

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Escola de Lisboa



Leveraged BuyOut: Do Takeover à Reestruturação Empresarial

Madalena Escudero de Moraes Sarmiento

Dissertação elaborada no âmbito
do Mestrado de Direito Empresarial

Sob orientação da Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Março de 2025

Agradecimentos

Foram meses de trabalho, pesquisa, superação e dedicação. Meses em que, por vezes, senti alguma dúvida. Dúvida na abordagem a tomar. Dúvida no seguimento. Dúvida nos próprios *deadlines* a cumprir. Mas dentro do meu barco, nunca ninguém me deixou atracar, e sempre me deram o rumo que eu precisava, da forma que precisava.

Aos meus pais e à minha irmã, que, desde o primeiro dia, comemoravam esta dissertação comigo como se já a tivesse terminado, e me mostraram que, como em qualquer etapa da minha vida, estavam de mãos dadas comigo.

Às minhas amigas, que há tantos anos me acompanham e que sempre acreditaram, genuinamente, que sou capaz de tudo a que me proponho, e que, perante a dúvida, me mostravam que acreditarem em mim era o meu melhor motor.

Aos meus professores, que ao longo do meu percurso académico foram fundamentais na construção do meu conhecimento e pensamento crítico. Um agradecimento especial à minha orientadora, Prof. Dr. Ana Perestrelo de Oliveira, pela orientação segura.

E a todos a quem guardo sempre muito carinho, porque abraçaram este desafio como se deles fosse, cada vez que eu precisava de uma palavra de encorajamento ou alguma correção.

Resumo

A presente dissertação analisa as operações de *Leveraged Buyout* (LBO) enquanto mecanismo de aquisição e reestruturação empresarial. Esta estratégia, frequentemente utilizada por *Private Equity Firms*, não se limita à aquisição, mas impulsiona mudanças estruturais nas sociedades adquiridas, visando aumentar a sua eficiência e maximizar o valor para os investidores.

O presente estudo examina os impactos da reestruturação empresarial pós-LBO, incluindo a alteração da estrutura acionista, mudanças na *corporate governance*, otimização da estrutura de capital e implementação de medidas para mitigar riscos como o risco de *financial distress*. Além disso, destacam-se medidas capazes de potenciar a geração de valor, aproveitando benefícios inerentes à operação, os quais abordaremos.

Dessa forma, este estudo propõe uma visão integral do LBO, analisando-o não apenas como um meio de aquisição, mas sobretudo como um processo de transformação empresarial, com impacto na competitividade e sustentabilidade das sociedades adquiridas.

Palavras-chave: Direito societário; *Leveraged Buyout*; *takeover*; reestruturação empresarial; *corporate governance*.

Lista de abreviaturas

Ac.	Acórdão
CAAD	Centro de Arbitragem Administrativa
CEO	<i>Chief Executive Office</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
CSC	Código das Sociedades Comerciais
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
PEF	<i>Private Equity Firms</i>
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>

Índice

Introdução	5
I- Legitimidade dos LBOS em Portugal- a proibição de assistência financeira 8	
a. Evolução histórico-legislativa	8
b. <i>Ratio</i> da proibição de assistência financeira.....	11
c. O LBO e o regime do artigo 322.º do CSC	12
II- Do takeover por Leveraged BuyOut.....	17
a. Operacionalização e vantagens para a sociedade adquirida	17
b. Patrocinadores de LBO- A aquisição temporária de uma sociedade e o momento de saída da empresa <i>target</i>	21
III- Da reestruturação empresarial após o LBO	24
a. Enquadramento conceptual.....	25
b. As alterações na <i>Corporate Governance</i> (CG).....	26
1. Conceito de <i>Corporate Governance</i>	26
2. O impacto da <i>Corporate Governance</i> na criação de valor pós LBO.....	27
3. A mitigação do risco de <i>financial distress</i>	30
c. Planeamento e políticas fiscais	33
Conclusão	36
Bibliografia:	39

Introdução

Nas páginas que se seguem iremo-nos debruçar sobre um tema de crescente relevância: as operações de *Leveraged Buyout* enquanto forma de *takeover* de sociedades, e as reestruturações que as mesmas proporcionam para as sociedades adquiridas.

Como trataremos no presente estudo, o *Leveraged Buyout* (LBO) “é uma técnica jurídica de aquisição de empresas societária, através da qual o adquirente se financia junto de um terceiro, assegurando o reembolso do crédito pela afetação do *cash flow* gerado pela empresa adquirida e/ou dando como garantia as ações adquiridas e ativos daquela empresa” (Nunes, 2015).

Para analisarmos de forma aprofundada, iremos focar, quase exclusivamente, nas aquisições alavancadas mediante ou seguidas de fusão, isto é, nos *merger* LBO. Por um lado, porque são as mais realizadas no âmbito destas aquisições, e por outro, porque são as que mais facilmente logram em Portugal, face aos regimes jurídicos vigentes.

De igual modo, enquanto intervenientes no LBO, vamos tomar como principais adquirentes as *Private Equity Firms*, uma vez que são agentes de mercado que exploram muito este tipo de operações, dada a alavancagem que só os mesmos conseguem realizar, e a perícia que possuem e envolvem em tais aquisições.

Propomo-nos a uma visão completa e holística das implicações das operações de LBO para as empresas adquiridas, através de uma análise que considerará essencialmente três perspetivas: duas perspetivas externas- os adquirentes enquanto financiadores externos e os adquirentes enquanto proprietários temporários- e uma perspetiva interna- as alterações na estrutura da empresa adquirida.

Assim sendo, seria imprudente da nossa parte não iniciar o presente estudo pela legitimidade e admissibilidade das operações de LBO em Portugal, dedicando, para esse efeito, um primeiro capítulo.

No Capítulo I abordaremos, não só, a regra da proibição de assistência em Portugal, como todo o seu contexto histórico-jurídico e a evolução legislativa nesse sentido. Iremos explicar, inclusive, argumentos de direito comparado para sustentar uma verdadeira admissibilidade de tais operações à luz do Código das Sociedades Comerciais Português. E, apresentando a principal doutrina que sustenta a legitimidade do LBO,

iremos contrapor a *ratio* da norma proibitiva da regra da assistência financeira, demonstrando que estas operações não violam o elemento finalístico da norma.

Assim, feito o prévio enquadramento necessário e uma vez ultrapassadas querelas acerca da admissibilidade das operações de LBO em Portugal, partiremos de um ponto de efetiva realização das mesmas, para que possamos desenvolver questões mais práticas relacionadas com o efeito que o LBO possa ter nas sociedades visadas, já no Capítulo II da presente dissertação.

Este capítulo irá oferecer uma visão do LBO enquanto forma de *takeover* e todas as vantagens e benefícios associados para as empresas adquiridas, mas também para os próprios adquirentes, por um lado, enquanto proprietários temporários, por outro, enquanto sujeitos remunerados pela aquisição de tais empresas e os lucros por ela gerados.

Desta forma, abordando temas de índole prática relativas à operacionalização dos LBOs, propomo-nos a uma melhor compreensão das motivações subjacentes à escolha por este tipo de aquisição, e faremos uma pequena referência à empresa *target* ideal na ótica dos adquirentes.

Em jeito de conclusão do Capítulo II, teremos oportunidade de explanar e desenvolver as inúmeras vantagens que consideramos que o *takeover* através da operação de LBO traz consigo, como por exemplo, a possibilidade de maximizar o valor da empresa adquirida pela própria estrutura da operação e a existência de uma maior concentração da gestão da sociedade com a presença de um patrocinador do LBO com um grande poder de supervisão.

Finalmente, num último capítulo, julgamo-nos em condições de analisar os impactos do LBO de uma ótica interna, focando-nos nas mudanças dentro da empresa adquirida, *ie.*, na estrutura interna. Exploraremos as reestruturações que ocorrem após a operação de LBO, resultantes sobretudo da injeção de dívida.

De facto a reestruturação empresarial é um processo de mudança na estrutura, organização ou funcionamento de uma empresa com o objetivo de melhorar a sua eficiência, competitividade, e que pode envolver alterações na gestão, na estratégia, estrutura de capital ou até na composição dos recursos humanos. Com a aquisição

alavancada de uma sociedade assistem-se a várias reestruturações dentro da empresa, algumas enquanto medida de criação de valor, outras inerentes à própria aquisição.

No Capítulo III abordaremos tais transformações, em primeiro lugar, ao nível da *corporate governance*, que sofre mudanças significativas, dada a alteração da estrutura acionista e uma vez que a empresa passa a estar sob o controlo do investidor que a adquiriu. Mas abordaremos principalmente a forma como estas alterações são verdadeiras medidas de criação de valor e de mitigação de riscos. Nesse sentido, avaliando o risco de *financial distress*, pretendemos demonstrar que, muitas das vezes, é a implementação de melhorias na *corporate governance* que surge precisamente de modo a evitar o risco de *financial distress* e o colapso financeiro.

Como trataremos, uma das grandes vantagens que as aquisições alavancadas trazem é a possibilidade de diminuir o Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) da sociedade adquirida através da transferência de encargos financeiros e prejuízos fiscais acumulados e vincendos na sociedade adquirente, libertando mais caixa para a empresa pagar a dívida do LBO.

Por essa razão, como último ponto de análise do Capítulo III, e ainda enquanto medida implementada em muitas das empresas adquiridas por via de LBO, estudamos a questão dos benefícios fiscais e planeamento fiscal das empresas, enquanto verdadeira forma de criação de valor.

Assim, com a reestruturação empresarial, a sociedade adquirida deverá adotar um planeamento fiscal mais otimizado aproveitando diferimentos e benefícios fiscais associados à operação.

Desta forma, estaremos aptos para concluir a presente dissertação, abordando os pontos relevantes a que nos propomos com este estudo.

I- Legitimidade dos LBOS em Portugal- a proibição de assistência financeira

O *Leveraged Buyout* (LBO)¹ ou “Aquisição Alavancada” é uma operação que se dirige à aquisição de uma participação de controlo (“*Takeover*”) de uma sociedade alvo (“*Target*”), de forma alavancada, isto é, recorrendo a um montante elevado de dívida. Nesta operação, a constituição de uma sociedade veículo permite a obtenção de financiamento para posterior aquisição da participação social na *Target*, podendo, e sendo geralmente feita, através de uma fusão ad hoc. Desta forma “os activos e o cash flow da sociedade adquirida passam a suportar e a garantir o pagamento da dívida e respectivos encargos financeiros contraídos para a sua aquisição, acabando, assim, o custo financeiro da aquisição da participação na sociedade adquirida por recair sobre o património desta própria sociedade adquirida”².

Importa mencionar, ainda que seja de forma introdutória, a que se refere o *Leveraged Buyout*, para bem contextualizar o tema a ser tratado na presente dissertação.

No entanto, e no âmbito da aquisição de empresas, é de maior importância destacar num capítulo próprio a assistência financeira no direito português mormente a regra da proibição da assistência financeira, para que possamos posteriormente abordar a legitimidade da operação de LBO em Portugal.

A assistência financeira traduz-se no “apoio financeiro concedido pela sociedade a um terceiro, de modo a permitir-lhe ou facilitar-lhe a compra ou subscrição das acções representativas do seu capital”³.

a. Evolução histórico-legislativa

A regra de proibição de assistência financeira vem explanada no Código das Sociedades Comerciais (CSC) no seu Artigo n.º 322, no entanto, esta expressão a que nos referimos é utilizada de forma corrente e comumente, pese embora não seja a utilizada pelo legislador no CSC.

¹ Pese embora seja abordado em capítulo posterior a sua definição de forma mais completa (*infra* Cap. II).

² Segundo consta de definição presente no Ac. CAAD de 26.01.2016 (R. João Menezes Leitão), proferido no âmbito do Proc. n.º 93/2015-T. Disponível em: <https://caad.org.pt/tributario/decisoes/view.php?l=MjAxNjAzMTAxNDI4NTcwLlA5M18yMDElVCAiI-DlwMTYtMDEtMjUgLSBKVVJU1BSVURFTkNJQSA1ERlY2lzYW8gYXJiaXRyYWwucGRm>

³ Duarte Silva, Mariana. (2010). *Assistência financeira- No âmbito das sociedades comerciais*. In Revista de Direito Das Sociedades, II. pg. 146

A redação deste artigo procedeu à adoção da intitulada Segunda Diretiva⁴ em matéria das sociedades (Diretiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de dezembro de 1976⁵), transpondo o artigo 23.º da mesma Diretiva. O qual figurava da seguinte forma:

“Artigo 23º

1. Uma sociedade não pode adiantar fundos, conceder empréstimos, ou prestar garantias para que um terceiro adquira as suas ações.
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 coligada com ela. Todavia, destas transações e operações não pode resultar que o ativo líquido da sociedade se torne inferior ao montante referido no n.º1, alínea a), do artigo 15º.
3. O disposto no n.º 1 não se aplica às operações efectuadas para a aquisição das ações mencionadas no n.º1, alínea h) do artigo 20.º”

Quase fielmente o transcrevendo, o artigo 322.º do CSC, atualmente em vigor estabelece 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 efectuadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da

⁴ Ora em diante denominada como “2.ª Diretiva”

⁵ Com o objetivo de harmonizar as garantias exigidas pelos Estados-Membros para proteger os interesses dos sócios e de terceiros, no âmbito da constituição de sociedades anónimas e da conservação ou alteração do seu capital social, foi necessário estabelecer disposições que assegurassem um nível equivalente de proteção em toda a Comunidade.

sociedade ou de uma sociedade com ela coligada; todavia, de tais transacções e operações não pode resultar que o activo 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 actos unilaterais da sociedade que violem o disposto no n.º 1 ou na parte final do n.º 2 são nulos.”

Pese embora o Direito Comunitário tenha evoluído num sentido, que julgou ser, mais permissivo em 2006, com a publicação da Diretiva 2006/68/CE, de 6 de setembro, do Parlamento Europeu e do Conselho, o seu teor seria facultativo de transposição para os Estados Membros, e como nos diz (Albuquerque, 2019) “(...) o regime da Diretriz sob a aparência ou pretexto de flexibilização veio, em certos aspetos, impor exigências mais gravosas face às soluções já obtidas em sede interpretativa pela Doutrina de vários países (...)”⁶.

Assim, com esta publicação, não só a redação do Artigo 23.º terá sido alterada, como ainda surgiu um novo Artigo 23.º-A, passando o regime a prever a permissão de operações de assistência financeira, quando respeitem os requisitos cumulativos constantes no artigo.

Nomeadamente, desde que a operação se realize sob a responsabilidade da administração, e em condições justas de mercado (em especial no que toca aos juros e às garantias oferecidas). Ainda, a fiabilidade creditícia do terceiro deve ser devidamente analisada pela administração. Previamente, as operações serão submetidas à assembleia geral para aprovação, cumprindo uma maioria não inferior a dois terços dos votos presentes ou representados.

Ainda, a realização de um relatório escrito pelo órgão de administração, o qual apresenta à Assembleia, onde indica: as razões da operação; o interesse da sociedade na realização dessa operação; as condições da sua efetuação; os riscos para a liquidez e solvabilidade e o preço a que o terceiro adquirirá as ações.

Finalmente, a operação de assistência financeira nunca pode levar à redução dos ativos líquidos para um nível inferior ao montante do capital social acrescido do valor das

⁶ Albuquerque, Pedro de (2019). *Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*. Almedina. Pg.29

reservas indisponíveis (reservas legais e estatutárias). E a sociedade deve incluir no seu balanço uma reserva no montante da assistência financeira concedida, e cuja distribuição é vedada.

Atualmente não foi ainda adotada qualquer medida legislativa no sentido da transposição para o ordenamento jurídico português das alterações efetuadas pela Diretiva 2006/68/CE ao artigo 23.º da 2.ª Diretiva. Assim sendo, o artigo 322.º do CSC mantém-se como transcrito *supra* e bastante fiel à primeira versão do artigo 23.º da 2.ª Diretiva.

No seguinte ponto da presente dissertação será de maior relevância abordar a *ratio* que precedeu a regra da proibição de assistência financeira, cuja evolução histórica temos vindo a analisar, ainda, em jeito de enquadramento inicial da legitimidade das operações de LBO em Portugal à luz da regra do artigo 322.º do CSC.

b. *Ratio* da proibição de assistência financeira

Os fundamentos e razões subjacentes à proibição de assistência financeira serão apenas brevemente abordados, para que possamos contrapor tais argumentos aos apresentados pela doutrina em defesa da admissibilidade das operações de LBO em Portugal, limitando o âmbito da nossa dissertação.

Assim, a primeira ordem de razão mais apontada pela doutrina⁷ é a proteção dos credores, do capital social e do património da sociedade. Há uma lógica de prolongamento do regime das ações próprias⁸ (Albuquerque, 2019), mas também, um entendimento de que a norma surge como forma de prevenção da utilização do património a favor de sócios quando poderia antes ser utilizado e necessário para satisfação dos credores (Nunes, 2015).

De seguida, é bastante identificada a necessidade de tutela da organização e estrutura societária, por forma a evitar os conflitos de interesses (Albuquerque, 2019) e abusos da administração, que podem ocorrer quando esta consegue o controlo da sociedade através da entrada de pessoas da sua confiança (Nunes, 2015).

⁷ Nunes, P. (2015). *A Proibição de Assistência Financeira. Em Especial o Leveraged Buyout (LBO)*. Revista Eletrónica de Direito. pg. 9.; Albuquerque, Pedro de (2019).ob. cit. Pg. 331; Domingues, Paulo De Tarso (2013). *Proibição de Assistência Financeira no Contexto dos Mecanismos de Proteção de Credores AB instantia*. Revista do Instituto do Conhecimento AB, Ano I, nº 2 pg. 53-74

⁸ Constituem ações próprias aquelas em que existe uma coincidência entre a entidade emitente e a entidade titular do valor mobiliários.

Há um entendimento subjacente de que as operações de assistência financeira podem permitir à administração alterar a estrutura e o equilíbrio de poderes na sociedade, pretendendo-se evitar a aquisição de uma posição reforçada nas deliberações da assembleia geral (Duarte Silva, 2010).

Nestes casos sim, havendo uma utilização do património social à custa dos demais acionistas.

Numa perspetiva externa, a necessidade de tutela da organização de capital da sociedade vem do entendimento de que as operações de assistência financeira podem servir como instrumento de manipulação do mercado das cotações. Uma vez que, assistir financeiramente terceiros na compra de ações próprias provoca uma ilusão de procura, e até uma procura e um dinamismo de mercado artificiais, devendo-se por isso tutelar a livre escolha e concorrência dos investidores.

De modo idêntico, como terceira ordem de razão, alguns autores apontam para a necessidade de proteção da igualdade dos acionistas, isto é, não colocando em causa o princípio da igualdade de tratamento dos sócios. Estaríamos perante uma violação desse princípio sempre que na operação de assistência financeira se concedesse uma vantagem a um acionista ou potencial acionista em detrimento dos demais.

Isto é, o património da sociedade deverá ser aplicado na prossecução do objeto social ou distribuído aos acionistas. Ao introduzir na sociedade acionistas que não suportaram o custo da respetiva entrada, ou alterando a composição da estrutura acionista, caso o adquirente assistido já fosse acionista da sociedade, estaríamos sim perante uma violação desse género.⁹

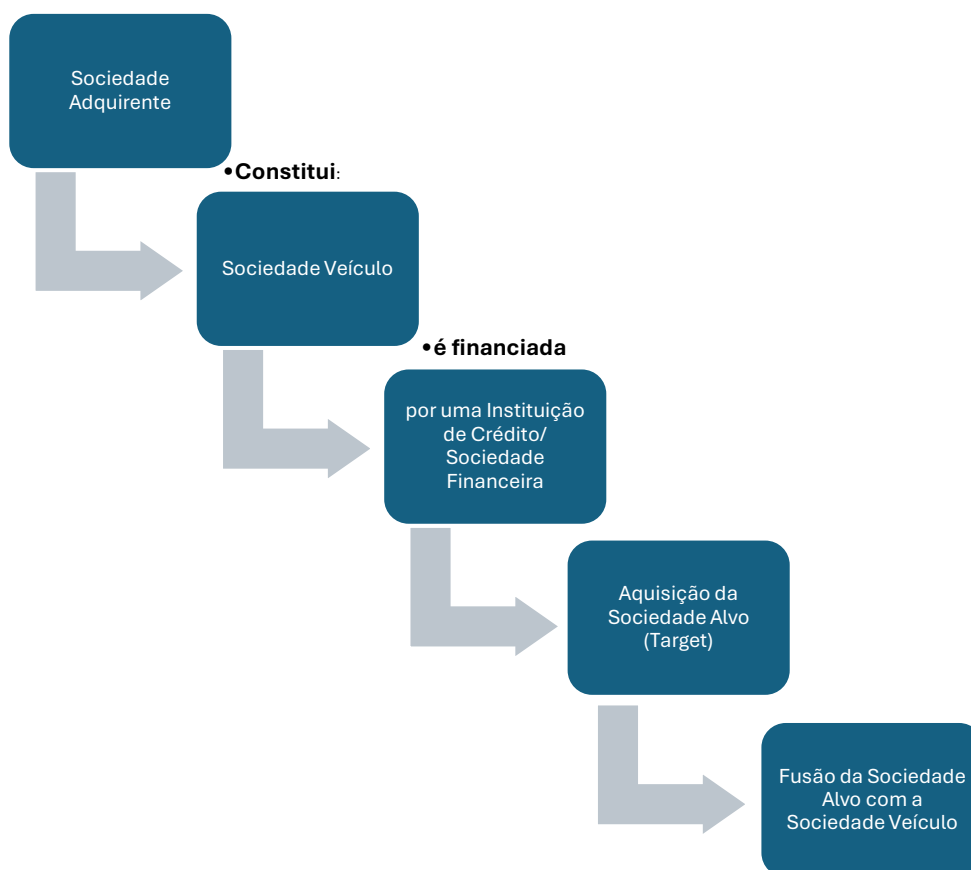
c. O LBO e o regime do artigo 322.º do CSC

É necessário ter como pano de fundo a *ratio* da regra da proibição da assistência financeira, mas também, as várias modalidades de aquisição alavancada para que se possa bem debater a legitimidade das operações de *Leveraged Buyout* em Portugal, face ao regime em vigor.

Bem sabemos que, usualmente nestas operações, a sociedade adquirente ou tomadora, através da constituição de uma sociedade veículo (*Special Purpose Vehicle* ou SPV ou NewCO) recorre ao financiamento da aquisição junto de um terceiro, diga-se uma

⁹ Veja-se, por exemplo, entre os demais enunciados, Duarte Silva, M. (2010). Ob. cit. Pgs. 183 a 185.

instituição de crédito, de forma a adquirir a sociedade alvo (*Target*, OldCO). Posteriormente dá-se a fusão da sociedade veículo com a *Target*, transmitindo-se universalmente o património, incluindo os créditos e débitos. Trata-se de uma modalidade bastante comum de LBO: o *merger* LBO¹⁰. Esquemáticamente, o que temos é o que se encontra no Esquema 1, abaixo representado.



Esquema 1: Elaboração própria

Assim sendo, debruçando-nos especialmente sobre esta modalidade e feito o enquadramento necessário, cabe agora abordar os argumentos e posições que admitem as operações de *Leveraged Buyout* em Portugal, perante o artigo 322.º do CSC.

Na presente dissertação não iremos explorar as posições minoritárias contra a legitimidade do LBO em Portugal, uma vez que o foco do trabalho que apresentamos é a reestruturação empresarial após a ocorrência de um LBO. Assim, assumindo uma posição de admissibilidade e de efetiva realização de tais operações no nosso ordenamento

¹⁰ Por ordem de simplificação da linguagem, doravante usaremos a designação LBO ainda que nos estejamos a referir aos *merger* LBO.

jurídico, no escopo da dissertação. Não obstante ser de maior relevância as posições minoritárias e contrárias¹¹ que defendem que as operações de LBO se encontram abrangidas pelo artigo 322.º do CSC, e que por isso, são em Portugal proibidas.

Já em sentido favorável à admissibilidade deste tipo de operações podemos considerar os argumentos dos seguintes autores: (Horta Osório, 2001)¹², (Duarte Silva, 2010)¹³, (Nunes, 2015)¹⁴, (Perestrelo de Oliveira, 2024)¹⁵, (Albuquerque, 2019)¹⁶.

Para que possamos uniformizar estas posições, é necessário entender que estes autores têm o mesmo ponto de partida: o pressuposto que o LBO é efetuado com recurso à fusão da sociedade veículo (NewCo) com a sociedade alvo (Target), como anteriormente esquematizamos. Tratando-se, portanto, de um *merger* LBO.

O primeiro argumento que cabe identificar apoia-se numa necessidade de interpretação restritiva da norma do artigo 322.º, CSC, uma vez que a proibição absoluta não seria justificável e seria infundada¹⁷. Ainda, como adianta (Horta Osório, 2001)¹⁸ é o próprio elemento teleológico da interpretação conjugado com o elemento literal que clamam essa restrição da proibição legal.

Assim, e partindo de uma interpretação restritiva da norma, argumenta esta corrente doutrinária, que é necessário atender ao elemento finalístico do artigo 322.º, número 1, CSC e estudar qual o resultado ou efeito que se pretende proibir. E até, qual a *fatiespecie* que se pretende acautelar no mesmo artigo.

Daí, (Albuquerque, 2019) indica que é necessário atender à separação que é feita entre o número 1 e o número 2 do artigo 322.º, e por isso, à separação que a norma faz entre os casos automaticamente lícitos e os casos em que é necessário atender ao elemento finalístico da norma para averiguar a licitude das operações.

¹¹ Nesse sentido, veja-se Pinto Leite, Inês (2011). *Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-outs*. In Direito das Sociedades em revista.; e Domingues, Paulo De Tarso (2013). Ob. cit. Pag.53-74

¹² Horta Osório, (2001). *Da Tomada de Controlo de Sociedades (takeover) por Leveraged Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português*. Almedina.Pgs. 189 a 209

¹³ Duarte Silva, Mariana. (2010). Ob.cit. Pgs. 190 a 230

¹⁴ Nunes, P. (2015). Ob. cit. Pgs. 35 a 40

¹⁵ Perestrelo de Oliveira, Ana. (2024). *Manual de Corporate Finance*. 3.ª Edição. Almedina. § 7.º, 3

¹⁶ Albuquerque, Pedro (2019). Ob. cit. Pgs. 181 a 200

¹⁷ Albuquerque, Pedro (2019). Ob. cit. Pg. 187

¹⁸ Horta Osório, 2001. Ob. cit. Pg. 196

A norma proibitiva do n.º 1 do artigo 322.º aplica-se aos atos ou negócios de assistência financeira nos quais a sociedade concede empréstimos, ou por qualquer outra forma disponibiliza fundos ou presta garantias a terceiros. Contudo, tais atos ou negócios apenas são vedados quando realizados pela sociedade com o propósito de permitir que um terceiro subscreva ou, de outra maneira, adquira ações que representem o seu capital. Isto é, tem de haver uma relação causal entre o negócio de assistência financeira e aquisição de ações da sociedade assistente¹⁹. Atribui-se dessa forma uma natureza intencional ou subjetiva ao elemento finalístico.

Atendendo ao elemento finalístico, não é o resultado material da operação que importa mas sim o fim que a motiva. E se esse fim viola as disposições normativas. Concluindo o autor pela não violação do elemento finalístico presente no artigo 322.º/1 ao abarcar o LBO.

Já (Horta Osório, 2001) tendo o mesmo ponto de partida, mas envergando por diferentes vias de argumentação, chega à mesma conclusão. Este autor sustenta que nestas operações não há um verdadeiro pedido de assistência pela sociedade adquirente para a aquisição de ações próprias da sociedade adquirida, que é uma das finalidades subjacentes ao artigo 322.º/1. E que nem é esse o efeito ou resultado que se retira do LBO.

Mais acrescenta que, ainda que se atingisse a aquisição de ações próprias pelo LBO- resultado que a norma visa evitar-, uma vez que tem de haver um reembolso dos fundos obtidos, não há uma relação causal entre a assistência financeira prestada no LBO e a aquisição de ações próprias da sociedade.

Assim é a fusão que acontece no final que corresponde ao objetivo principal, ao fim último, sendo que a assistência financeira representa apenas um meio secundário ou acessório. Com efeito, o propósito central de um processo de LBO, como será discutido, é adquirir a sociedade-alvo com o objetivo de intervir na sua gestão, reestruturá-la e torná-la mais eficiente.

Ou seja, salvo em situações excecionais em que a fusão sirva apenas os interesses da sociedade adquirente, o adquirente não visa, de forma decisiva, obter assistência financeira para adquirir ações próprias da sociedade-alvo. O objetivo principal passa por adquirir uma empresa e através da implementação de diversas medidas, revitalizá-la,

¹⁹ Ventura, Raúl (1992). *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*. Coimbra. Pg. 377

beneficiando assim de uma renovada capacidade produtiva. Desta forma, a assistência financeira surge apenas como um meio acessório para alcançar esse fim.

Por outro lado, existindo um *merger* LBO, o que existe verdadeiramente é uma aplicação do regime jurídico da fusão²⁰, garantido uma verdadeira proteção de todas as partes envolvidas.

Assim, convocado a aplicação do regime da fusão, após o registo do projeto de fusão, é conferida a possibilidade de oposição dos credores, segundo consta do artigo 101.º-A a D, CSC, constituindo um verdadeiro direito dos credores em relação à fusão, se dela resultar prejuízo para a realização dos créditos. Não obstante, a própria fusão acarretar a necessidade de fiscalização do projeto, tanto pelos sócios, como pelos órgãos fiscais, segundo consta do artigo 99.º, CSC.

Havendo a fusão entre a sociedade veículo e a sociedade adquirida, não há dano à integridade e conservação do capital da sociedade que assistiu financeiramente uma vez que essa sociedade deixou de existir com a operação de fusão. A base contabilística do anterior capital social desaparece e as ações tal como existiam anteriormente extinguem-se.

E em relação aos acionistas minoritários, estes são sempre protegidos, através de regras relativas à relação de troca justa pelas ações novas resultantes da fusão, ou o direito de exoneração²¹ previsto no artigo 105º do C.S.C e direitos de informação.

Finalmente, (Albuquerque, 2019)²² apresenta um argumento de direito comparado, enunciando o artigo 2501- bis do Codice Civile Italiano²³, que permite

²⁰ Aplicação do regime constante dos artigos 96.º a 117-L.º do CSC

²¹ O direito de exoneração encontra-se no artigo 105.º do CSC e consiste na faculdade de o sócio discordante se desfazer da sua participação social, alienando-a e desquitando-se assim da qualidade de sócio. É um meio de tutela dos sócios minoritários no confronto com o interesse social, com os sócios maioritários e/ou com o sócio discordante.

²² Albuquerque, Pedro (2019). Ob. cit. Pg. 190

²³ Artigo onde se lê: “**Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento:** *Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.*

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

expressamente a possibilidade de *merger* LBO, não obstante ser um ordenamento jurídico que proíbe outras formas de assistência financeira distintas. Argumentando que esta possibilidade, demonstra como a *ratio* da proibição não se pode ter como extensível às situações de aquisição alavancada seguida de fusão.

Tendo em consideração os argumentos enunciados e analisados, sustentamos a admissibilidade das operações de LBO em Portugal, que, embora não estejam formalmente e literalmente admitidas no CSC, devem sim ser permitidas e operacionalizadas em Portugal.

Posto isto, sustentando a nossa orientação no entendimento da doutrina maioritária portuguesa, encontramos-nos em posição de concluir pela admissibilidade das operações de *merger* LBO em Portugal, e prosseguir com a análise deste tipo de operações. Entrando no *core* da presente dissertação, e analisando as reestruturações empresariais que estas operações originam em situações de *takeover*.

II- Do *takeover* por Leveraged BuyOut

a. Operacionalização e vantagens para a sociedade adquirida

Feito o prévio enquadramento necessário e uma vez ultrapassadas querelas acerca da admissibilidade das operações de LBO em Portugal, partimos de um ponto de efetiva realização das mesmas, para que agora possamos desenvolver questões mais práticas relacionadas com o efeito que o LBO possa ter nas sociedades visadas.

Retomando à definição de *Leveraged BuyOut* e introduzindo a noção de *takeover*, há uma aquisição da empresa através da aquisição de participações sociais na sociedade a adquirir, obtendo o seu controlo ou domínio. Este controlo é feito através do controlo do *cash flow*²⁴ da empresa. Normalmente, são aquisições feitas por investidores operacionais ou especuladores, como *Private Equity Firms* (PEF)²⁵.

“A leveraged buyout is the acquisition of an entire company or a division, financed largely with debt. The buyer is typically a private equity fund or in large deals sometimes

Al progetto deve essere allegata una relazione ((del soggetto incaricato della revisione legale dei conti)) della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis”.

²⁴ Também dito fluxos de caixa, e definido comumente como o resultado líquido após impostos mais amortizações, mais rubricas não monetárias.

²⁵ Horta Osório, 2001. Ob. Cit. Pg. 14

*a consortium of funds managed by an LBO sponsor. (...) The sponsor raises debt to finance the majority of the purchase price and makes an equity investment from the fund. The equity is injected into a shell company, which simultaneously borrows the debt and acquires the target. (...) The sponsor relies on the cash flow generated by the target company to service the debt, which is paid as fast as possible.”*²⁶

E ainda, o controlo da sociedade (*takeover*) pode ser atingido por oferta pública, negociação direta ou, e como temos vindo a analisar, fusão.

O que se pretende é que a capacidade de reembolsar os empréstimos obtidos, da empresa adquirida, sirva para cobrir o aumento da dívida da empresa após aquisição, transferindo os anteriores custos de aquisição para momento e gestão posterior²⁷.

Apesar de bastante complexa, é uma operação muito promissora, e que por isso implica uma análise das suas vantagens, motivações e objetivos. Sem prejuízo de, no Capítulo que concerne à reestruturação empresarial pós operação de LBO²⁸, serem devidamente desenvolvidos alguns dos pontos *infra* mencionados.

Perante os casos de *merger* LBO que temos vindo a analisar, havendo a criação de uma sociedade *ad hoc* para concretizar a compra da *Target*, temos verdadeiramente uma nova entidade cujo valor depende dos seus gestores e da capacidade de efetivar a aquisição da *Target* propriamente dita. A SPV, como entidade criada especificamente para o LBO, não tem propriamente um ativo físico ou uma estrutura operacional forte. Ou seja, o seu valor intrínseco depende não só dos seus quadros, isto é, das pessoas envolvidas e a capacidade de gestão das mesmas, mas também da potencialidade de adquirir a *Target*, pois a sua existência tem como mero fundamento essa aquisição.

Assim, o valor da sociedade *ad hoc* não está nos seus próprios ativos, mas sim no sucesso da aquisição e na capacidade dos gestores de gerar valor na empresa-alvo.

Desta forma, este tipo de estrutura permite que os adquirentes maximizem o valor da empresa adquirida, e conseqüentemente do LBO, focando-se na gestão eficiente da

²⁶ Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2013). *Corporate Restructuring Foundations and Trends in Finance*, Forthcoming, Pg. 39

²⁷ Horta Osório, 2001. Ob. Cit. Pg. 19

²⁸ *Infra* Cap. III.

empresa adquirida e na potencial geração de valor pós-aquisição. Sendo essa uma mais-valia muito grande deste tipo de operações.²⁹

De seguida, uma vantagem diferente destas operações é a possibilidade de direcionar o fluxo de caixa livre (*free cash flow*³⁰) da *target* para o pagamento da dívida contraída na sua própria aquisição, em vez de o utilizar para outros fins, como reinvestimentos ou distribuição de dividendos.

Desta forma, a empresa compradora não precisa de ter em caixa um montante equivalente ao valor total da sociedade visada. Em vez disso, consegue adquiri-la com um investimento inicial relativamente baixo, recorrendo à dívida. Sendo que os próprios recursos da sociedade adquirida é que serão utilizados para garantir ou reembolsar o financiamento, viabilizando a compra.

Esse reembolso pode ocorrer através da afetação do fluxo de caixa ao pagamento de juros e amortização da dívida, da venda de ativos da empresa-alvo para gerar liquidez ou da utilização de reservas financeiras existentes.

Além disso, existe a vantagem associada à necessidade de cumprir os pagamentos da dívida poder atuar como um incentivo para aumentar a eficiência operacional da empresa adquirida, mitigando o risco de incumprimento e promovendo uma gestão mais disciplinada.³¹

Pelo que se expõe, a empresa *target* ideal é várias vezes apresentada como tipicamente detentora de “(...) balanços limpos, com pouco ou nenhum passivo, património líquido que pode ser usado para fins colaterais, um passado de constantes resultados, relativo crescimento das vendas (...)”³². Isto é, uma empresa com receitas previsíveis e capacidade de geração de caixa, com fluxos de caixa relativamente estáveis

²⁹ Horta Osório, 2001. Ob. Cit. Pg. 19

³⁰ Jensen define o *Free Cash Flow* da seguinte forma: “*Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital.*” In Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow*, Corporate Finance, and Takeovers. In American Economic Review (Vol. 76, Issue 2). Pg. 2.

³¹ Jensen, 1986. Ob. cit. Pg. 3 e 4: “*Issuing large amounts of debt to buy back stock also sets up the required organizational incentives to motivate managers and to help them overcome normal organizational resistance to retrenchment which the payout of free cash flow often requires. The threat caused by failure to make debt service payments serves as an effective motivating force to make such organizations more efficient. Stock repurchases for debt or cash also has tax advantages. (Interest payments are tax deductible to the corporation, and that part of the repurchase proceeds equal to the seller’s tax basis in the stock is not taxed at all.*”

³² Horta Osório, 2001. Ob cit. Pg. 23

e previsíveis e ativos significativos, que lhes permitam suportar mais dívida. Mas também, uma gestão competente que compreende as exigências impostas pela estrutura financeira do LBO, à medida que o foco se desloca para a geração de caixa e amortização da dívida.³³

Abordamos agora um dos benefícios que se assiste ao nível fiscal. A transferência de encargos financeiros e prejuízos fiscais acumulados e vincendos para a sociedade adquirida podem diminuir o Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) da sociedade adquirida, libertando mais caixa para a empresa pagar a dívida do LBO.

Uma vez que a sociedade adquirida pode deduzir essas perdas e encargos financeiros para reduzir a matéria coletável, pagando menos IRC e aumentando o fluxo de caixa disponível, há um benefício fiscal direto. Sem prejuízo de um maior desenvolvimento em momento posterior, esta é, não só uma vantagem, mas também uma grande efetivação da reestruturação empresarial que ocorre após o LBO.^{34 35}

Partindo para outra perspetiva de análise, uma das principais vantagens das aquisições alavancadas (LBOs) é a implementação de uma estrutura de *Corporate Governance* mais eficiente e disciplinada. Nestas operações, os gestores da sociedade adquirida frequentemente detêm uma participação significativa no capital, o que alinha os seus interesses diretamente com os interesses dos investidores. Além disso, essa estrutura reforça a confiança nos investidores compradores (não gestores) o que pode impulsionar a valorização da empresa e gerar mais-valias para os detentores de participações sociais na *target*.³⁶

De igual modo, é possível assistir a uma maior concentração da gestão da sociedade, com a presença de um patrocinador de LBO³⁷ que supervisiona ativamente a gestão. O que se pretende é garantir que as decisões estratégicas são orientadas para a criação de valor, já que o elevado nível de endividamento inerente ao LBO impõe ainda

³³ Pinto, J. (2021). *The economics of LBOs: evidence from the syndicated loan market*. ERBE- European Review of Business Economics, I(2). Pg. 9

³⁴ Horta Osório, 2001. Ob. cit. Pg. 22

³⁵ Neste sentido, Eckbo & Thorburn, 2013. Ob. cit. Pg. 6: “*Under the classical trade-off theory of debt, firms move to a higher level of debt in order to capitalize on the corporate debt tax shield provided by the (U.S.) tax law. In addition to the potential for corporate tax benefits, the literature emphasizes beneficial managerial incentive and monitoring effects of higher leverage.*”

³⁶ Horta Osório, 2001. Ob. cit. Pg. 21

³⁷ Também dito de *LBO Sponsor*; como seja uma PEF.

uma disciplina financeira rigorosa, forçando a empresa a otimizar a sua operação e a gerar fluxos de caixa suficiente para cumprir as suas obrigações.

Estes fatores combinados criam fortes incentivos para a melhoria da eficiência e rentabilidade da empresa, tornando o LBO uma estratégia atrativa para reestruturar negócios e maximizar o seu potencial económico.³⁸ Assim, a análise das vantagens permite-nos entender as motivações subjacentes à realização de *takeovers* recorrendo ao LBO.

b. Patrocinadores de LBO- A aquisição temporária de uma sociedade e o momento de saída da empresa *target*

Como tivemos oportunidade de analisar, uma das grandes vantagens destas operações é a existência de uma maior concentração da gestão da sociedade com a presença de um patrocinador do LBO muito focado em supervisionar de perto todas as contas, movimentos e fluxos da empresa. É a partir desta vantagem, abordada no ponto anterior, que iniciamos este ponto da nossa dissertação.

De facto, a fatia de maior relevo no capital disponibilizado para a aquisição de sociedades, diz respeito a financiamento externo.

Ao fazer menção ao financiamento externo³⁹, referimo-nos a um tipo de financiamento providenciado por sujeitos estranhos à sociedade adquirente e à sociedade-alvo, geralmente PEF, bancos, ou seguradoras (os tais patrocinadores do LBO) que obtêm como garantia desses financiamentos o património e os *cash flows* da sociedade *target*. Neste tipo de transação, o *Private Equity* tende a adquirir o controlo maioritário da *target*, que é, na maioria dos casos, uma empresa já estabelecida e madura.⁴⁰

³⁸ Eckbo & Thorburn, 2013. Ob. cit. Pg. 60

³⁹ Opõe-se ao financiamento interno, onde “há uma concertação com os acionistas vendedores: estes, em vez de pagos em dinheiro, irão receber títulos ou garantias da própria sociedade alvo.”, segundo: Cordeiro, António Menezes (1994). *Da tomada de sociedades (takeover) : efectivação, valoração e técnicas de defesa*. Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54. Volume III. Pg. 770.

⁴⁰ A figura do *Leveraged Buyout*, neste contexto, distingue-se do Management Buyout (MBO), um tipo de LBO onde os gestores atuais de uma sociedade se transformam nos seus acionistas, adquirindo-a. Assim, os administradores recorrem ao *leverage* para aquisição da sociedade. (Eckbo & Thorburn, 2013), no seu estudo concluíram que, na escolha entre um MBO e uma aquisição apoiada por um patrocinador, as empresas alvo de um MBO têm rácios de mercado/valor contabilístico mais baixos, mais dinheiro disponível e uma maior propriedade de direção. Eles sugerem que os administradores apenas convidam patrocinadores de LBO quando precisam de ajuda para concluir o negócio, senão assumem o MBO. Nos MBOs há uma grande vantagem na medida em que os adquirentes, sendo administradores são quem conhece melhor as valências da *target*. No entanto, essas relações privilegiadas do adquirente com a sociedade podem fazer levantar questões legais relevantes.

No contexto de um LBO enquanto forma de aquisição temporária, a lógica jurídica e financeira da operação assenta no facto destas PEF não terem a intenção de manter a empresa indefinidamente, mas sim de gerar valor e aliená-la no momento certo.

Assim, e nesse sentido, são proprietários apenas por um tempo determinado e a operação em apreço permite-lhes ter uma visão temporária da aquisição.

O seu objetivo primordial é melhorar o funcionamento da *target* e aumentar as suas receitas durante um período de 3 a 5 anos antes de proceder à sua alienação. Os patrocinadores do LBO tentam aproveitar o momento do mercado e sair do investimento quando as condições de mercado são favoráveis.

Assim, para as PEF (ou outro financiador externo em questão) a *target* é percebida como uma estrutura de investimento temporário, geralmente com um horizonte de 3 a 5 anos, cujo principal objetivo não é a aquisição a longo prazo, mas antes a otimização operacional e financeira da empresa, para que esta possa ser vendida a um preço superior ao da compra.

Assim sendo, enquanto os administradores e a direção da empresa *target* tentam melhorar as respetivas operações, o patrocinador do LBO, como as PEF, procura uma transferência de propriedade para um futuro proprietário mais permanente.

Existem várias formas da empresa promotora do LBO se retirar da empresa *target*. No entanto, pode ser feita, essencialmente, através de: (i) uma *Initial Public Offering* (IPO) ⁴¹; (ii) uma venda a um comprador estratégico; e (iii) outro LBO, que permita proporcionar alguma liquidez ao patrocinador e uma maior participação na gestão.⁴²

Na perspetiva dos patrocinadores do LBO, o que se pretende é melhorar o *portfolio* da empresa e aumentar as suas receitas durante um período de tempo diminuto antes de alienar a empresa. Assim, estes tentam aproveitar o momento do mercado e sair

⁴¹ Em Portugal, Oferta Pública Inicial (OPI) também conhecida como Oferta Pública de Subscrição. Está regulada na Secção III do Capítulo II do Código dos Valores Mobiliários (CVM). Acontece quando uma empresa emite ou vende ações para o público pela primeira vez, com o objetivo de dispersar capital e permitir a negociação dessas ações em mercado regulamentado. De acordo com a legislação portuguesa, as OPI são frequentemente implementadas através de ofertas públicas de distribuição de ações, mais frequentemente através de uma oferta de subscrição, em que a sociedade emitente oferece as suas ações para subscrição a investidores indeterminados. Associado a uma oferta de distribuição, o processo de IPO implica frequentemente a admissão à negociação das ações da sociedade num mercado regulamentado.

⁴² Eckbo & Thorburn, 2013. Pg. 40. Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (n.d.). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Pg. 11. Pinto, J. (2021). Ob. Cit. Pg. 9.

do investimento quando as condições de mercado são favoráveis. A saída pode ser efetuada através de uma das três formas enunciadas.

Das três formas, embora uma IPO seja a opção mais viável e que gere normalmente uma avaliação mais elevada, geralmente implica vários anos para que o patrocinador do LBO se desfaça totalmente das suas participações através dos mercados públicos.

Especialmente quando estão envolvidos estes grupos financeiros semelhantes a PEF, empresas de capital de risco ou outros tipos de especialistas em aquisições, é expectável que a transação LBO seja revertida com uma oferta pública. O objetivo é aumentar a rentabilidade da empresa privatizada e, assim, aumentar o seu valor de mercado.

De acordo com o estudo de (Kaplan & Strömberg, n.d.)⁴³, *“the most common route is the sale of the company to a strategic (i.e. non-financial) buyer; this occurs in 38% of all exits. The second most common exit route is a sale to another private equity fund in a so-called “secondary leveraged buyout” (24%); this exit route has increased considerably over time. Initial public offerings, where the company is listed on a public stock exchange (and the private equity firm can subsequently sell its shares in the public market), account for 14% of exits.”*.

No entanto, tendo em conta o que foi *supra* exposto levanta-se um desafio relevante relacionado com o momento da saída das PEF. Como mencionado, a venda da empresa pode ocorrer através de um IPO, da alienação a um comprador estratégico ou de um novo LBO, no entanto, a decisão sobre a melhor via de saída depende fortemente do estado do mercado no momento da transação. E se as condições não forem favoráveis, a PEF pode se ver forçada a adiar a alienação, prolongando a sua exposição ao investimento e, possivelmente, reduzindo até a margem de retorno esperada.

Conquanto, existem vantagens significativas para as PEF, e estas não se limitam aos benefícios que a operação proporciona à empresa, e conseqüentemente, aos seus adquirentes como já tivemos oportunidade de analisar *supra* ⁴⁴. Acrescem ainda as diversas formas de compensação a que as PEF têm acesso na sequência das aquisição.

⁴³ Ob. cit. Pg. 11.

⁴⁴ Capítulo II, ponto a) da presente dissertação.

Ainda do estudo de (Kaplan & Strömberg, n.d.)⁴⁵ concluímos que as empresas de capitais privados são remuneradas por uma de três formas. Em primeiro lugar, através da cobrança de uma taxa de gestão anual (*management fee*), calculada como uma percentagem do capital comprometido pelos investidores. Em segundo lugar, à medida que os investimentos são realizados, recebem uma percentagem sobre o capital efetivamente investido (*Investment fee*). Adicionalmente, são remuneradas através de uma participação nos lucros do fundo, conhecida como “*carried interest*” ou juro de participação. Por fim, algumas empresas de *Private Equity* cobram taxas adicionais, como taxas de transação e taxas de monitorização (*transaction and monitoring fees*), aplicáveis às empresas em que investem.⁴⁶

Em jeito de conclusão do presente Capítulo, consideramos que o *takeover* através da operação de LBO traz consigo inúmeras vantagens que tivemos oportunidade de explicar e desenvolver, como por exemplo, a possibilidade de maximizar o valor da empresa adquirida pela própria estrutura da operação e a existência de uma maior concentração da gestão da sociedade com a presença de um patrocinador do LBO com um grande poder de supervisão.

Esta abordagem permitiu-nos avançar para a perspetiva da aquisição temporária da empresa e concluir pelos meios de saída dos patrocinadores do LBO da empresa *target*, e ainda os respetivos meios de compensação.

Assim, à luz do exposto no presente Capítulo julgamo-nos em condições para prosseguir com a análise de outro tema a que nos propusemos, procedendo agora à abordagem da reestruturação empresarial ocorrida na sociedade adquirida após a operação de LBO e a manutenção por parte dos patrocinadores da operação.

III- Da reestruturação empresarial após o LBO

No capítulo anterior, tivemos oportunidade de focar a análise da aquisição alavancada (vulgo LBO) enquanto forma de *takeover* e a sua operacionalização e efeitos para a sociedade adquirida.

⁴⁵ Ob. cit. Pg. 5.

⁴⁶ Neste sentido, referente a Portugal, importa salientar que a remuneração das sociedades de *Private Equity* segue os mesmos princípios globais, mas a transparência e regulação da CMVM impõem algumas limitações nas taxas que podem ser cobradas.

No entanto, o ponto de abordagem mais relevante e que nos conduz até a este Capítulo III, foi a análise das vantagens estratégicas e societárias e os efeitos da ótica dos condutores da operação, que na grande maioria dos casos são os patrocinadores do LBO, geralmente PEF.

Agora, a perspectiva que tomaremos será diferente. Analisaremos os impactos do LBO de uma ótica interna, focando-nos nas mudanças dentro da empresa adquirida, *ie.*, na estrutura interna. Exploraremos as reestruturações que ocorrem após a operação de LBO, resultantes sobretudo da injeção de dívida.

a. Enquadramento conceptual

A reestruturação empresarial é um processo de mudança na estrutura, organização ou funcionamento de uma empresa com o objetivo de melhorar a sua eficiência, competitividade, e que pode envolver alterações na gestão, na estratégia, estrutura de capital ou até na composição dos recursos humanos.

Nesse sentido, (Gibbs, 1993)⁴⁷ agrupa a reestruturação empresarial em três tipos distintos: reestruturação financeira, de portfólio e reestruturação operacional.

A reestruturação financeira engloba a recapitalização, recompra de ações, e outras alterações na estrutura de capital. A reestruturação de portfólio inclui desinvestimento, aquisições e alterações no *core business* da empresa; já a reestruturação operacional inclui redução de gastos, reorganização e alterações de estratégias de negócio.

Já (Koh et al., 2015)⁴⁸, embora fazendo a distinção entre tipos de reestruturação empresarial de forma diferente, considera que a reestruturação financeira se refere geralmente a alterações nas políticas de dividendos ou na estrutura de capital de uma empresa. É uma reestruturação que procura reduzir as pressões sobre os pagamentos através do recurso a estratégias baseadas em ações e em dívida, ou baseadas no capital próprio e que podem implicar reduções dos dividendos ou a emissão de ações como forma de reter ou gerar fundos; por outro lado, as estratégias baseadas no endividamento incluem o ajustamento dos juros, da maturidade da dívida ou do rácio dívida/capital próprio.

⁴⁷ Gibbs, P. A. (1993). *Determinants of Corporate Restructuring*. In *Management Journal* (Vol. 14). Pg. 51 a 68

⁴⁸ Koh, S., Durand, R. B., Dai, L. & Chang, M. (2015). *Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring*. *Journal of Corporate Finance*, 33 Pg. 19-33.

Já a reestruturação operacional (*operational restructuring*) visa restabelecer a rentabilidade, controlando os custos e reduzindo as despesas gerais, por exemplo, através da venda de recursos fixos excedentários. Ao diminuir os fatores de produção e maximizar a produção, as empresas podem gerar fluxos de caixa e aumentar a eficiência, pelo menos a curto prazo.

Segundo (Koh et al., 2015), existem mais dois tipos de reestruturação empresarial: “*Managerial restructuring*” e “*Assets restructuring*”. Quanto à primeira, falamos de uma reestruturação ao nível da administração, havendo uma substituição dos quadros superiores e/ou do *Chief Executive Office* (CEO). Os administradores podem ser substituídos por novas equipas para avaliar a origem das dificuldades e implementar estratégias de recuperação. Quanto à segunda, acontece quando uma empresa num período de dificuldades financeiras precisa de alterações ao nível do *core business*, assemelhando-se bastante com a reestruturação de portfolio, apresentada *supra*.

No escopo do presente capítulo iremos abordar alguma destas reestruturações, fazendo sempre a devida correlação com a operação de Leveraged Buyout que a antecedeu e motivou.

b. As alterações na *Corporate Governance* (CG)

1. Conceito de *Corporate Governance*

A *Corporate Governance* (CG), ou também chamada Governação Societária, é definida pela OCDE⁴⁹ como o “*sistema através do qual as organizações são dirigidas e controladas*”.

Em Portugal, segundo o Livro Branco de *Corporate Governance*⁵⁰ é “o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência”.

⁴⁹ OECD (2024), Princípios de Governação Corporativa do G20/OCDE 2023, OECD Publishing, Paris. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/58478f0f-pt>.

⁵⁰ IPCG [Instituto Português de *Corporate Governance*]. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*. Disponível em: <https://cgov.pt/>

De igual modo, (Olavo Cunha, 2021)⁵¹ entende como o “conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima (aberta) deve respeitar no exercício da respetiva atividade (...) e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respetivos membros e assegurar que, na mesma, se refletem as diversas tendências acionistas.”.

Assim sendo, temos que a CG é essencialmente a estrutura societária e as regras capazes de suportar a própria sociedade, assegurando a longevidade, gestão eficiente e transparente, e as boas relações dentro da sociedade, mas também fora dela, com os seus *stakeholders*. E compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, seja ao nível da definição do tipo de atividades económicas a desenvolver, seja no que se refere à organização operacional dessas atividades, ou na tomada de decisões de financiamento dos respetivos investimentos, e ainda, no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos. Paralelamente, com as estruturas que tomam decisões em nome da empresa, integram o governo das sociedades.

No contexto de um LBO, após a aquisição da sociedade visada, a CG sofre mudanças significativas, dada a alteração da estrutura acionista e uma vez que a empresa passa a estar sob o controlo do investidor que a adquiriu. Essas mudanças podem impactar a forma como as decisões estratégicas são tomadas e como a empresa lida com o seu elevado nível de endividamento.

2. O impacto da *Corporate Governance* na criação de valor pós LBO

Como mencionado *supra*⁵² uma das principais vantagens das aquisições alavancadas é a posterior implementação de uma estrutura de CG mais eficiente e disciplinada. É essencial que haja um reforço posterior, suficiente para alinhar os interesses entre a governação da sociedade: administradores, acionistas majoritários, minoritários e *stakeholders*; para que se possa maximizar os lucros e abater a dívida num curto prazo.

⁵¹ Olavo Cunha, Paulo. (2021). *Direito das Sociedades Comerciais*. 7.ª Edição. Almedina. Pg. 574

⁵² Capítulo II, ponto a.

Nesse sentido, as alterações na CG têm um grande impacto na criação de valor após a operação de LBO, que cumpre analisar.

Quando se assiste a um LBO, os administradores são geralmente “obrigados” a co-investir no capital da aquisição juntamente com os investidores que promovem a operação. No entanto, geralmente, se um administrador tiver participado numa aquisição anterior, é-lhe pedido que transfira uma parte do seu capital para a empresa-alvo. Se se tratar de um primeiro LBO, pode ser proposto aos gestores que comprem ações com desconto ou que recebam ações e *stock options*⁵³ em função de determinados objetivos de desempenho.⁵⁴

Assim, de facto, a primeira grande alteração na estrutura de governação societária é a gestão e propriedade da sociedade adquirida passar a estar centrada nos patrocinadores dos LBOs, que, ao promover a operação com dívida, concentram em si não só a gestão, passando a ocupar cargos no Conselho de Administração, mas também a monitorização ativa e efetiva dos resultados e movimentos da sociedade. De igual modo, há uma tendência para que a administração seja a detentora da maioria acionista.

As PEF, enquanto patrocinadores do LBO, são remuneradas diretamente em função do sucesso do investimento que fizeram na sociedade adquirida, o que as motiva a um controlo maior, agindo com uma governação ativa. Este fator, conjugado com incentivos de gestão de elevado poder, e da pressão exercida por um nível grande de endividamento, proporcionam um sistema de CG muito eficiente e robusto, motivado para uma maior produtividade e para gerar grande riqueza e fluxos de caixa.⁵⁵

Para além do mais, as PEF podem tornar os mecanismos de CG ainda mais eficazes graças às suas competências e experiência em matéria de análise, seleção e gestão de empresas. Tendo os incentivos adequados para acompanhar e aconselhar eficazmente

⁵³ Definido no Glossário da Associação Portuguesa de Capital de Risco, enquanto “o direito de um indivíduo comprar ações a um preço fixo. As opções de compra de ações são uma forma muito utilizada de incentivo e compensação dos trabalhadores. O trabalhador tem a opção de comprar as suas ações a um determinado preço (igual ou inferior ao preço de mercado no momento em que a opção é concedida) durante um determinado período de anos.”.

⁵⁴ Eckbo & Thorburn. (2013). Ob. cit. Pg. 47

⁵⁵ Eckbo & Thorburn. (2013). Ob. cit. Pg. 57

a empresa, comparativamente a uma grande base de *shareholders* que não tem a propriedade e controlo efetivo da sociedade.⁵⁶

Uma participação minoritária, ainda que competente, não estaria igualmente motivada, não só para monitorizar mas também para aconselhar, simplesmente porque o retorno não compensaria o esforço, a passo que, com esta mudança de estrutura societária existe essa motivação.

Para garantir que haja um pagamento da dívida, há uma necessidade de eficiência no uso dos recursos da empresa, evitando investimentos arriscados ou expansões pouco lucrativas e que não gerem retorno rápido. Desta forma, a própria estrutura do LBO impõe uma disciplina financeira, não sendo aceitável que os gestores façam gastos insustentáveis e infundados. Neste sentido, entram os novos gestores, que, alterando a CG e reestruturando a empresa, vão suprimir áreas ou departamentos da empresa que não gerem lucro suficiente, e que sejam por esse motivo dispensáveis.

A existência de mecanismos de fiscalização e de controlo das equipas de gestão, assume uma significativa importância. Da eficácia dos mecanismos de CG depende a confiança dos investidores e, por consequência, o custo e a disponibilidade do capital, com os inerentes reflexos na possibilidade de concretização de determinados projetos de investimento e na dinâmica da atividade económica no seu todo. Daí, a necessidade de constante adaptação e aprimoramento das práticas de CG, e especificamente dos mecanismos de fiscalização e de controlo, torna-se evidente.⁵⁷

De diferente modo, uma monitorização excessiva por parte das PEF, que agora ocupam lugares no Conselho de Administração, pode levar a que haja uma reestruturação empresarial diferente, procedendo à alteração e substituição dos anteriores CEO's.

Pertencendo ao Conselho de Administração, e fiscalizando de perto todas as suas decisões e reações, as PEF tomam muitas vezes a decisão de substituição do CEO, decidindo pela reestruturação empresarial como forma de implementação de medidas de CG.

⁵⁶ Marini, V., Caratelli, M., & Barbaraci, I. (2018). *Corporate Governance, The Long-Term Orientation And The Risk Of Financial Distress*. Evidence from European private equity backed leveraged buyout transactions. *Rivista Piccola Impresa/Small Business - n. 3, Anno 2018*. Pg. 149 e 150

⁵⁷ IPCG. (2006). Ob. cit.

Contudo, quando esta alteração ocorre durante a própria transação e aquisição pelo patrocinador do LBO, esta decisão não reflete uma maior monitorização do Conselho de Administração, que o patrocinador agora integra, mas sim uma mudança de controlo na sociedade adquirida, e numa preferência por um indivíduo específico enquanto CEO, que esteja alinhado com a estratégia de reestruturação da empresa.

Já quando a alteração é feita depois da aquisição, quando a empresa é privatizada, o novo Conselho de Administração, no qual o PEF tem uma participação ativa, passa a exercer um papel de supervisão mais próximo. Assim, se o CEO anteriormente nomeado não estiver a cumprir os objetivos estratégicos definidos pelo novo acionista, pode ser substituído. Neste caso, a mudança já reflete um processo de supervisão e governação mais rigorosos, e em linha com as medidas de CG a implementar na sociedade adquirida.⁵⁸

No entanto, segundo o estudo (Cornelli & Oguzhan Karakas, 2015) a tendência é contrária: havendo uma maior ocupação de lugares por parte dos promotores do LBO nos cargos de administração, há também um maior envolvimento e acesso a informação, o que leva a que haja menos vezes a necessidade/vontade de substituição do CEO.

O foco mantém-se em decisões que sejam bastante eficientes, e de perto monitorizadas, garantido que as mesmas gerem fluxos de caixa suficiente, havendo uma grande redução da margem de autonomia dos gestores na tomada das suas decisões.

3. A mitigação do risco de *financial distress*

É essencial considerar os riscos inerentes a estas operações, nomeadamente o risco de *financial distress*. Embora os LBOs possam promover maior eficiência e disciplina na gestão, o elevado nível de endividamento associado a estas transações pode colocar pressão sobre a liquidez da empresa adquirida, não podendo ser esse fator ignorado enquanto um dos desafios financeiros que podem ser ultrapassados por estas sociedades.

O *financial distress* é definido “*as the condition where a firm’s liquidation of total assets is less than the total value of creditor claims. If prolonged, this situation can lead to forced liquidation or bankruptcy; for this reason, financial distress is often referred to*

⁵⁸Cornelli, F., & Oguzhan Karakas. (2015). *CEO Turnover in LBOs: The role of boards*. <https://ssrn.com/abstract=2269124>

as the likelihood of bankruptcy, which is dependent on the availability of liquidity and credit” (Koh et al., 2015).

O *financial distress* ocorre quando uma empresa enfrenta dificuldades para cumprir as suas obrigações financeiras, especialmente no pagamento da dívida contraída para a aquisição. O fluxo de caixa livre, frequentemente direcionado para amortização da dívida, pode tornar-se insuficiente em cenários de instabilidade económica, de decréscimo na rentabilidade ou aumento inesperado das taxas de juro.

No entanto, a reestruturação empresarial, especialmente, a alteração na CG da empresa, desempenha um papel crucial na mitigação deste risco. Ajustes na estrutura do capital, renegociação da dívida e otimização dos ativos existentes podem ser estratégias essenciais para garantir a sustentabilidade do negócio. Especificamente, um modelo de CG eficiente, incentivado pela própria natureza dos LBOs, pode contribuir para a implementação de medidas que reforcem a criação de valor, assegurando que a empresa não só sobrevive ao peso da dívida, mas que também se torna mais eficiente e rentável.

De facto, o *financial distress* é um risco inerente às operações de LBO dada a grande alavancagem, e a pressão que a dívida exerce sobre a tesouraria, no entanto, as alterações na CG podem evitar ou mesmo mitigar este risco. Aliás, a maioria das vezes é a implementação de melhorias na CG que surge precisamente de modo a evitar o *financial distress* e o colapso financeiro⁵⁹.

O controlo e gestão de riscos são fundamentais dentro das sociedades e envolvem múltiplos órgãos sociais e departamentos. Como temos vindo a abordar, já que há um aumento da monitorização e fiscalização por parte dos proprietários, pode, por iniciativa dos proprietários, ser promovida a criação de comissões específicas para riscos de crédito, mercado e liquidez, ou monitorização de riscos regulatórios, tecnológicos e concorrenciais. Ou pode acontecer, ainda que informalmente, os próprios promotores do LBO ocuparem tais posições e cargos.

Mas o risco de *financial distress*, inerente às aquisições alavancadas, também pode estar associado à própria concentração do capital num acionista maioritário e numa

⁵⁹ Como referem Ecbko & Thorburn (2013). Ob. cit. Pgs. 52 e 53: “*the increased risk of financial distress helps motivate managers to operate the firm efficiently. In sum, by limiting managerial discretion, debt reduces the agency costs of free cash flow. As argued by Jensen (1986), the high leverage in buyouts may result in improved managerial investment decisions for firms with high cash flow and few growth opportunities.*”

estrutura- a PEF. De facto, a redução do valor da empresa, a redução dos dividendos, a redução da riqueza dos acionistas via redução da performance dos investimentos e uma inferior performance operacional são frequentemente apontadas como consequências da distorção de incentivos dos grandes acionistas.

Assim sendo, tratando-se de situações em que há um controlo maioritário do capital por um acionista, é indispensável que no conjunto de mecanismos que integram a respetiva governação se incluam instrumentos de fiscalização e controlo.

Destarte, uma CG eficaz assegura que os gestores prestem contas aos acionistas e outras partes interessadas, reduzindo a probabilidade de decisões financeiras arriscadas que possam levar à instabilidade da empresa.

Muitas das medidas de CG implementadas por forma a mitigar o risco de *financial distress* são as que já mencionamos, uma vez que são essas que também permitem a criação de valor. Assim, falamos de alterações na gestão da empresa: alteração de administradores ou substituição de CEO's, que, como *supra*⁶⁰ referimos, se trata de *managerial restructuring* (tendo também vindo a desenvolvê-la enquanto medida de CG que permite a criação de valor após o LBO).

Já no que diz respeito à reestruturação financeira e à forma como pode mitigar este risco, muitas das vezes as empresas recorrem à redução dos dividendos para obter um retorno rápido.⁶¹

De igual modo, no que diz respeito à reestruturação operacional são tomadas medidas de CG, tais como: aumento do número de vendas de bens ou serviços e redução do número de trabalhadores da empresa, permitindo atingir uma estabilidade financeira a curto prazo.

É também expectável que se deem reestruturações ao nível de portfolio da empresa, ou “*asset restructuring*”, procedendo por exemplo a alterações no *core business* da empresa.

Para os investidores, as empresas que se envolvem em reestruturações motivadas por *financial distress* demonstram sinais de melhoria do desempenho. Para os gestores, é imperativo que sejam tomadas as medidas preventivas corretas assim que reconhecem

⁶⁰ Capítulo III ponto a).

⁶¹ Koh, S., Durand, R. B., Dai, L. & Chang, M. (2015). Ob cit. Pg. 5

que a sua empresa está em risco de *financial distress*. Estas estratégias de reestruturação devem ser adequadas e apropriadas para a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra e, espera-se, eficazes para a fazer sair da situação de crise.⁶²

Em suma, uma estrutura sólida de CG pode mitigar o risco de *financial distress* ao garantir transparência, gestão eficiente de riscos, supervisão rigorosa e maior confiança dos investidores. Isso é especialmente relevante nos casos de LBO, onde a alavancagem financeira elevada aumenta o risco de instabilidade.

c. Planeamento e políticas fiscais

Como tivemos oportunidade de analisar *supra* na presente dissertação⁶³, uma das grandes vantagens que as aquisições alavancadas trazem é a possibilidade de diminuir o Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) da sociedade adquirida através da transferência de encargos financeiros e prejuízos fiscais acumulados e vincendos na sociedade adquirente, libertando mais caixa para a empresa pagar a dívida do LBO.

E nesse sentido, o facto de haver um benefício fiscal direto, a analisar, não se trata só de uma vantagem, mas também de uma grande demonstração de medida de reestruturação empresarial. Através dos benefícios fiscais que assistem à situação jurídica da fusão em vigor em Portugal, as sociedades adquiridas criam novas políticas fiscais aproveitando a reestruturação empresarial, para que se assista a um maior retorno.

Assim, com a reestruturação empresarial, a sociedade adquirida pode/deve adotar um planeamento fiscal mais otimizado aproveitando diferimentos e benefícios fiscais associados à operação.

À semelhança do que ressaltamos ao longo da presente dissertação, e do que aconteceu no desenvolvimento do Capítulo I, a abordagem será tendo em consideração os *merger* LBOs, o que leva a uma maior consideração do regime fiscal da fusão.

Deste modo, o regime fiscal da fusão deve ser analisado, no que para este estudo releva, na perspetiva do imposto direto sobre o rendimento das pessoas coletivas, no caso concreto das sociedades. De facto, os benefícios são diferentes consoante a legislação e o ordenamento jurídico, naturalmente na presente dissertação remeteremos para a

⁶² Koh, S., Durand, R. B., Dai, L. & Chang, M. (2015). Ob cit. Pg. 2 e 3

⁶³ Cap. II, ponto a)

legislação portuguesa, isto é, para o Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC).

Em Portugal, nos artigos 73.º e seguintes do CIRC, encontra-se em vigor um regime especial aplicável a operações de reorganização, nomeadamente fusões, isto é, um regime de “neutralidade fiscal”, que visa evitar que sejam criados entraves de natureza fiscal às operações de reestruturação que tenham como objeto o redimensionamento das atividades.

Segundo artigo 74.º, n.º 1 do CIRC, o regime de neutralidade prevê que não sejam considerados para efeitos fiscais, os resultados provenientes da transferência de elementos patrimoniais nas operações de fusão e cisão. Para a aplicação deste regime, a sociedade beneficiária deverá manter os elementos patrimoniais, alvo de transferência, pelos exatos valores que tinham nas sociedades fundidas/cindidas antes da realização das operações (artigo 74.º, n.º 3 do CIRC). Nesse sentido, a sociedade que é gerada na sequência da operação de fusão, assume os direitos e obrigações das sociedades que se fundiram, num princípio de continuidade. Assim, os ativos e passivos que foram transferidos com o decorrer da sua operação, não sofrem alterações e mantêm o valor que tinham anteriormente.

O impacto no fluxo de caixa da sociedade *target* é positivo no curto prazo, pois evita um pagamento imediato de impostos sobre mais-valias, mantendo os ativos, passivos e obrigações fiscais sem aumento de carga tributária inicial. Já relativamente à sociedade veículo, a mesma deixa de existir, e os seus elementos patrimoniais são absorvidos pelo mesmo valor fiscal que tinham antes. Há um diferimento do pagamento dos impostos, que só serão pagos se os ativos forem vendidos com lucro ou se as amortizações forem alteradas.

Ou seja, este regime especial facilita a fusão/cisão sem criar um choque de liquidez, permitindo que a empresa adquirente mantenha um fluxo de caixa mais estável no curto prazo.

De facto, não temos dúvidas em considerar que este regime se aplica aos casos das fusões pós operação de LBO, quando se dá a fusão da sociedade alvo com a sociedade veículo⁶⁴.

⁶⁴ Remetemos para o Esquema 1 da presente dissertação.

De todo o modo, é necessário que haja um comedimento na utilização das políticas fiscais, pois não se pode entrar num extremo oposto em que se realizam as operações para beneficiar dos regimes fiscais – é sim uma vantagem, mas devem ser criadas políticas fiscais para melhorar a produtividade da empresa, aproveitando a reestruturação, não o contrário. De facto, reestruturar uma empresa simplesmente para que se beneficie do regime da neutralidade fiscal, é, à luz do artigo 73.º, n.º 10 do CIRC, considerado como uma técnica de evasão fiscal.

Analisando o artigo 73.º, n.º 10 do CIRC, pode considerar-se que haja evasão fiscal se as operações não tiverem sido realizadas por “razões económicas válidas”⁶⁵. A fusão de estrutura tipo LBO é instrumental, no sentido em que visa transferir o preço de aquisição para a sociedade adquirida e, ao mesmo tempo, delimitar negativamente o lucro tributável da sociedade adquirida com os juros da dívida contraída para financiar a aquisição. Contudo, entendemos, com base nos argumentos de (Horta Osório, 2001), que este artigo virtualmente não ofende as operações de LBO e o benefício deste regime, uma vez que, ao não se aplicar o mesmo artigo por se entender que não preenche os requisitos, nunca se poderá pôr em questão a assunção de dívidas pela sociedade adquirente, e consequentemente qualificação dos juros vincendos dessa dívida como encargos.⁶⁶

LBOs create economic value by (i) reducing agency problems, (ii) increasing operating performance, and (iii) increasing interest tax shields. (Kaplan & Strömberg, n.d.).

Deste modo, as alterações na CG, as políticas fiscais implementadas e os benefícios fiscais vigentes, são elementos estratégicos de reestruturação empresarial que permitem um gerar de fluxo de caixa bastante eficiente, e que, por sua vez, influenciam diretamente a criação de valor económico para as sociedades adquiridas após um LBO. São elementos que trabalham em complementaridade e que não se podem isolar, permitindo uma reestruturação empresarial eficaz.

⁶⁵ Artigo 73.º, número 10, CIRC- “O regime especial estabelecido na presente subsecção não se aplica, total ou parcialmente, quando se conclua que as operações abrangidas pelo mesmo tiveram como principal objetivo ou como um dos principais objetivos a evasão fiscal, o que pode considerar-se verificado, nomeadamente, nos casos em que as sociedades intervenientes não tenham a totalidade dos seus rendimentos sujeitos ao mesmo regime de tributação em IRC ou quando as operações não tenham sido realizadas por razões económicas válidas, tais como a reestruturação ou a racionalização das atividades das sociedades que nelas participam, procedendo-se então, se for caso disso, às correspondentes liquidações adicionais de imposto.”

⁶⁶ Horta Osório. 2001. Ob. cit. Pg. 178

Conclusão

A presente dissertação centrou a sua análise nas operações de *Leveraged Buyout* sucedidas de uma fusão entre as sociedades veículo e a sociedade Target, isto é, *merger* LBO, e as reestruturações empresariais que ocorrem como consequência da realização destas operações nas sociedades adquiridas. O nosso objetivo final era avaliar o estado em que as empresas se encontram após a realização de um LBO, tanto a nível de valor gerado e criação de valor, a nível de alterações de estrutura e governação, bem como a níveis de benefícios e riscos associados.

Pretendíamos, mais que tudo fazer uma revisão literária e uma verdadeira compilação da literatura incidente neste tema. Não tirando o mérito à literatura portuguesa que temos vindo a citar, os LBOs e os seus diferentes problemas são altamente explorados de uma perspetiva económica pela literatura estrangeira, o que se concede por se tratar de ordenamentos jurídicos onde há uma maior permissão e hábito de realização destas operações.

Nesse sentido, como primeiro ponto de análise, no Capítulo I da presente dissertação dedicamo-nos à legitimidade da operação de LBO em Portugal, explorando os argumentos históricos e sistemáticos das normas vigentes no CSC, e a respetiva evolução histórico-legislativa.

Analisando a regra da proibição de assistência financeira, vigente em Portugal, abordamos a sua *ratio* para que, posteriormente, pudéssemos contrapor tais argumentos com a análise que fizemos da doutrina portuguesa que sustenta a admissibilidade de tais operações. Com o mesmo capítulo, pretendíamos refutar os argumentos da inerência da norma e concluir pela efetiva admissibilidade da mesma operação, mas mais que isso, concluir pela efetiva realização de tais operações em Portugal.

De todo o modo, apesar dessa conclusão, concebemos que Portugal tem legislativamente um longo caminho por percorrer, no que toca a formalmente admitir os LBOs. No entanto, reforçando que não considerámos excluída da legislação comercial e societária, nem do ponto de vista fiscal (quando adiante no Capítulo III tratamos do tema do planeamento fiscal).

Assim, prosseguimos para a maneira como o LBO enquanto forma de *takeover* cria valor, no Capítulo II. Aqui, abordamos as vantagens do LBO para a empresa

adquirida para melhor compreender as motivações subjacentes à escolha por este tipo de operação, e fizemos uma pequena referência à empresa *target* ideal.

No entanto, o grande objetivo do Capítulo II foi uma abordagem da ótica dos adquirentes, neste caso dos patrocinadores do LBO, delimitando o âmbito temporal de propriedade, ressaltando a sua propriedade temporária. Mas também, uma ótica dos adquirentes enquanto financiadores externos, e abordando o contraste existente entre estes e os administradores e a direção da sociedade adquirida, nomeadamente, através do estudo das formas de saída dos patrocinadores de LBO das sociedades adquiridas e da forma como estes são remunerados.

Seguimos para o Capítulo III para uma abordagem do tema de uma terceira ótica, a ótica interna da empresa. Aqui, seguindo o título a que nos propusemos, avançamos para a apreciação da reestruturação empresarial, após o LBO, e das alterações que subjazem às empresas.

Como primeiro ponto de análise foi fulcral considerar as alterações da *corporate governance* e a maneira como as mesmas permitem uma grande criação de valor. Consideramos alterações na gestão da empresa, passando os patrocinadores de LBO a ser os gestores, mas também administradores. De facto, alterações desta ordem permitem um maior controlo, monitorização e governação ativa, exercendo um poder de disciplina financeira essencial na criação de valor. Também podem ocorrer alterações a nível de supressão de áreas e departamentos, ou até de cargos de chefia, como o caso dos CEOs que são substituídos como parte de uma nova política de CG.

Depois da análise das vantagens e motivações no Capítulo II, no Capítulo III dedicamo-nos também a um estudo cuidado de um dos maiores riscos associados a operações com endividamento- o *financial distress*.

De facto, o *financial distress* é um risco inerente às operações de LBO dada a grande alavancagem, e à pressão que a dívida exerce sobre a tesouraria, no entanto, denotamos que as alterações na *Corporate Governance* podem mitigar ou mesmo evitar este risco. Concluindo que a maioria das vezes é a implementação de melhorias na *Corporate Governance* que surge precisamente de modo a evitar o *financial distress* e o colapso financeiro.

Posteriormente, e como último ponto de análise do Capítulo III, terá sido essencial abordar o planeamento fiscal a que as empresas recorrem enquanto medida de reestruturação empresarial. De facto, as alterações na *corporate governance*, as políticas fiscais implementadas e os benefícios fiscais vigentes, são elementos estratégicos de reestruturação empresarial que permitem um gerar de fluxo de caixa bastante eficiente, e que, por sua vez, influenciam diretamente a criação de valor económico para as sociedades adquiridas após um LBO. São elementos que trabalham em complementaridade e que não se podem isolar, permitindo uma reestruturação empresarial eficaz.

A presente dissertação e todos os seus pontos de análise permitiram-nos uma visão mais completa e holística das implicações das operações de LBO, através de um estudo feito por essencialmente três perspetivas: duas perspetivas externas- os adquirentes enquanto financiamento externo e os adquirentes enquanto proprietários temporários- e uma perspetiva interna- a alterações na estrutura da empresa adquirida.

Destarte todas as conclusões que a presente dissertação nos permitiu, é possível encerrar a mesma indicando que, como todas as operações de reestruturação, também o LBO é uma operação com os seus riscos e desafios associados, no entanto, melhor do que qualquer outra operação de *takeover* o LBO é uma técnica que permite uma profunda reestruturação empresarial. Aliás, sem prejuízo de incorrerem em redundância, a presente dissertação logrou em provar que é a própria reestruturação empresarial que permite a criação de valor económico para as sociedades adquiridas após o LBO.

Bibliografia:

MONOGRAFIAS:

Abreu, Jorge Coutinho de (2024) *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 8ª Edição Almedina, Coimbra.

Albuquerque, Pedro de. (2019). *Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*. Almedina.

Antunes, José Engrácia (2000) *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina

Horta Osório, J. D. (2001). *Da Tomada de Controlo de Sociedades (takeover) por Leveraged Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português*. Almedina

Machado, João Baptista (2019) *Introdução Ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina.

Olavo Cunha, Paulo. (2021). *Direito das Sociedades Comerciais*. 7.ª Edição. Almedina

Perestrelo de Oliveira, Ana. (2024). *Manual de Corporate Finance*. 3.ª edição. Almedina.

Perestrelo de Oliveira, Ana (2018) *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina.

Ventura, Raúl (1992). *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*. Coimbra.

Ventura, Raúl (2006) *Fusão, cisão, transformação de sociedades: Comentário ao Código de Sociedades Comerciais*, 1.ª ed. (3.ª reimpressão), Almedina, Coimbra.

ARTIGOS CIENTÍFICOS:

Achleitner, Ann-Kristin., Betzer, A., & Gider, J. (2009). *Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Funds and Private Equity Activities?* Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1292896

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

Ayash, B., & Rastad, M. (2019). *Leveraged Buyouts and Financial Distress*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3423290

Carreira Rodrigues, S., & Jorge Peres, C. (2023). *Reestruturação: O Impacto dos processos de aquisição na performance das empresas numa perspectiva de reestruturação*.

European Journal of Applied Business and Management. Disponível em: <https://doi.org/10.58869/ejabm002>

Cordeiro, António Menezes (1994). *Da tomada de sociedades (takeover) : efectivação, valoração e técnicas de defesa*. Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54. Volume III. p.761-777. Disponível em: <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/ano-1994/ano-54-vol-iii-dez-1994/doutrina/>

Cornelli, F., & Oguzhan Karakas. (2015). *CEO Turnover in LBOs: The role of boards*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2269124>

Domingues, Paulo De Tarso (2013). *Proibição de Assistência Financeira no Contexto dos Mecanismos de Proteção de Credores*. AB instantia. Revista do Instituto do Conhecimento AB, Ano I, nº 2

Duarte Silva, Mariana. (2010). *Assistência financeira- No âmbito das sociedades comerciais*. In Revista de Direito Das Sociedades, II.

Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2013). *Corporate Restructuring*. Foundations and Trends in Finance, Forthcoming, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2272970>

Ferran, Eilís (2007). *Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=989748><http://ssrn.com/abstract=989748>www.ecgi.org/wp

Gibbs, P. A. (1993). *Determinants of Corporate Restructuring*. In Management Journal (Vol. 14). Pg. 51-68. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486420>

Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. In *American Economic Review* (Vol. 76, Issue 2). <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (n.d.). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1194962>

Koh, S., Durand, R. B., Dai, L. & Chang, M. (2015). *Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring*. *Journal of Corporate Finance*, 33 Pg. 19-33.

Marini, V., Caratelli, M., & Barbaraci, I. (2018). *Corporate Governance, The Long-Term Orientation And The Risk Of Financial Distress. Evidence from European private equity backed leveraged buyout transactions*. *Rivista Piccola Impresa/Small Business* - n. 3, Anno 2018

Nunes, Pedro (2015). *A Proibição de Assistência Financeira. Em Especial o Leveraged Buyout (LBO)*. In *Revista Eletrônica de Direito*.

Oxman, J., & Yildirim, Y. (2008). *Governance Effects of LBO Events*. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1106706

Pinto Leite, Inês (2011). *Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-outs*. In *Direito das Sociedades em revista*

Pinto, J. (2021). *The economics of LBOs: evidence from the syndicated loan market*. *ERBE- European Review of Business Economics*, I(2). Disponível em: <https://doi.org/10.26619/erbe-2021.i.2.1>

Wiersema, M. F., & Liebeskind, J. P. (1995). *The Effects of Leveraged Buyouts on Corporate Growth and Diversification in Large Firms*. In *Management Journal* (Vol. 16, Issue 6). Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486788>

DISSERTAÇÕES:

Branquinho d'Orey de Sá, Frederico de Brito (2020), *A Proibição De Assistência Financeira e a sua compatibilização com os Leveraged Buy-Out no ordenamento jurídico português*. Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial. Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Escola de Lisboa.

Cadete, Joana Monterroso Neri (2023) *A proibição de assistência financeira: Algumas problemáticas especiais do regime*. Dissertação de Mestrado em Direito. Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Escola do Porto.

Patrão, Bernardo (2019), *O Leveraged Buyout e o princípio da proibição de assistência financeira*. Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão. Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Escola do Porto.

Teixeira, Luís Daniel Gomes (2021), *Regime da Neutralidade Fiscal em Fusões: As razões económicas válidas*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

LEGISLAÇÃO:

Código Civil

Código das Sociedades Comerciais

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

Codice Civile Italiano

Diretiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de dezembro de 1976

Diretiva 2006/68/CE, de 6 de setembro, do Parlamento europeu e do Conselho

IPCG [Instituto Português de Corporate Governance]. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*. Disponível em: <https://cgov.pt/>

OECD (2024), *Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/58478f0f-pt>.

Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

JURISPRUDENCIA:

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

OUTROS:

Glossário da Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCR). Disponível em: <https://www.apcri.pt/capital-de-risco/glossario/>