispõe a lei em termos mais descritivos que o financiamento terá de ser necessariamente feito com recurso a bens livremente distribuíveis⁵⁷ (cfr. art. 322.º, n.º 2 *in fine* CSC).

Não obstante o mérito da solução, segundo alguns autores estamos ainda assim perante uma proteção delicada⁵⁸ e de reduzido sentido útil, sobretudo nos casos em que a assistência financeira tenha sido prestada por recurso a garantias⁵⁹.

5.1 As operações correntes dos bancos e demais instituições financeiras

Prevista aquando da reforma de 1987 “de modo, a na época, facilitar as reprivatizações”⁶⁰, esta exceção é definida tendo por base o objeto da sociedade emitente, sendo decisivo apurar o tipo de atividade exercida pela sociedade.

Assim, para que o caso concreto caia na alçada da presente exceção é necessário que a sociedade-alvo exerça uma atividade bancária ou qualquer outra atividade que a permita caracterizar enquanto instituição financeira, ao abrigo do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31/12.

⁵⁴ Ainda que no ordenamento jurídico inglês existam três níveis de exceções, todas elas se equiparam à prática nacional. Na Alemanha, por sua vez, estabelece-se uma verdadeira terceira exceção para os casos de transações entre empresas do mesmo grupo, cfr. *Section 71a, paragraph 1, sentence 3 AktG*.

⁵⁵ Cfr. art. 23.º, n.º 2 da Segunda Diretiva.

⁵⁶ Neste sentido, refletem alguns autores sobre a perda da relevância da autonomização das exceções desde o momento em que prosperou o elemento finalístico, v. LEITE, I. P. (2011), p. 157.

⁵⁷ Em alguns ordenamentos, assim como resulta da solução consagrada na Diretiva 2006/68/CE, é obrigatória a constituição de uma reserva indisponível no passivo. No entanto, à luz do disposto no art. 64.º, n.º 6 da Diretiva 2017/1132/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho, tal exigência deixa de fazer sentido nas hipóteses em que operem alguma das exceções à proibição.

⁵⁸ V. ROCHA, M. V. F. (1994), pp. 317-318; e NUNES, P. (2015), p. 16.

⁵⁹ Cfr. SILVA, M. D. (2010), p. 219; NUNES, P. (2015), p. 16.

⁶⁰ Cfr. ALBUQUERQUE, P. (2012), p. 888.

A acrescentar ao requisito anterior, é ainda necessário que a operação em causa se enquadre no âmbito das “operações correntes” da sociedade emitente. Em alguns ordenamentos jurídicos (como o inglês) a exceção é interpretada em termos mais restritivos, exigindo-se que a operação em causa corresponda ao exercício do curso normal dos negócios da instituição. Neste sentido, seria impossível considerar que um empréstimo concedido para a aquisição de ações próprias da instituição de crédito preenchesse o critério, antes se tratando de “empréstimos especiais para fins especiais”⁶¹. Entre nós, a exceção tem maior amplitude bastando que se trate de uma operação “habitualmente efetuada pela sociedade no âmbito da realização da sua atividade”⁶², só se excluindo casos peculiares tidos por não configurarem operações correntes, a saber: i) quando a instituição em causa não concede crédito numa base regular; ii) quando as condições de crédito sejam inesperadamente favoráveis⁶³; ou, iii) quando não sejam prestadas quaisquer garantias.

5.2 A aquisição pelo ou para o pessoal da sociedade (*stock options*)

A segunda e última exceção prevista no n.º 2 depende da qualidade do beneficiário da assistência financeira, referindo-se a lei neste segmento apenas ao “pessoal”⁶⁴ da sociedade.

Reconhecendo as vantagens associadas à participação ativa de colaboradores no capital social (tendo em vista objetivos de política social), consideram-se abrangidos pela norma os trabalhadores da própria sociedade⁶⁵. No entanto, permanece em aberto a questão de saber se também os trabalhadores independentes estarão, ou não, abrangidos pela reserva. Ora, não obstante uma inclinação doutrinária para uma posição adversa à inclusão de trabalhadores não

⁶¹ Cfr. OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 233. V. ainda o caso *Fowlie v Slater* (1979) NLJ 465 em que se reitera que o legislador inglês exclui o financiamento concedido com a finalidade de adquirir ações do banco e que não possa ser utilizado para outro fim.

⁶² ALBUQUERQUE, P. de (2012), p. 124; OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 229; NUNES, P. (2015), p. 15. Na doutrina alemã, veja-se SCHROEDER, U. (1995), p. 217; CAHN (2015), anotação 57 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), pp. 124-125. De opinião diversa, parecendo bastar-se com a mera ligação da operação ao objeto social, OSÓRIO, J. D. H. (2001), p. 210.

⁶³ Referimo-nos, a título de exemplo, à previsão de prazos de pagamento generosamente dilatados, a contraprestações baixas ou mesmo à ausência de avaliação do risco de crédito. V. VENTURA, R. (1992), pp. 379-380 e OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 229. V. Ac. TRL de 17.04.2018 (R. Isabel Fonseca), proferido no âmbito do proc. n.º 7169/07.1YYLSB-A.L1-1, em que se pugnou tais “*comportamentos (...) est[arem] perfeitamente enquadrados na ratio do regime de proibição*”, perfilhando a posição de Inês Pinto Leite que entende que uma das finalidades da proibição consiste em “*evitar que o capital social “seja «alimentado» com base no património da própria sociedade em vez de o ser com apports externos dos accionistas, tutelando o capital enquanto garantia de terceiros*”.

⁶⁴ A lei prevê duas situações: i) “*pelo pessoal*”, reporta-se às hipóteses de aquisição direta pelos colaboradores; ii) “*para o pessoal*” refere-se à aquisição por organizações formadas por funcionários da sociedade assistente. V., VENTURA, R. (1992), p. 380.

⁶⁵ Crê-se que, ao abrigo da *ratio* da norma, se consideram igualmente incluídos na exceção os ex-trabalhadores com vínculo já cessados por motivos de reforma, cfr. ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 126.

subordinados na exceção⁶⁶, existe ainda assim quem problematize, caucionando hipóteses em que se consiga comprovar uma “ligação suficientemente longa ou estável [de tais prestadores] (...) à própria organização interna da sociedade”⁶⁷ defendendo, por consequência, a sua inclusão com base nos reiterados objetivos de política social.

Sublinhamos que a questão da temporalidade do vínculo merece, de facto, a atenção do intérprete, sobretudo para evitar uma fraude à lei. O vínculo com a sociedade deve ser real e não apenas determinado como forma de contornar a proibição, pelo que, tendo em conta a não exigência de um período da vigência da colaboração⁶⁸, questiona-se se também os estagiários ou indivíduos contratados a termo se poderiam inserir no âmbito de aplicação da norma, dada a sua passagem pela sociedade ser meramente temporária⁶⁹. Cremos ser imperativo, nesta senda, uma interpretação ampla da expressão, de forma a garantir que o princípio da igualdade entre trabalhadores não seja derogado. No entanto, a existir tal exceção, não se considera perentória a sua aplicação a todo o pessoal da sociedade⁷⁰, pelo que sempre se deverá manter em aberto a faculdade concedida a esta última de, querendo, estabelecer critérios de modo a definir objetivamente o perfil do trabalhador a quem entenda poder ser prestada a assistência financeira⁷¹.

De forma consensual, não estão abrangidos no âmbito da exceção os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, o que aliás resulta do art. 397.º do CSC⁷².

6. Consequências da violação da proibição da assistência financeira

O regime legal culmina com a nulidade de qualquer ato ou negócio praticados em violação da proibição da assistência financeira, conforme decorre do art. 322.º, n.º 3 do CSC.

Todavia, no plano comunitário a temática da sanção aplicável é profusamente debatida. Tal sucede, sobretudo, devido à ausência de uma estatuição para a violação da proibição prevista no art. 23.º da Diretiva 77/91/CE, assim como nos diplomas que o sucederam. A par disso,

⁶⁶ Cfr. VENTURA, R. (1992), p. 381; ROCHA, M. V. F. (1994), p. 31 e OSÓRIO, J. D. H. (2001), p. 210. Por seu turno, a favor da inclusão, NUNES, P. (2015), p. 15 e SILVA, M. D. (2010), p. 214.

⁶⁷ Cfr. ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 126.

⁶⁸ Muito embora a necessidade da sua existência já ter sido defendida, cfr. OECHSLER, *op.cit.*, anotação 47 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), pp. 126-127.

⁶⁹ Neste sentido, NUNES, P. (2015), p. 15 nota 47. Pedro de Albuquerque não partilha da mesma posição, considerando que também para os estagiários poderão valer os objetivos de política social subjacente à exceção, (2019), p. 127.

⁷⁰ V., SCHROEDER, U. (1995), p. 222 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 127.

⁷¹ Por exemplo, em razão da antiguidade do trabalhador.

⁷² V., VENTURA, J. (2016)., p. 381; ROCHA, M.V. F. (1994), p. 317; OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 230. Em sentido oposto, LABAREDA, J. (1998), p. 188.

julga-se que a grande diversidade linguística no corpo das Diretrizes em cada Estado-membro é responsável pela falta de homogeneidade da sanção. Assim, ao passo que, de um modo não exaustivo, em Portugal, França⁷³, Espanha⁷⁴ e Itália⁷⁵ a solução é a nulidade, existem países como, por exemplo, a Áustria nos quais a validade do negócio não é posta em causa, mas tão-somente se verifica uma responsabilização dos órgãos sociais⁷⁶.

Retomando o ponto em discussão, apesar de ser defensável, por força do princípio do aproveitamento do negócio jurídico, que apenas o negócio de financiamento deverá ser invalidado, mantendo-se em plena força e vigência o negócio aquisitivo, ainda assim cremos não poder ser desconsiderada a eventual união subjacente a ambos os negócios, ou seja, verificando-se uma ligação funcional tal legitimaria a contaminação de todo o processo negocial, dado se repercutirem as vicissitudes de um dos negócios sobre o outro⁷⁷. No entanto, sempre carecerá de sentido assumir *per se* a existência de tal coligação funcional: a mesma terá de ser comprovada, pelo que só em caso de êxito é que se poderá afirmar a igual invalidade do contrato aquisitivo⁷⁸. Caso contrário, este sobrevive.

Um aspeto interessante do regime tem que ver com a maneira como a sanção deixa de ser aplicável pela mera constatação da boa-fé de uma das partes. Como abordado previamente, o elemento finalístico terá de ser mútuo e determinante, ideia essa que agora se reitera e sublinha. Ora, não se encontrando uma das partes consciente da assistência financeira operada, tal ignorância ou ingenuidade como que as salva da aplicação da proibição e, por consequência, da própria penalidade associada, mantendo-se o negócio aquisitivo vivo.

Por último, de notar ter o legislador culminado ainda a violação da proibição com uma sanção penal prevista no art. 510.º do CSC. Por força deste preceito, qualquer gerente ou administrador que preste assistência financeira em violação da lei será punido com pena de

⁷³ Cfr. art. L.225-216 do Código Comercial Francês.

⁷⁴ V. PIRES, A. C. (2008), p. 419 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 220. Aliás, a sanção de nulidade decorre da própria lei, cfr. art. 6.º, n.º 3 do Código Civil Espanhol.

⁷⁵ Todavia, o autor Stefano Cacchi Pessani acredita nem sempre valer a nulidade - (2012), pp. 160 e ss. *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 220.

⁷⁶ V. GASSER, C. (2009), p. 195 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 221.

⁷⁷ Semelhante solução decorre do art. 18.º da Lei de Crédito ao Consumo que atribui relevância à união entre o negócio de financiamento e o negócio financiado, prevendo que a invalidade de um se repercutirá necessariamente no outro.

⁷⁸ Somente nesse caso é que se poderá considerar fundadamente que “as partes quiseram a pluralidade dos contratos como um todo, como um conjunto económico, estabelecendo entre eles uma dependência”, cfr. escreve TELLES, I. G. (2010), p. 476. V. ainda o caso *Carney v Herbert* (1985) 1 AC 301, PC 317.

prisão até 2 anos ou com pena de multa⁷⁹, sem prejuízo da eventual responsabilidade civil em que tais membros poderão incorrer.

⁷⁹ A estatuição legal alterada pela Lei n.º 94/2021, de 21 de dezembro, pois anteriormente apenas se previa uma pena de multa até 120 dias.

CAPÍTULO II – DAS PERTINENTES PROBLEMÁTICAS DOUTRINAIS

7. A aplicação analógica às sociedades por quotas

Nesta senda, cumpre questionar se a proibição de assistência financeira se estende às demais sociedades de capitais, não obstante a inserção sistemática e o sentido literal do texto determinarem a aplicabilidade da figura apenas às sociedades anónimas. A dúvida é pertinente, considerando que a maior parte das sociedades comerciais no nosso ordenamento jurídico reveste a forma de sociedades por quotas⁸⁰.

Constatando uma omissão de preceito semelhante ao art. 322.º CSC, a mesma é tendencialmente entendida como fundamento claro da inexistência da proibição da assistência financeira aquando da aquisição de quotas da sociedade assistente⁸¹. Ademais, segundo os defensores desta corrente a natureza excecional da norma é *per se* impeditiva de qualquer aplicação analógica⁸², equacionando que, ainda que admissível, a analogia não teria cabimento dada a ausência de uma qualquer lacuna jurídica que a sustentasse.

Porém, cremos que o silêncio da lei neste campo não só padece de uma verdadeira incoerência valorativa, como além disso, sistemática.

Desde logo, não é evidente o raciocínio do legislador por detrás da aparente distinção qualitativa entre sociedades anónimas e por quotas⁸³. A problemática não se cinge às primeiras, razão pela qual a falta de consagração de norma legal expressa não é suficiente para admitir a assistência financeira quando realizada por estas. A par disso, não cremos que a maior intervenção do sócio, nem a maior flexibilidade de regime para a aquisição de quotas próprias⁸⁴, constituam argumentos suficientemente sólidos para justificar a solução que ora se refuta. Neste sentido, existe quem recuse⁸⁵, a excecionalidade do art. 322.º CSC, considerando defensável e até previsível a sua aplicação analógica às sociedades por quotas. Para Pedro de

⁸⁰ Segundo a última atualização, em 2021 estavam inscritas e registadas, em Portugal, 396.132 sociedades por quotas propriamente ditas, i.e., não extintas e dissolvidas, por comparação a 29.845 sociedades anónimas. Fonte: <https://estatisticas.justica.gov.pt/sites/siej/pt-pt/>

⁸¹ Note-se a adesão da jurisprudência nacional a esta orientação, cfr. [Ac. TRC de 03.03.2009 \(R. Sílvia Pires\), proferido no âmbito do Proc. n.º 228/04.4TBILHV.C1](#)

⁸² Neste sentido, MOTA, B. A. (2005), p. 91 e OSÓRIO, J. D. H. (2001), p. 193. Porém, advogando a favor da aplicação analógica da proibição às sociedades por quotas, v., LABAREDA, J. (1998), pp. 188-189; TORRES, I. P. (2015), pp. 155 e ss. e OLIVEIRA, A. P. (2017), pp. 230-231.

⁸³ Contra Bernardo Abreu Mota que defende ser de “(...) afastar a analogia, por não existir, (...) um paralelo inquestionável entre as situações analisadas”- (2005), p. 92.

⁸⁴ A este propósito, note-se a (clara) intenção do legislador no art. 220.º, n.º 2 e 3 CSC em evitar as aquisições de quotas onerosas suscetíveis de comportar as mesmas consequências práticas, ao nível do capital social, que motivam a proibição do art. 322.º CSC.

⁸⁵ A oposição é representada por TORRES, I. P. (2015), p. 170 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 130.

Albuquerque, o tema da inviabilidade de aplicação analógica das normas excepcionais nem é, contemporaneamente, nobre de qualquer indagação, reduzindo-se antes a uma “lógica formal e conceptual ultrapassada”⁸⁶.

Também o Supremo Tribunal de Justiça já admitiu, implicitamente, a aplicação da assistência financeira às sociedades por quotas. Num seu acórdão com data do presente ano⁸⁷, pese embora a discussão ter ocorrido em torno da (não) verificação do elemento subjetivo, cremos que a ser totalmente inviabilizada a aplicação da proibição a tais sociedades, nunca o Supremo chegaria tão longe ocupando-se pela verificação dos pressupostos cumulativos da proibição no caso concreto se não aceitasse a sua aplicação a tais sociedades.

Paralelamente, também no Direito Comparado a indagação teve lugar. Na Alemanha, face à ausência de regras explícitas, a construção doutrinária tem sido feita no sentido da não aplicação analógica da proibição às *GmbH*⁸⁸. Em Inglaterra, o regime aplicável às *private companies* é substancialmente diferente do relativo às *public companies*, pelo que apesar de ter sido abolida a proibição para as primeiras em 2006, ainda se mantém em pleno vigor a sua aplicação em algumas circunstâncias⁸⁹, sendo imperiosa uma análise minuciosa dos perigos subjacentes. Em Espanha, por seu turno, a proibição é extensível às *sociedades de responsabilidad limitada*⁹⁰.

Pela nossa parte, cremos que toda e qualquer construção dogmática usada para refutar a extensão do regime, cede perante a leitura e interpretação do art. 510.º, n.º 1 CSC⁹¹. O mencionado preceito⁹² ao prever igualmente a punição dos gerentes pela violação da proibição da assistência financeira, integra um crime específico próprio⁹³ e destina-se a tutelar “o regular

⁸⁶ V. (2019), p. 131.

⁸⁷ Cfr. Ac. STJ de 09.03.2022 (R. Pedro de Lima Gonçalves), proferido no âmbito do Proc. n.º 1600/17.5T8PTM.E1.S1.

⁸⁸ Cfr. WINDBLICHER, C. (2009), p. 22. Aufl. Beck, Münche.

⁸⁹ “For example, if the private company is a subsidiary of a public company, then it will be prohibited from giving financial assistance for the purpose of the acquisition of shares in its public holding company, or from reducing or discharging any related liability. Similarly, if a public company is a subsidiary of a private company, it will be prohibited from giving financial assistance for the purpose of the acquisition of shares in the private holding company, or discharging any related liability”, v. [England and Wales Financial Assistance IBA Corporate and M&A Law Committee 2022](#), p. 3. V. DAVIES, P. (2008), pp. 351 e ss.

⁹⁰ Cfr. *Artículo 143.2 da Ley de Sociedades de capital*. POZO, L. F. (1994), p. 169.

⁹¹ Defensores desta posição, OLIVEIRA, A. P. (2017), pp. 230-231; NUNES, P. (2015), pp. 19-20. Em sentido oposto, DOMINGUES, P. T. (2013), p. 69.

⁹² A norma legal tem paralelo no Direito francês (art. L225-206 Code de Commerce) e italiano (art. 2628 Código Civil), correspondendo a incriminações clássicas destes ordenamentos. Além disso, a aquisição de ações próprias também é punível no Direito inglês (cfr. *Section 658 of Companies Act 2006*).

⁹³ De notar que o ilícito criminal (de aquisição ilícita de quotas ou ações) exige, para seu cabal preenchimento, que o agente possua a especial qualidade de gerente ou administrador da sociedade comercial, cfr. SOUSA, S. A. (2014), p. 427.

funcionamento da sociedade comercial”⁹⁴ atendendo aos perigos inerentes à titularidade de participações próprias pela sociedade.

Por conseguinte, face à tutela da intangibilidade do capital social, como fundamento da proibição, a conclusão final não poderá ser outra senão considerar que as operações de assistência financeira são todas elas, indistintamente, ilícitas, i.e., incluem-se nestas as praticadas, também, no âmbito de uma sociedade por quotas, por um “gerente” que decida “subscrever ou adquirir para a sociedade quotas (...) próprias desta” (sublinhado nosso).

Promovendo uma uniformidade de regime, é bom de ver que o próprio legislador, embora não tenha introduzido no regime legal das sociedades por quotas uma norma específica quanto à proibição, no final acaba por ter presente também as primeiras, não fosse a consagração da responsabilidade penal dos membros da gerência uma ilustração disso mesmo.

Pelo exposto, cremos que enquanto o sistema se mantiver inalterado a proibição da assistência financeira deverá ser, sem margem de distinção, aplicada a sociedades anónimas e a sociedades por quotas.

8. A admissibilidade das operações de *Leveraged Buy-outs*

Previamente à concretização das operações nas quais se introduz esta “complexa engenharia societária”⁹⁵, urge prover uma distinção breve entre a transmissão direta da empresa (*assets deals*) e a sua transmissão indireta (*share deals*).

No âmbito da primeira, típica de pequenas empresas de estrutura individual, é a própria empresa, enquanto organização unitária de meios produtivos, que é objeto de transmissão⁹⁶. Já nas transmissões indiretas, mais comuns nas médias e grandes empresas de carácter coletivo, o interessado adquire a titularidade da empresa mediante a aquisição de uma posição de controlo sobre o capital social⁹⁷ (e.g., compra e venda de participações sociais).

Os *leveraged buy-outs*, vulgo “compra ou fusão alavancada”⁹⁸, traduzem-se numa técnica de aquisição de uma empresa societária através da utilização de meios alheios resultantes da

⁹⁴ *Idem*, p. 427. Também os interesses dos credores sociais se destinam a ser salvaguardados pela norma, dado que “as participações próprias detidas pela sociedade não constituem, nem asseguram uma garantia para eles”, v. CORDEIRO, A. M. (2009), p. 1255.

⁹⁵ SILVA, M. D. (2010), p. 196.

⁹⁶ Exemplos de transmissão direta: o *trespasse*, a *locação* e algumas figuras híbridas alternativas. V. GOMES, F. (2017), p. 189.

⁹⁷ Cfr. ANTUNES, J. E. (2008), p. 44. Como exemplo, salientam-se as fusões, cisões e o caso dos *leveraged buy-outs*.

⁹⁸ Cfr. ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 181.

afetação de *cash flow* ou bens da própria sociedade-alvo⁹⁹. Em termos práticos, a viabilidade da obtenção de créditos de curto prazo, concedidos por uma entidade terceira, assenta numa garantia que é constituída pelos ativos da sociedade que se pretende adquirir, operando-se, desse modo, uma transferência do custo de aquisição para o património da própria sociedade-alvo. Como esclarece Pedro de Albuquerque existe uma diferença clara entre a assistência financeira e a compra alavancada: enquanto na primeira operação “a sociedade financia a participação de um sócio ou garante o financiamento”, na segunda “está-se diante de uma operação destinada a imputar ou transferir para a sociedade-alvo o custo dessa participação”¹⁰⁰.

De entre as formas mais notórias, salienta-se: o *Leveraged Management Buy-Out* (LMBO), o *Employee Leveraged Buy-Out* (EBO) e os *Merger Leveraged Buy-Out* (MLBO). Sobre esta última, em termos simples, a sociedade interessada constitui uma sociedade veículo (*Special Purpose Vehicle* ou *Newco*) a qual, mediante a contração de um financiamento externo, em exclusivo ou conjuntamente com uma aportação pouco expressiva dos seus capitais próprios, adquire participações suficientes - ou até a sua totalidade - da sociedade-alvo (*Target* ou *Oldco*). Numa última fase, opera-se a fusão entre ambas as sociedades, tornando-se a nova sociedade, em resultado da fusão¹⁰¹, titular do património universal (cfr. **Apêndice I**)¹⁰². Em virtude do MLBO, verifica-se uma transmissão do endividamento contraído pela *Newco* para a sociedade adquirida, suportando esta o custo total económico-financeiro da sua própria aquisição.

Uma *vexata quaestio* neste domínio consiste em saber se devem, ou não, os MLBO ficar sob a alçada da proibição da assistência financeira?¹⁰³ Em Inglaterra, já se firmou em

⁹⁹ Sobre o recurso a esta técnica, v. CORDEIRO, A. M. (1994), pp.769-770; OSÓRIO, J. D. H. (2001), pp. 9 e ss.; ANTUNES, J. E. (2008), pp. 735 e ss; SILVA, M. D. (2010), pp. 228 e ss; LEITE, I. P. (2011), pp. 161 e ss; TRABULO, R. (2011), pp. 417 e ss; NUNES, P. (2015), pp. 21 e ss; OLIVEIRA, A. P. (2017), pp. 227, 307 e 308.

¹⁰⁰ ALBUQUERQUE, P. (2019), p.182.

¹⁰¹ A fusão pode assumir duas modalidades que são a realização por concentração ou incorporação. No âmbito desta última, se a *newco* incorporar a *target* verifica-se uma *forward merger buy-out*, já no caso inverso verifica-se um *reverse merger buy-out*.

¹⁰² “A fusão alavancada consiste, consabidamente, na operação dirigida à aquisição de uma participação totalitária ou de controlo numa certa sociedade alvo (*target company*) com base na assunção de endividamento muito considerável, (...) em que se recorre à utilização de uma sociedade veículo (habitualmente de constituição ad hoc – *new corporation*, *newco*), dotada de capital e recursos pouco significativos, para obter o financiamento para a aquisição da participação no capital social (*stock acquisition*) da sociedade operacional (dita sociedade alvo ou adquirida), após o que a sociedade veículo se funde com a sociedade adquirida, em ordem a que os activos e o *cash flow* da sociedade adquirida passem a suportar e a garantir o pagamento da dívida e respectivos encargos financeiros contraídos para a sua aquisição”, cfr. [Ac. CAAD de 26.01.2016 \(R. João Menezes Leitão\), proferido no âmbito do Proc. nº 93/2015-T.](#)

¹⁰³ V., Tribunale di Milano, 14/05/1992, in *Il Foro italiano*, 1992, 115, pp. 2829 e ss.; Tribunale di Milano, 13/05/1999, in *Giurisprudenza*, 2000, 1, pp. 75 e ss.. Entre nós, a questão é invocada, sobretudo, no plano tributário.

determinados casos alguma relutância em aceitar tais operações¹⁰⁴. Porém, atendendo à reestruturação societária operada a jusante com a fusão, verifica-se uma clara preferência pela sua admissibilidade. Considerando que “anda longe da relação de causa-efeito exigida por lei a operação pela qual se determina, como efeito indireto e diferido ex lege, a sub-rogação da sociedade, por força do património universal transferido, na posição da sociedade que havia anteriormente solicitado a assistência financeira a terceiros”¹⁰⁵, escassas são as motivações sólidas capazes de sujeitar o *merger* concretizado ao véu da proibição.

Em nossa opinião, não se deve partir de uma “insanável desconfiança em relação à fusão inversa” como se de uma operação abusiva se tratasse¹⁰⁶. No entanto, constataram-se inúmeras tentativas com vista a abater a genialidade da reestruturação neste domínio. Segundo uma tese minoritária¹⁰⁷, poderão ser apontados diversos obstáculos à figura, nomeadamente: i) o resultado material obtido ser precisamente aquele que a lei pretende evitar; ii) não existir distinção legal entre hipóteses lícitas e ilícitas, pelo que todas serão proibidas; iii) a proteção alcançada com o regime da fusão não se achar suficiente, dado que esta não consagra níveis a partir dos quais a assistência passa a ser admitida; e ainda iv) pela fragilização do património da sociedade-alvo. Não obstante o mérito, julgamos não assistir qualquer razão a uma posição crítica da hipótese, carecendo de razão o argumento de que a mesma consubstancia uma fraude à lei.

A admissibilidade da operação justifica-se pelo propósito misto de que é imbuída sendo a assistência financeira apenas um fim acessório de um propósito mais amplo concretizado com a fusão. Além disso, a aceitação justifica-se pela simples razão de o procedimento em causa dispor de concretos mecanismos aptos a assegurar, mediante a sua análise, os direitos dos acionistas e dos credores, bem como pelo facto de a transmissão universal do património operar *ope legis* e não por mera vontade das partes.

¹⁰⁴ Veja-se o caso *Chaston* (2003) 1 BCLC 675, CA onde se teve oportunidade de explicar que o património de uma sociedade, ou de uma sua subsidiária, não poderia ser utilizado, direta ou indiretamente, para promover financeiramente a aquisição, visto que tal acarretaria prejuízos não só aos credores da própria *target*, como também afetaria os interesses dos acionistas que não aceitam a oferta da aquisição ou a quem tal oferta não é feita. V. ainda, o caso *Re VGM Holdings Ltd. (1942) Ch 235*, CA onde tal prática foi qualificada pelo juiz como “batota” (*cheat*). Entre nós, igual posição opositora foi defendida no [Ac. CAAD de 26/01/2016, Relator João Menezes Leitão \(Processo n.º 93/2015-T\)](#), no qual se firmou ser indiferente a natureza das entidades adquirentes, podendo tratar-se de “*sociedades ou fundos de capital de risco, sociedades gestoras de participações sociais ou sociedades operacionais*”, cfr. Ponto 39.

¹⁰⁵ Cfr. OSÓRIO, J. D. H. (2001), p. 192; MOTA, B. A. (2005), p. 93; SILVA, M. D. (2010), p. 228; NUNES, P. (2015), p. 39 e VITORINO, J. L. M. (2021), p. 28.

¹⁰⁶ V. SANCHES, J. L. S. (2008), pp. 7-34.

¹⁰⁷ LEITE, I. P. (2011), p. 161 e DOMINGUES, P. T. (2013), pp. 70 e 71. Quanto a este último autor, ressalva-se que o próprio afirma ter consciência de uma dificuldade na harmonização desta sua opinião com a enumeração taxativa de causas de nulidade da fusão prevista no art. 117.º CSC, não sendo por isso peremptório nas suas conclusões.

Em suma, somos relutantes em desconsiderar a figura, optando antes por perfilhar a posição nacional dominante à semelhança do já defendido no Direito Comparado, designadamente, em França, Alemanha¹⁰⁸, Holanda e Itália, onde a admissibilidade da operação é de tal maneira evidente que a sua permissão está contemplada em norma expressa.

9. Atos proibidos. Em especial, as *representations & warranties*

Como ilustrado, o termo “assistência financeira” não decorre da lei, pelo que o legislador se socorre de uma ampla cláusula geral para que o intérprete a possa determinar casuisticamente. Assim, eleva-se perante este o desafio de construir, ainda que no espectro intelectual, uma lista do tipo de atos abrangidos.

Para o efeito, coloca-se a questão de saber se também as cláusulas de declarações e garantias prestadas no âmbito de contratos de compra e venda de empresas (em concreto, quando ocorra uma *share deal*), se podem considerar como atos proibidos ao abrigo do art. 322.º CSC.

Em termos gerais, tais cláusulas consistem em disposições negociais sobre certas declarações de facto a respeito da sociedade (objeto do negócio), sejam elas pretéritas ou presentes, cuja veracidade e exatidão é garantida pelo declarante. Imbuídas de uma relativa complexidade e descrição exaustiva, estas cláusulas espelham as expectativas do comprador que sem elas enfrentaria sérias dificuldades ao nível probatório¹⁰⁹. Consistem, sobremaneira, em mecanismos que asseguram as próprias características e qualidades da sociedade pelo declarante, propiciando uma redução da incerteza da avaliação no âmbito de uma aquisição¹¹⁰-corporizada numa autêntica alocação do risco no vendedor -, e assumindo um papel essencial na economia do negócio¹¹¹.

Em nossa parte, diríamos que se tratam de uma legítima *palavra de honra* empreendida pelo declarante-vendedor através da qual este sintetiza, com ideal precisão, o panorama geral da sociedade (*e.g.*, a situação financeira e fiscal, os contratos relevantes, entre os quais, os que

¹⁰⁸ V., FLEISHER, H. (1996), p. 505 e OECHSLER (2016) anotação 26, *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 199.

¹⁰⁹ Sobretudo, ao verificar-se uma “*misrepresentation*” entre o que é declarado com a realidade. Estas cláusulas preveem em si mesmas a sanção aplicável, *i.e.*, uma obrigação indemnizatória ou a mera redução do preço, a qual opera automaticamente, permitindo evitar o recurso aos meios judiciais. “*If the reps are found to have been breached following the closing of the deal, then the buyer’s remedies include pursuing damages under applicable law or including an indemnity provision in the merger agreement (...). Alternatively, the parties may purchase an R&W insurance policy and the value of damages can be recovered through an insurance claim*”, v. TOV, O. E., RYANS, J. & SOLOMON, D. (2022), pp. 2-24. Consulta rem: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3361184>.

¹¹⁰ A par das cláusulas de alterações de circunstâncias e cláusulas relativas a ganhos, v. TOV, O. E., RYANS, J. & SOLOMON, D. (2022), p. 8.

¹¹¹ V., RUSSO, F. C.(2010), pp. 115 e ss.

dispõem uma cláusula de compromisso, os litígios pendentes, etc.), pelo que acabam por aportar um sério valor acrescentado ao contrato, permitindo nivelar a assimetria de informação, bem como clarificar os riscos inerentes¹¹². Tendencialmente, as partes acordam ainda o prazo de validade das cláusulas de declarações e garantias (*survival period*), i.e., período pelo qual vigorará a responsabilidade do vendedor¹¹³.

Retomando o ponto inicial, serão as cláusulas de declarações e garantias capazes de representar um nicho, ainda que exíguo, de contrapartidas formais através das quais se consegue assistir financeiramente a aquisição de participações sociais?

Em nossa parte, e salvo melhor opinião, por muito expressiva que seja a sua influência positiva nas negociações, por favorecerem uma transação espontânea, célere e transparente entre as partes, não será descabida a verificação de uma certa relutância numa resposta afirmativa¹¹⁴. Nesta senda, aproveitando o ensejo criado com o contributo de Ana Perestrelo de Oliveira, no que tange à densificação das garantias reais e pessoais, escreveu a ilustre autora que: “independentemente também da sua forma e da sua configuração técnica: constitui igualmente assistência ilegítima o recurso a instrumentos que não são garantias, mas que desempenham fins análogos”¹¹⁵. Ora, ainda que este conceito seja aberto a construções teleológicas extensivas, atendendo à concretização funcional das figuras (garantias especiais e cláusulas de declarações e garantias) não resulta qualquer semelhança entre ambas neste domínio. Ainda que se tentasse aproximar a natureza de uma *representation and warranty* de uma garantia pessoal, o argumento resvalaria pelo simples facto daquelas, ao contrário de uma fiança e de um aval, não retratarem um qualquer “reforço quantitativo da probabilidade de satisfação do crédito”¹¹⁶.

Perfilhando alguma das opiniões já desenvolvidas, inclusive internacionalmente, cremos que tais cláusulas prestadas pela *target* apenas poderão ser vistas como um ato proibido de

¹¹² “To mitigate the increased information asymmetry surrounding private targets, these sellers provide representations and warranties (...), regarding the state of the seller’s business that are more extensive than those provided by public sellers. Though these reps, a seller promises that a set of facts about the target in the acquisition agreement are true”, v. TOV, O. E., RYANS, J. & SOLOMON, D. (2022), p. 2.

¹¹³ “Tal prazo anda usualmente entre 1 e 3 anos, excepto no que diz respeito a assuntos de natureza fiscal e de segurança social, em que a regra é acordar-se a responsabilidade do vendedor até ao termo do prazo de caducidade/prescrição legal.”, GALVÃO, C. V. (2010).

¹¹⁴ “The court held that there was no financial assistance if the assets of the relevant company were not depleted or put at risk of depletion”, sobre o caso *Public Prosecutor v Lew Syn Pau* (2006). Vide, WAN, W. Y. (2007), p. 92.

¹¹⁵ OLIVEIRA, A. P. (2017), p. 229. Pedro Nunes apresenta como exemplos a letra de favor, o mandato de crédito e o seguro caução, (2015), p. 13. Horta Osório questiona-se sobre a inclusão das cartas de conforto, (2001), p. 199.

¹¹⁶ VASCONCELOS, M. P. (2019), p. 85 e ss.

assistência financeira na medida em que tenham sido pensadas, construídas e incluídas no corpo do contrato somente com a intenção de a *target* vir mais tarde a ser chamada a pagar tais indemnizações, representando os valores pagos a tal título o único e verdadeiro auxílio à aquisição das participações sociais pelo terceiro¹¹⁷.

Na sequência da exceção da *principal purpose*, alguns ordenamentos jurídicos tiveram já a oportunidade de determinar um conjunto de cenários considerados excluídos da definição de assistência financeira. Neste sentido, e a título de exemplo, o legislador irlandês, procurando esclarecer o intérprete integrou na lista de exceções da *Section 82(6)* do *Companies Act 2014*, a par do pagamento de dividendos, “*the giving of representations, warranties or indemnities to a person who has purchased or subscribed for shares in the company or its holding company*”¹¹⁸.

Em síntese, apenas se poderá considerar estar perante uma hipótese que subjaz à *factispecie* da norma se para tal se lograr provar o elemento finalístico da assistência financeira no caso em apreço. Assim sendo, apenas é defensável a interdição.

10.A assistência financeira nas relações de grupo

Em primeiro lugar, cumpre analisar a capacidade das sociedades comerciais. Em especial, ocupar-nos-emos da prestação de garantias intragrupo para honrar o serviço da dívida na esteira dos grupos¹¹⁹ de direito¹²⁰.

Reza o art.6.º, n.º 3 CSC o seguinte: “Considera-se contrária ao fim da sociedade a prestação de garantias reais ou pessoais a dívidas de outras entidades, salvo se existir justificado interesse próprio da sociedade garante ou se se tratar de sociedade em relação de domínio ou de grupo.”¹²¹¹²². Não obstante o princípio da capacidade ampla, reconhece-se a existência de

¹¹⁷ “Accordingly, it is submitted that if the target company provides the representations and warranties believing that such representations are true and that the warranties will be complied with, the provision of such representations and warranties should not amount to assistance that is “financial” in nature.”, v. WAN, W. Y. (2007), p. 97. Segundo o autor, tal pensamento terá sido fundado no caso *Wu Yang Construction Group v Zhejiang Jinyi Group Co, Ltd.* (2006).

¹¹⁸ V., [Financial Assistance IBA Corporate and M&A Law Committee 2022 \(Ireland\)](#).

¹¹⁹ “Um grupo de sociedades identifica-se pela existência de uma direção económica unitária de sociedades juridicamente autónomas.”, v. CASTRO, P. V. (2013), p. 303.

¹²⁰ A distinção entre grupos de direito e de facto radica na verificação de dois pressupostos: i) a existência de um instrumento jurídico de constituição do grupo (art.482.º CSC) e ii) a existência de um regime jurídico específico aplicável. Para mais desenvolvimentos, v. ANTUNES, J. E. (2002), pp. 73 e ss.

¹²¹ Quanto ao “justificado interesse próprio”, trata-se de um conceito indeterminado que o legislador não logrou definir em nenhum lugar, ainda que a nosso ver nos direcione para uma ideia de “conveniência” (à prossecução do fim). Sobre a noção, v., PINHEIRO, E. (1997), pp. 485-506.

¹²² Nesta senda, Pedro Vieira de Castro esclarece que só as garantias prestadas a título gratuito é que são subsumíveis ao segmento final da norma, já que as onerosas contribuem para a prossecução de uma atividade lucrativa – (2013), p. 310.

limitações à capacidade das sociedades para a prestação de garantias a terceiros¹²³, assumindo particular importância todos os casos em que o beneficiário se revela interessado em adquirir participações sociais da sociedade garante, tornando-se, portanto, imperativa uma análise casuística sobre a *ratio* da transação.

Atendendo à segunda parte do segmento excepcional da norma (“... ou se se tratar de sociedade em relação de domínio ou de grupo”), no âmbito do funcionamento de tais relações, assume especial relevo o modo de financiamento. De uma forma quase intuitiva, o aporte financeiro pode ser decomposto em dois níveis: i) interno, derivando de operações que se resumem à esfera intragrupo, ocorrendo uma “recolha de capital de modo centralizado e unitário”¹²⁴ ou ii) externo, quando os fundos derivam de uma entidade terceira. De entre as várias modalidades, as garantias classificam-se como *upstream*, quando prestada pela sociedade-filha à sociedade-mãe; *downstream*, quando do inverso; e *sidestream*, quando prestada entre sociedades numa base horizontal¹²⁵. A concretização de tais garantias favorece a aprovação de um financiamento contribuindo, por vezes, para a obtenção de condições mais vantajosas. Porém, atendendo à manutenção da individualidade das sociedades mesmo na circunstância dos grupos, impõem-se algumas considerações preliminares.

Primeiramente, no prisma das relações de domínio (art. 486.º CSC), sublinha-se a proibição da aquisição de participações sociais de uma sociedade dominante pela sua dominada, independentemente do tipo de sociedade (cfr. arts. 325.º-A e B e 487.º ambos do CSC), com a ressalva de que no âmbito das sociedades anónimas a proibição é meramente relativa. Contudo, no que à prestação de garantias diz respeito, a complexidade eleva-se. Atendendo ao art. 6.º, n.º 3 CSC considera-se que “a sua *ratio* deverá resultar da relação entre a influência dominante e esses fim e interesses próprios da sociedade garante”¹²⁶. É com base nesta premissa, e considerando existir um interesse da sociedade dominante na prosperidade da sociedade dominada, que se justifica a admissão das garantias *downstream*. Por seu turno, em relação às garantias *upstream* e *sidestream* tem sido defendida, segundo uma interpretação restritivo-teleológica, a necessidade de ser demonstrado o interesse próprio da sociedade garante (dominada), de modo a assegurar os interesses dos sócios minoritários e dos credores sociais¹²⁷.

¹²³ A par da proibição da assistência financeira, referimo-nos à prestação de garantias (nulas) a propósito das obrigações de reembolso de suprimentos (art.245.º, n.º 6 CSC) e à prestação de garantias a administradores (art. 397.º CSC).

¹²⁴ V., CASTRO, P. V. (2013), p. 304.

¹²⁵ Cfr. MERKEL, LUTTER/SCHNEIDER (1998) *apud* CASTRO, P. V. (2013), p. 305.

¹²⁶ Cfr. CASTRO, P. V. (2013), p. 312.

¹²⁷ Cfr. GOMES, J. F. (2022), p. 350. Ademais, dada a não participação na dominante pela dominada, não se vislumbra a existência de um interesse capaz de justificar a prestação da garantia, v. COUTINHO DE ABREU, *op.*

O argumento não é consensual. Baseando-se na “suposição legal do proveito mútuo na contração ou manutenção da dívida garantida”¹²⁸, assim como na defesa de uma não discriminação entre as relações de grupo e de domínio¹²⁹, outra corrente insurge-se contra o conceito anterior.

A propósito das relações de grupo, onde vigora com especial veemência a prerrogativa de emitir instruções desvantajosas à administração das sociedades-filhas (cfr. art. 503.º, n.º 2 CSC), com a ressalva de que tais instruções prossigam os interesses da mãe ou de outra sociedade do grupo, tal poder é contrabalançado por um conjunto de responsabilidades severas atribuídas ao vértice. Ora, a sociedade-mãe ao estar incumbida de responder pelas perdas da sociedade-filha e pelas dívidas desta perante os seus credores sociais (cfr. arts. 501.º e 502.º ambos do CSC), tal impede a assunção de argumentos que justifiquem um postergar da parte final da exceção do art. 6.º, n.º 3 CSC a qualquer modalidade de garantia intragrupo, sejam *up*, *down* ou *sidestream*¹³⁰.

Pela nossa parte, atendendo à existência de uma integração económica nas relações de grupo, tal configura *per se* indício de um interesse próprio da sociedade na prestação de garantias, o qual só à própria cabe determinar¹³¹. Posto isto, poder-se-á concluir pela capacidade das sociedades na prática de tais garantias, opção assumida pelo legislador, conforme a ressalva “salvo se” expressa.

Uma vez esclarecida esta questão, cumpre saber como encarar a proibição de estudo no quadro das relações de grupo e de domínio. Entre nós, à semelhança do que resulta no Direito Alemão¹³², não é consensual que as relações de grupo caiam no âmbito da hipótese legal, apesar de também ser defendida a idêntica proibição “sob pena de [se verificar uma] inaceitável

cit., p.202-207 e CASTRO, C. O. (1998), p. 823-858. Contra, ALBUQUERQUE, P. (1997), p.142 e LABAREDA, J., (1998), p. 188.

¹²⁸ “Ora, isso tanto acontece quando a devedora é a dominada e garante a dominante, como na situação inversa, pois tanto a segunda tem interesse na sobrevivência da primeira como esta o tem relativamente àquela.”- cfr., LABAREDA, J. (1998), p. 188.

¹²⁹ “(...) em matéria de prestação de garantias o regime jurídico é o mesmo quer nas hipóteses de relações de grupo quer nas de domínio.”, v., ALBUQUERQUE, P. (1998), p. 143.

¹³⁰ Pedro Vieira de Castro esclarece ainda a propósito das garantias *up* e *sidestream* que as mesmas deverão decorrer de instruções dadas pela sociedade-mãe, (1998), p. 314

¹³¹ Cfr. OLIVEIRA, A. P. (2017), p.187. V., Ac. TRL de 11.10.2018 (R. Cristina Neves), proferido no âmbito do Proc. n.º 11197/14.2T2SNT-AK.L1-6.

¹³² Neste ordenamento jurídico também não se alcançou um entendimento unânime sobre a questão, v., SCHROEDER, U. (1995), p. 292; CAHN (2015), anotação 14, 15 e 53 e HASSNER, A. (2012) p. 305 *apud* ALBUQUERQUE, P. (2019), p. 149. Em Espanha, não há lugar a ambiguidades, pois o art.150.º LSC proíbe-o expressamente.

inconsistência valorativa”¹³³. A regra geral tem sido de que o art. 322.º CSC “cede perante as regras especiais das relações de grupo destinadas a acautelar a posição dos credores”¹³⁴, nomeadamente, por aplicação dos arts. 501.º e 502.º CSC *ex vi* 491.º CSC. A propósito das relações de domínio, a doutrina diverge. Discordando da posição de Pedro de Albuquerque que defende uma solução harmoniosa para ambos os casos, Ferreira Gomes contesta com base na inexistência de um regime de responsabilidades idêntico nas relações de domínio, bastante para não se considerar por assegurada a posição dos credores e dos acionistas minoritários¹³⁵.

Igualmente relevante se apresentam os casos em que a assistência financeira prestada origina a aquisição total do capital da assistente. Não obstante uma posição antagónica à sua licitude ser firmada com alguma frequência¹³⁶, somos levados a crer não existirem quaisquer óbices à sua concretização. Salvo melhor opinião, não se identificam alertas que sinalizem os perigos que caracteriza a *ratio* complexa da proibição¹³⁷, dado que ocorrendo uma aquisição total constituir-se-á uma relação de grupo entre as sociedades coligadas cujo regime se afigura adequado a suprimir os riscos inerentes às operações que abordamos neste trabalho¹³⁸.

¹³³ Cfr. NUNES, P. (2015), p. 20. Margarida Costa Andrade outorga a necessidade de se realizar uma análise profunda sobre o caso em apreço e distinguir consoante a titularidade das ações adquiridas pertencem à própria sociedade-filha ou à sociedade-mãe, hipóteses em que se assiste a um caso de ações próprias e a uma assistência financeira para compra de ações da sociedade dominante, respetivamente (2018), p. 490.

¹³⁴ Cfr. GOMES, J. F. (2017), p. 348. Aliás, a valer a interdição de assistência financeira, isso tornaria impossível a participação em sistemas de *cash management*.

¹³⁵ Cfr. GOMES, J. F. (2017), p. 349.

¹³⁶ Para Ana Perestrelo de Oliveira: “esquece-se que, ao ser prestada assistência a um acionista, se favorece a aquisição, por esse, do capital social, quando outro poderia estar em condições e ter interesse idêntico caso beneficiasse de assistência equivalente” (2017), p. 230.

¹³⁷ Cfr. SILVA, M. D. (2010), pp. 220 e ss.

¹³⁸ Leia-se “a *ratio* da proibição não está presente quando a assistência financeira tem em vista a aquisição da totalidade do capital social, como sucede na relação de domínio total superveniente”, cfr. Ac. STJ de 27.09.2022 (R. Jorge Arcanjo), proferido no âmbito do Proc. n.º 2309/16.2T8PTM.E1.S.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo central subjacente ao regime legal da assistência financeira consiste em assegurar que um terceiro usa os seus próprios ativos, e não os ativos da sociedade-alvo, para efeitos de aquisição do respetivo capital ou controlo. Neste sentido, a lei proibiu qualquer forma de assistência financeira de modo a evitar que os interesses dos credores e dos sócios minoritários da sociedade-alvo fossem prejudicados, assim como para prevenir manipulações de mercado e abusos por parte da administração.

Ora, não obstante o art. 322.º CSC consagrar *prima facie* um regime simples, a verdade é que a sua aplicação prática revela-se extremamente difícil e complexa. Essa complexidade resulta logo das dúvidas que se suscitam quanto ao alcance dos pressupostos da proibição legal, que desafiam o intérprete a uma contínua tarefa de descodificação das situações e instrumentos abrangidos por tal regime proibicionista, e é evidente no plano dos efeitos da interdição: apesar da assistência financeira constituir uma das operações clássicas de *mergers & acquisitions*, não pode ser subestimada a consequência radical prevista na lei (nulidade) a qual gera uma insegurança jurídica que é ainda agravada, quer pelo facto de o legislador não ter consagrado um catálogo fechado de interdições concretas, quer pelo facto de na vertente prática desenvolver continuamente novos modelos operativos e contratuais na matéria. Tendo em atenção destas dificuldades ínsitas ao regime proibicionista rígido português, mas tendo também procurado inspiração nas soluções mais flexíveis que vêm sendo seguidas noutros ordenamentos jurídicos estrangeiros, a nossa investigação foi desenvolvida em dois momentos fundamentais – um mais geral e outro mais particular.

Num primeiro capítulo, onde nos debruçamos sobre o regime geral proibicionista do art. 322.º, procuramos selecionar as principais controvérsias, enunciar as respostas que a doutrina e jurisprudência lhe têm dado, e apresentar, de um modo crítico e onde oportuno, a nossa própria posição. Aí foi possível conhecer a sua *ratio*, através da enumeração dos riscos que sustentam a proibição, tendo concluído que nenhum deles prevalece sobre os demais, pelo que a sua razão de ser é necessariamente um resultado da combinação de todos eles. Aí foi também possível observar a sua evolução histórica, evidenciando a falta de harmonia ao nível europeu e comparado, e constatando, muito em particular, que Portugal permanece hoje como um dos países onde a proibição absoluta se mantém, não tendo sido aproveitada a possibilidade de flexibilização resultante da Diretiva 2006/68/CE. Finalmente, teve-se a oportunidade de escrutinar os elementos componentes do regime jurídico-positivo da assistência financeira,

procurando determinar o sentido desses elementos, assinalar as diversas “zonas cinzentas” relativas às suas exceções e ainda precisar os efeitos da consequência da nulidade.

O segundo capítulo, descendo do geral ao particular, versou sobre um conjunto de problemáticas específicas da assistência financeira. Ele iniciou-se com um dos debates mais antigos sobre a matéria – a extensão do regime às sociedades por quotas –, onde não sufragamos a posição restritiva. Em seguida, tomámos uma posição genericamente favorável em relação aos *leveraged buy-outs*: ainda que seja dada procedência, a mais das vezes, ao argumento da fraude à lei para justificar a sua inadmissibilidade (pelo aparente “Cavalo de Tróia” que pode gerar), não nos parece defensável excluir categoricamente aquele que é um dos mecanismos contratuais mais utilizados para suplantar a proibição legal. Foi ainda objeto da nossa atenção a figura das *representations and warranties*: trata-se de um caso onde, como a respeito de qualquer ato negocial, é crucial a questão do elemento finalístico da proibição legal.

Por último, foi também analisada a problemática frequente da assistência financeira nas relações intra-grupo, concretizada na prestação de garantias: apesar da omissão de uma tutela legal apropriada dos interesses nas relações de domínio, concluiu-se que esta também deve ser assegurada.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Jorge Coutinho de (2020). *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 6.^a ed., Coimbra, Almedina.
- ALBUQUERQUE, Pedro de (1997). “Da prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. I.
- ALBUQUERQUE, Pedro de (2012). “Artigo 322.º”, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (coord. António Menezes Cordeiro), 2.^a ed., Coimbra, Almedina.
- ALBUQUERQUE, Pedro de (2019). *A Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra.
- ANDRADE, Margarida Costa (2018). “Artigo 322.º”, Jorge Coutinho de Abreu (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Coimbra, Almedina.
- ANTUNES, José Engrácia (2002). *Os grupos de sociedades*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina.
- ANTUNES, José Engrácia (2008). “A empresa como objeto de negócios – Asset deals versus Share deals”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. II/III, n.º 68.
- BASTOS, Miguel Brito (2009). “As consequências da aquisição ilícita de ações próprias pelas sociedades anónimas”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, n.º 1.
- CAHN, Andreas (2015). *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, coord. SPINDLER/STILZ, 3.^a ed, Carl Heymanns Köln
- CALERO, Juan Guilarte Sánchez, & TORRES, Isabel Fernández (2011). “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *DT del Departamento de Derecho Mercantil*, n.º 38.
- CASTRO, Carlos Osório de (1998). “De novo sobre a prestação de garantias por sociedades a dívidas de outras entidades: luzes e sombras”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. II.
- CASTRO, Carlos Osório de (2012). “A Prestação Gratuita de Garantias e a Assistência Financeira no Âmbito de uma Relação de Grupo”, *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*, Vol. II, Coimbra, Almedina.
- CASTRO, Pedro Vieira de (2013). “Garantias intragrupo”, *Revista de Direito das Sociedades*, V, 1-2.
- CORDEIRO, António Menezes (1954). “Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. III.

- CORDEIRO, António Menezes (2009). “Artigo 510.”, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coimbra, Almedina.
- CUNHA, Paulo Olavo (2019). *Direito das Sociedades*, 7.^a ed., Coimbra, Almedina.
- DAVIES, Paul L., WORTHINGTON, Sarah & HARE, Christopher (2021). *Gower: Principles of Modern Company Law*, 11th ed., Sweet & Maxwell, Thomson Reuters.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso (2013). “Proibição da Assistência Financeira no Contexto dos Mecanismos de Proteção dos Credores”, *AB Instantia Revista do Instituto do Conhecimento*, Ano I, n.º 2.
- FERRAN, Eilís Veronica (2005). “Simplification of European Comparative Law on Financial Assistance”, *European Business Organization Law Review*, 6.
- FLEISHER, Holger (1996). “Zur Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged buyout §71a Abs. 1 AktG im Lichte italienischer Erfahrungen”, *Die Aktiengesellschaft*, Heft 11.
- FUENTES, Ricardo Quezada (2015). “La responsabilidad del vendedor por infracción a las declaraciones y garantías: resolución parcial, rebaja del precio e indemnización de perjuicios”, *Revista de Derecho*, n.º 8, Escuela de Postgrado.
- GALVÃO, Clemente V (2010). “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 70, Vol. I/IV.
- GASSER, Christina (2009). *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbes in England, Österreich und Deutschland*, Universität Wien.
- GIANNINO, Michele (2006). “The regulation of LBOs under English and Italian company law”, SSRN (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1448719>).
- GÍMENEZ, Ricardo Bayona (2000). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en las sociedades anónimas*. Dissertação, Universidade de Alicante.
- GOMES, Fátima (2017). *Direito Comercial – Noções Gerais e Regimes Complementares*, 2.^a ed., Universidade Católica Editora.
- GOMES, João da Silva (2000). “Ações Próprias e Interesse dos Acionistas”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 60, Vol. II.
- GOMES, José Ferreira (2022). *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa.
- HABERSACK, Mathias (2010). “Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach MoMig”, *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. De gruyter*, Berlin.

- HASSNER, Florian Alexander (2012). *Finanzielle Unterstützung zum institutionellen Leveraged Buyout einer Aktiengesellschaft: Eine europäischen Betrachtung*, Nomos, Baden-baden.
- LABAREDA, João (1998). “Nota sobre a prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades”, *Direito societário português – algumas questões*, Quid Juris?, Lisboa.
- LEITE, Inês Pinto (2011). “Da proibição da assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-outs”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 3, Vol. 5.
- MOTA, Bernardo Abreu (2005). “Proibição da assistência financeira – Notas para a sua interpretação e aplicação. A propósito do Projeto de Relatório do Parlamento Europeu sobre a proposta da Comissão Europeia para alteração da Segunda Diretiva”, *Revista Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, setembro-dezembro, n.º 12.
- NOZAKI, Ryutaro & HOSOE, Moriki (2020). “Representations and Warranty Clause and Disclosure of Information in Acquisitions”, *Applied Economic Analysis of Information and Risk*, Springer, Singapore.
- NUNES, Pedro (2015). “A Proibição da Assistência Financeira - Em Especial o Leveraged Buyout (LBO)”, *Revista Eletrónica de Direito*, n.º 2.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2015). *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2017). *Manual de Grupos de Sociedades*, Coimbra, Almedina.
- OSÓRIO, José Diogo Horta (2001). *Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português*, Coimbra, Almedina.
- PESSANI, Stefano Cacchi (2012). *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Egea, Milano.
- PINHEIRO, Júlio Elvas (1997). “O justificado interesse próprio da garante: sobre o artigo 6.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Vol. XXXVIII, n.º 2.
- PIRES, Ana Carretero (2008). “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”, *Anuario Facultad de Derecho*, Universidad de Alcalá, I.
- POP, Diana (2006). “Corporate Governance Solutions for Transition Economies: Representations and Warranties in Takeover Agreements”, *SSRN* (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.914173>)

- POZO, Luis Fernández del (1994). “Revision Critica de la Prohibicion de Asistencia Financiera”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 3.
- PUHLER, Roland (1996). *Das Verbot der Anteilsfinanzierung in Belgien, Frankreich, Italien und den Niederlanden*. Carl Heymanns Koln.
- ROBERTS, Catherine & HORAN, Stephen (2005). *Financial Assistance for the Acquisition of Shares*, Oxford, Oxford University Press.
- ROCHA, Maria Vitória Rodrigues Vaz Ferreira da (1994). *Aquisição de ações próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina.
- RUIZ, Fernando Vives & Hernández, Álvaro López-Jorrín (2016). “Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre modificaciones estructurales)”, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, (coord.) Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir.), Wolters Kluwer, Madrid.
- RUSSO, Fábio Castro (2010). “Das Cláusulas de Garantia nos Contratos de Compra e Venda de Participações Sociais de Controlo”, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 4, Almedina.
- RUSSO, Fábio Castro (2012). “Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, Fábio Ulhoa e Maria de Fátima Ribeiro (coord.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra.
- SALATINO, Gregorio (2016). “Representations and Warranties in Sale and Purchase Agreements: The Italian Perspective”, *Global Trade and Customs Journal*, Vol. 11, Issue 10.
- SANCHES, José Luís Saldanha (2008). “Fusão Inversa e Neutralidade (Da Administração) Fiscal”, *Fiscalidade* n.º 34, *Revista de Direito e Gestão Fiscal*, Lisboa.
- SCHROEDER, Ulrich (1995). *Zur Finanzielle Unterstutzung des Aktienerwerbs*, Carl Heymanns Koln.
- SILVA, Mariana Duarte (2010). “Assistência Financeira - No Âmbito das Sociedades Comerciais”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II, Vol.1/2.
- SOUSA, Susana Aires de (2014). “Artigo 510.º”, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coord. Coutinho de Abreu, Vol. VII, Coimbra, Almedina.
- TELES, António/ CARMONA, João (2011). “Garantia na alienação de empresas”, *Aquisição de Empresas*, Coimbra, Coimbra Editora.
- TELLES, Inocêncio Galvão (2010). *Manual dos contratos em geral*, 4.ª ed., Coimbra
- TORRES, Isabel Pinheiro (2015). “Da aplicação da proibição de assistência financeira às sociedades por quotas”, *Coleção de Estudos, Instituto do Conhecimento AB*, n.º 3.

- TOV, Omri Even, RYANS, James & SOLOMON, Davidoff (2022). “Representations and Warranties Insurance in Merger and Acquisitions”, *Review of Accounting Studies*,
- TRABULO, Rita (2011). “As Ações Próprias – O Regime da Aquisição de Ações Próprias e a Prestação de Assistência Financeira para a Aquisição de Ações Próprias”, AA.VV. *Temas de Direito das Sociedades*, 355-493, Lisboa, Coimbra Editora /Wolters Kluwer.
- VASCONCELOS, Miguel Pestana de (2019). *Direito das Garantias*, 3.^a ed., Coimbra, Almedina.
- VENTURA, João (2016). “A Diretiva 2006/68/CE e o regime da assistência financeira: uma omissão ponderada ou uma oportunidade desperdiçada?”, *Revista de Direito das Sociedades*, VIII, I.
- VENTURA, Raúl (1992). *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra, Almedina.
- VENTURA, Raúl (1990). *Fusão, cisão, transformação de sociedades: comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 1.^a ed., Coimbra, Almedina.
- VICARI, Andrea (2006). *L’Assistenza Finanziaria per l’Acquisto del Controllo delle Società di Capitali*, Milano, Giuffrè.
- VITORINO, Joana Leal Macedo (2021). “A proibição da assistência financeira e o artigo 6.º do Código das Sociedades Comerciais: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?”, *Revista de Direito das Sociedades*, XIII, 1.
- WAN, Wai Yee (2007). “Financial Assistance: The Case for Re-examining Section 76 of the Companies Act”, *Singapore Academy of Law Journal*, Vol. 19, n.º 1.
- WINDBLICHER, Christine (2009). *Gesellschaftsrecht*, 24. Auflage. C. H. Beck, München.

SÍNTESE DE JURISPRUDÊNCIA

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA

STJ de 17.09.2009 (R. Alberto Sobrinho), proferido no âmbito do Proc. n.º 267/09.9YFLSB.S1/ITIJ

STJ de 28.05.2013 (R. Fernando do Vale), proferido no âmbito do Proc. n.º 300/04.0TVPRT-A.P1.S1/ITIJ

STJ de 09.03.2022 (R. Pedro de Lima Gonçalves), proferido no âmbito do Proc. n.º 1600/17.5T8PTM.E1.S1

STJ de 27.09.2022 (R. Jorge Arcanjo), proferido no âmbito do Proc. n.º 2309/16.2T8PTM.E1.S

TRIBUNAL DA RELAÇÃO DE COIMBRA

TRC de 03.03.2009 (R. Sílvia Pires), proferido no âmbito do Proc. n.º 228/04.4TBILHV.C1

TRIBUNAL DA RELAÇÃO DE LISBOA

TRL de 14.09.2017 (R. Luís Correia de Mendonça), proferido no âmbito do Proc. n.º 16347-15.9T8SNTF.L1-8/ITIJ

TRL de 11.10.2018 (R. Cristina Neves), proferido no âmbito do Proc. n.º 11197/14.2T2SNT-AK.L1-6

CENTRO DE ARBITRAGEM ADMINISTRATIVA

CAAD de 26.01.2016 (R. João Menezes Leitão), proferido no âmbito do Proc. n.º 93/2015-T

CAAD de 11.09.2017 (R. José Pedro Carvalho), proferido no âmbito do Proc. n.º 110/2017-T/CAAD

JURISPRUDÊNCIA ITALIANA

- *Tribunale di Genova* de 13.10.1986, in *Giurisprudenza commerciale*, 1989, II.

- *Tribunale di Milano* de 14.05.1992, in *Il Foro italiano*, 1992, 115.

- *Tribunale di Milano* de 13.05.1999, in *Giurisprudenza*, 2000, 1.

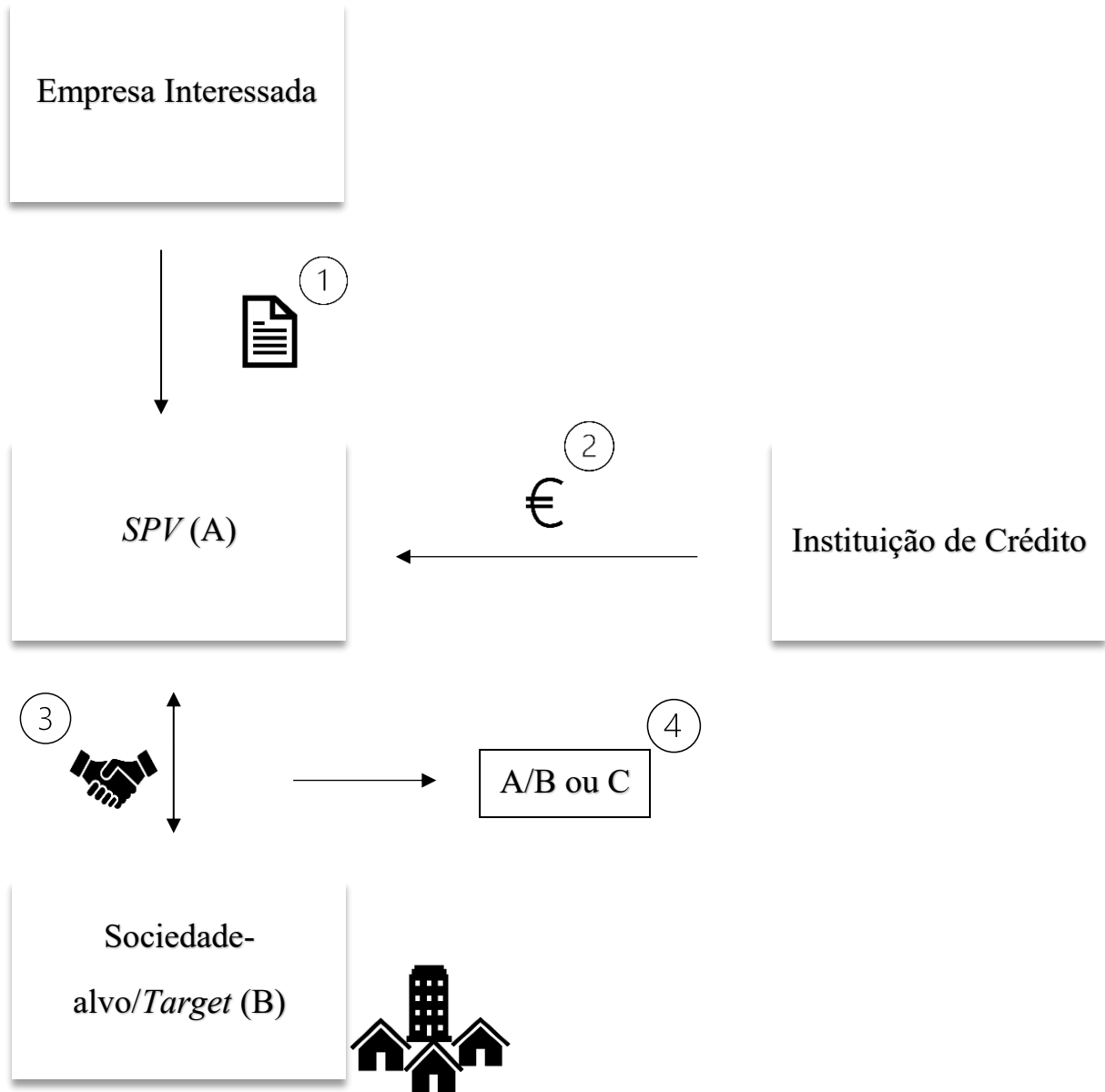
JURISPRUDÊNCIA INGLESA

- *Re VGM Holdings Ltd.*, de 16.01.1942

- *Robert Chaston v. SWP Group Plc* Case No: 01/TLQ/0570 High Court of Justice Queens Bench Division 26th April 2002 NCN: [2002]EWHC521(QB) 2003, WL 21353343
- *Dyment v. Boid & others, Court of Appeal – Civil division* [2005] 1WLR792, [2004] EWCA CIV 1586

APÊNDICE I

(Esquematização de um *Merger Leveraged Buy-Out*¹³⁹)



¹³⁹ Ressalva-se que, a par das demais transferências de fundos/prestação de garantias que possam ocorrer no âmbito de operações de assistência financeira, também as fusões realizadas no âmbito de um LBO despoletam impactos fiscais. A par do regime geral de tributação, o artigo 73.º e ss. do CIRC prevê, em resultado da transposição da Diretiva 2009/133/CE do Conselho Europeu, um regime especial que assenta no diferimento da tributação para um momento posterior em que os elementos patrimoniais sejam alienados ou a sociedade entre em liquidação.