

**A Proibição de Assistência Financeira.**

**Em Especial o *Leveraged Buyout* (LBO)**

**The Financial Assistance Prohibition. Especially the Leveraged Buyout  
(LBO)**

**Pedro Nunes**

Mestrando em Direito Empresarial na Faculdade de Direito da UCP – Escola de Lisboa

Maio de 2015

**RESUMO:** A proibição de assistência financeira, forjada no dealbar do século XX, vem sofrendo, por todo o espaço europeu, uma tendência de flexibilização. Esta tendência veio a ser consagrada em 2006 pelo legislador comunitário. No entanto, em Portugal mantém-se a proibição absoluta da assistência financeira. Num primeiro momento analisamos, assim, a pertinência deste regime atualmente. Num segundo momento examinamos o caso concreto do LBO. As operações que recorrem a esta técnica de aquisição de empresas relevam um peso económico que não deve ser ignorado. Contudo, a doutrina não se tem debruçado, com a atenção devida, no LBO. Propomos explicar, em breve trecho, os principais aspetos de como se monta a operação. Por último, tratamos a questão de saber se esta é uma operação válida à luz do ordenamento jurídico português.

**PALAVRAS-CHAVE:** assistência financeira; *leveraged buyout*; *takeover*; fusões e aquisições; *share deals*

**ABSTRACT:** The prohibition of financial assistance, forged at the dawn of the twentieth century, has suffered throughout the European area, a trend of easing. This trend came to be consecrated in 2006 by the Community legislature. However, in Portugal remains the absolute prohibition of financial assistance. At first we analyse thus the relevance of this regime today. Secondly we examine the case of LBO. Operations that use this companies' acquisition technique reveal an economic relevance that should not be ignored. However, the doctrine has not observed, with due attention, the LBO. We propose to explain in short term, the main aspects of how to assemble the operation. Finally we treat the question of whether this is a valid operation in the light of Portuguese law.

**KEY WORDS:** financial assistance; leveraged buyout; takeover; mergers & acquisitions; share deals

## **SUMÁRIO:**

1. Assistência Financeira – Introdução ao Tema
  - 1.1. Surgimento e Evolução Histórica da Figura
  - 1.2. A 2<sup>a</sup> Diretiva
  - 1.3. Fundamento da Proibição de Assistência Financeira
  - 1.4. O art.<sup>o</sup> 322º CSC
    - 1.4.1. Elementos Objetivos
    - 1.4.2. Elemento Subjetivo
    - 1.4.3. Exceções
    - 1.4.4. Sanções à Violação da Proibição
  - 1.5. Casos de Dúvida
    - 1.5.1. Aplicação do Regime às Sociedades por Quotas
    - 1.5.2. Aplicação aos Grupos Societários
    - 1.5.3. Aquisição da Totalidade do Capital Social
    - 1.5.4. Distribuição de Dividendos
2. O Caso Concreto dos *Leveraged Buyouts* (LBO)
  - 2.1. Breve Evolução Histórica
  - 2.2. Conceito de LBO
  - 2.3. Modalidades
  - 2.4. Vantagens e Desvantagens
  - 2.5. Modos de Financiamento
  - 2.6. Características do LBO
  - 2.7. Natureza Jurídica
- 2.8. LBO em Confronto com o Regime da Assistência Financeira
3. Síntese Conclusiva
- Bibliografia



## 1. Assistência Financeira – Introdução ao tema\*

A negociação de participações sociais, *maxime* ações, pode comportar a situação de a sociedade, cujas ações serão alienadas, colocar o adquirente em posição patrimonial que lhe possibilite a aquisição, quer por lhe conceder os fundos necessários à aquisição, quer pela prestação de garantias à entidade financiadora que concede crédito ao adquirente. O que acabamos de descrever é a chamada assistência financeira, que se encontra regulada no art.º 322º CSC, e que se adianta é proibida, em absoluto, no ordenamento jurídico português. De seguida, passamos a enunciar os seus antecedentes históricos, os fundamentos subjacentes à proibição, e o regime específico português, procurando responder à questão de saber se é hodiernamente pertinente tal regime. No fim da exposição do regime legal, procuramos enunciar e tomar posição nas principais “zonas cinzentas” que surgem este propósito.

Num segundo momento, analisamos o caso concreto do *Leveraged Buyout* (LBO), uma técnica jurídica de aquisição de empresas com recurso a um alto nível de endividamento. Aqui procuramos refletir sobre os principais óbices a esta operação no ordenamento jurídico português, nomeadamente, a sua compatibilidade com a capacidade da sociedade (art.º 6º CSC), os deveres fiduciários a que os gestores estão adstritos (art.º 64º CSC) e o regime insolvencial. Em especial, procuramos saber, nesta sede, se o LBO é compatível com a proibição de assistência financeira.

### 1.1. Surgimento da Figura e Evolução Histórica<sup>1</sup>

Após a I Guerra Mundial, a Inglaterra viu-se confrontada com a seguinte situação: um terceiro (*bidder*) solicitava um crédito bancário – ao abrigo dos chamados “empréstimos de guerra” – e, posteriormente, realizava uma oferta pública de aquisição das ações (*takeover bid*) de uma sociedade (*company*); num segundo momento reembolsava o credor utilizando

---

\* Agradecemos todas as observações feitas pelo *peer review*, a que atentamos, cuidadosamente, na revisão do texto. Não obstante, as deficiências do texto, que certamente se mantém, são da inteira responsabilidade do autor.

<sup>1</sup> Acerca da evolução histórica da proibição de assistência financeira, *vide* INÊS PINTO LEITE, “Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs.” *Direito das Sociedades em Revista*, Maio de Ano 3 - Vol. 5, 2011: p. 133-135; BERNARDO ABREU MOTA, “Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua Interpretação e Aplicação.” *Actualidad Jurídica*. Setembro - Dezembro de N.º 12, 2005. <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1482/documento/foro12.pdf?i=2079> (acedido em 13 de Abril de 2015), p. 108-110; MARIANA DUARTE SILVA, “Assistência Financeira - No âmbito das sociedades comerciais.” *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II (2010), Número I – 2, p. 151-155; MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *Aquisição de Acções Próprias No Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra : Almedina, 1994, p. 310; HORTA OSÓRIO, *Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 46-47; PEDRO ALBUQUERQUE, “Artigo 322º.” Em *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, de António Menezes (coord.) CORDEIRO, p. 806-807. Coimbra: Almedina, 2014, p. 806; SÉRGIO COIMBRA HENRIQUES, “Proibição de Assistência Financeira - Análise e perspectivas.” [www.academia.edu. Outubro de 2012. \[https://www.academia.edu/5136378/Proibi%C3%A7%C3%A7%C3%A3o\\\_de\\\_Assist%C3%AAncia\\\_Financeira\\\_An%C3%A1lise\\\_e\\\_perspectivas\\\_Outubro\\\_2012\\\_\]\(https://www.academia.edu/5136378/Proibi%C3%A7%C3%A7%C3%A3o\_de\_Assist%C3%AAncia\_Financeira\_An%C3%A1lise\_e\_perspectivas\_Outubro\_2012\_\) \(acedido em 13 de Abril de 2015\), p. 3.](http://www.academia.edu/5136378/Proibi%C3%A7%C3%A7%C3%A3o_de_Assist%C3%AAncia_Financeira_An%C3%A1lise_e_perspectivas_Outubro_2012_)

os fundos da sociedade. Estamos perante aquilo que ficou amplamente conhecido por assistência financeira.

Devido à proliferação da operação em 1926, o legislador inglês nomeou uma Comissão (Comissão *Greene*) para refletir sobre qual a reação adequada à situação. Por sua vez, a Comissão considerou que os riscos para o património social eram em tudo semelhantes aos riscos da aquisição das ações próprias<sup>2</sup>. O legislador agiu em conformidade e consagrou a proibição absoluta de assistência financeira na *Section 45* do *Companies Act* de 1929.

Os anos subsequentes iriam revelar uma tendência de flexibilização da proibição de assistência financeira. A *Section 54* do *Companies Act* de 1948 introduziu duas exceções à proibição. Este preceito foi reproduzido de forma semelhante na 2<sup>a</sup> Diretiva, pelo que se remete, *infra*, para a sua análise. Na década de 80, com a *Sections 155-157* do *Companies Act* 1985<sup>3</sup>, permitia-se a assistência financeira das *private companies* desde que respeitassem os requisitos exigidos pelo legislador, denominado *whitewash procedure*<sup>4</sup>. Por sua vez, também esta ideia foi transposta em 2006 pelo legislador comunitário e, mais uma vez, se remete para esse ponto. Por fim, o *Companies Act* 2006 determinou a exclusão da proibição da assistência financeira para todas as *private companies*, i.e., a proibição só é de aplicar às *public companies*<sup>5</sup>.

## 1.2. A 2<sup>a</sup> Diretiva<sup>6</sup>

A Diretiva 77/91/CEE, de 13 de Dezembro de 1976 (adiante 2<sup>a</sup> Diretiva), visava coordenar as garantias para a proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de conseguir um regime harmonizado para todo o espaço europeu.

<sup>2</sup> Relembre-se que a proibição absoluta de aquisição de ações próprias teve como fundamento o caso *Trevor vs. Whitworth* (1887) INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 133.

<sup>3</sup> Esta alteração teve na base as recomendações da Comissão *Jenkins* que entendeu que a amplitude da proibição não se justificava, alertando que as operações de assistência financeira não atentam necessariamente com a proibição de aquisição de ações próprias. Desta forma, iniciou-se o que podemos chamar de movimento reducionista, cfr. INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 134.

<sup>4</sup> O *whitewash procedure* passava pela aprovação da operação de assistência pela assembleia geral, com a identificação do beneficiário e declaração que a mesma não prejudicava os interesses dos credores. A deliberação e os documentos que serviram à mesma eram objeto de registo comercial, cfr. MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 154.

<sup>5</sup> Que correspondem às nossas sociedades anónimas cotadas em mercado de valores mobiliários cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*. Coimbra: Almedina, 2015, p. 14.

<sup>6</sup> Sobre a 2<sup>a</sup> Diretiva, *vide* MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 155-162; INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 129-133, 168-173; BERNARDO ABREU MOTA, "Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua Interpretação e Aplicação", *op. cit.*, p. 109-110; BERNARDO ABREU MOTA, "Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)" *Actualidad Jurídica*. Setembro - Dezembro de 2006. <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1619/documento/foro06.pdf?id=2129> (acedido em 13 de Abril de 2015)., p. 90-91; SÉRGIO COIMBRA HENRIQUES, *op. cit.*, p. 4; MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 452; LAURA LEAL, *Assistência Financeira, Atual Proibição e Tendências Flexibilizadoras*. Lisboa: UCP, Março 2009, p. 1-3.

A 2<sup>a</sup> Diretiva pronunciou-se sobre a assistência financeira, de forma muito próxima à *Section 54* do *Companies Act* de 1948<sup>7</sup>, no seguinte sentido:

*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.º 1, alínea a), do artigo 15º.*

Como se analisará ao longo do trabalho, o ordenamento jurídico português transpôs (quase) fielmente o regime da 2<sup>a</sup> Diretiva. Contudo, os “ventos de mudança” do Direito Inglês fizeram-se sentir na UE e em 1996 iniciou-se um grupo de trabalho, *SLIM*<sup>8</sup>, com vista à simplificação da legislação do mercado interno. Em 1998, este grupo concluiu que a assistência financeira deveria limitar-se a um mínimo prático. Estava, também na UE, encetado o movimento de flexibilização que se verificara no Direito Inglês no dealbar dos anos 80.

Não obstante, só em 2006 se procedeu a uma alteração do regime da assistência financeira, através da Diretiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro de 2006 (adiante Diretiva 2006/68/CE). O legislador comunitário estabeleceu um *whitewash procedure*, inspirando-se, também aqui, na legislação inglesa, (cfr. art.º 23º e 23º-A da Diretiva 2006/68/CE)<sup>9</sup>.

Desta forma, permite-se que uma sociedade anónima, direta ou indiretamente, conceda empréstimos, preste garantias ou adianta fundos a um terceiro para adquirir as suas ações, desde que se verifiquem os seguintes requisitos cumulativos:

- A operação realiza-se (i) sob a responsabilidade da administração, (ii) em condições justas de mercado<sup>10</sup> (em especial no que toca aos juros e às garantias oferecidas); (iii) a fiabilidade creditícia do terceiro(s) deve ser devidamente analisada pela administração.
- A operação é (iv) submetida à assembleia geral para aprovação prévia, por uma maioria não inferior a dois terços dos votos presentes ou representados.
- O órgão de administração apresenta à assembleia um (v) relatório escrito em que indica: as razões da operação; as condições da sua efetuação; os riscos para a liquidez e solvabilidade; e o preço a que o terceiro adquirirá as ações.

<sup>7</sup> Apesar de a legislação ser apontada como a inspiração do preceito, também a Itália já regulava a matéria. De facto, partindo do art.º 144º Código Comercial Italiano de 1882 – que proibia a aceitação pela sociedade de ações como garantia de empréstimos que esta concedia aos seus administradores – entendia-se que a proibição financeira não era admitida neste ordenamento jurídico, com o fundamento de se evitar a o esvaziar do património social resultante deste empréstimo cfr. INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 135.

<sup>8</sup> *Simpler Legislation for the Internal Market*, cfr. MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 157.

<sup>9</sup> *Sections 155-157* do *Companies Act* 1985.

<sup>10</sup> Podemos entender por condições justas de mercado como as “contraprestações que resultariam do livre funcionamento do mercado numa situação similar” INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 170.

- A assistência financeira nunca pode levar à (vi) redução dos ativos líquidos para um nível inferior ao do capital social acrescido de reservas indisponíveis (reservas legais e estatutárias).
- A sociedade deve incluir no seu balanço uma (vii) reserva no montante da assistência financeira, cuja distribuição é vedada.

Este regime tem, ainda, uma preocupação especial com as ações próprias. Com efeito, para determinar se a redução dos ativos líquidos fica num nível inferior à soma do capital social e reservas indisponíveis, é tomada em conta qualquer redução dos ativos líquidos em virtude da aquisição, direta ou indireta, pela sociedade de ações próprias. Quando as ações próprias da sociedade sejam adquiridas por um terceiro, ou as ações sejam emitidas num aumento de capital e sejam subscritas por um terceiro, e este o faça através de assistência financeira, essa aquisição ou subscrição deve efetuar-se a um preço justo<sup>11</sup>.

Podemos concluir que, no que toca à assistência financeira, há uma mudança de paradigma: da proibição absoluta parte-se para a sua aceitação com (fortes) limitações. Não obstante, as críticas ao regime logo se fizeram sentir. EÍLIS FERRAN<sup>12</sup> aponta que o regime é *"time-consuming, costly, capable of ruining the risks of transaction-disrupting minority shareholder actions and able to expose directors to excessive personal risks"*. A constituição da reserva, que a doutrina entende procurar evitar o esvaziamento do património social de bens com liquidez (*asset striping*), é criticada como excessiva para esta operação<sup>13</sup>. Contudo, no cômputo geral podemos ver esta alteração como positiva, uma vez que trouxe – trinta anos depois da primeira regulação sobre a matéria na 2<sup>a</sup> Diretiva – o tema da assistência financeira à discussão e reflexão<sup>14</sup>.

### 1.3. Fundamento da Proibição de Assistência Financeira<sup>15</sup>

A assistência financeira diga-se, *grosso modo*, é proibida em absoluto no ordenamento jurídico português (n.º1 do art.º 322º CSC). Sem prejuízo de maiores desenvolvimentos, *infra* no ponto 4, vamos tratar aqui da questão de saber qual a *ratio* que preside a esta proibição.

<sup>11</sup> Rege ainda em matéria de grupos o art.º 23º-A da Diretiva 2006/68/CE.

<sup>12</sup> *Apud* INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 169.

<sup>13</sup> KAROLCZYK entende que *"the requirement of creating a reserve capital from the company's net income might sabotage the whole idea"*, *apud* INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 172.

<sup>14</sup> Considerando que "as modificações poderão vir a trazer desenvolvimentos positivos. Esperamos que as medidas permitidas sejam adoptadas, rapidamente, em Portugal." *Vide* BERNARDO ABREU MOTA, "Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)", *op. cit.*, p. 91.

<sup>15</sup> Sobre o fundamento da assistência financeira *vide* PAULO DE TARSO DOMINGUES "Proibição de "assistência financeira" no contexto do mecanismo de proteção de credores." *AB Instantia - Revista do Instituto do Conhecimento AB*, Outubro de 2013, Ano I, n.º2: p. 54-58; MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 450; BERNARDO ABREU MOTA, "Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua Interpretação e Aplicação", *op. cit.*, p. 110-112; BERNARDO ABREU MOTA, "Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)", *op. cit.*, p. 90; INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 133-142; MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 311-314; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 221-224; MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 163-188; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 194-195; LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 13-21.

Historicamente, a proibição surge como um reforço do regime da proibição de aquisição de ações próprias. Apesar de não ser violada a proibição – uma vez que o terceiro assistido adquire as ações em nome e por conta própria, não por conta da sociedade – entendia-se que o espírito da norma era infringido, sendo potenciador de fraudes<sup>16</sup>. Bem se vê que esta finalidade, só por si, não justifica a proibição, visto que, a aquisição de ações próprias é admitida com certos limites (art.º 317º e ss CSC).

A finalidade que mais é apontada pela doutrina é a da tutela dos credores e a proteção do patrimonial social. De facto, a assistência financeira permite que se transforme um ativo (liquidez) noutro ativo (direito de crédito), mas cuja cobrança será duvidosa, pelo que merece a desconfiança do direito. A sociedade ao prestar assistência a um terceiro futuro sócio está a utilizar o património em favor dos sócios quando tal património poderia ser necessário para a satisfação dos credores<sup>17</sup>.

A doutrina é unânime, no entanto, em como este fundamento não justifica, só por si, a proibição absoluta<sup>18</sup>. O art.º 32º CSC proíbe a distribuição de bens aos sócios necessários para cobrir o montante correspondente ao capital social e reservas indisponíveis (reservas legais e estatutárias). Todo o património da sociedade que exceder esta cifra pode ser livremente distribuído aos sócios ou ser-lhe dado o destino que melhor aprouver aos interesses da sociedade. Por estas razões ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, na esteira da doutrina alemã, defende a redução teleológica da norma<sup>19</sup>.

Costuma ser indicada como fundamento da proibição, a tutela da organização societária. De facto, numa vertente externa, a assistência financeira permite criar – nas sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado – uma procura artificial das ações, que consequentemente gera uma subida especulativa do valor das mesmas. Ora, estas transações devem resultar da livre escolha e sã concorrência dos investidores, e não de manobras especulativas. Porém, este fundamento apenas serve às sociedades cotadas, pelo que a proibição dever-se-ia limitar apenas a estas. Acresce que as ações próprias também são suscetíveis de serem instrumentalizadas para fins especulativos e o legislador admite-as, ainda que de forma limitada.

Numa vertente interna da organização da estrutura societária, aponta-se que a assistência financeira permite aos administradores fazer entrar na sociedade pessoas da sua confiança, conseguindo por este meio ter o controlo da mesma. Não obstante, este argumento cai se o

<sup>16</sup> Neste sentido RAÚL VENTURA, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, 1992, pág. 37. Aderindo a esta posição, BERNARDO ABREU MOTA, “Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua Interpretação e Aplicação”, *op. cit.*, p. 110-111.

<sup>17</sup> Entendendo que esta é finalidade primária do art.º 322º CSC vide ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 222; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 194.

<sup>18</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 56 refere a este propósito a crise do capital social, que tem a sua morte pré-anunciada, “o capital social não consegue proporcionar uma adequada tutela aos credores sociais, seja porque não assegura a congruência entre o capital e o objeto sociais, seja porque não impede a erosão do património por força das perdas e prejuízos sofridos pela sociedade.”

<sup>19</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 222. Relembre-se que a redução teleológica da norma, como nos diz LARENZ, verifica-se quando “A regra contida na lei, concebida demasiado amplamente segundo o seu sentido literal, se reconduz e é reduzida ao âmbito de aplicação que lhe corresponde segundo o fim da regulação ou a conexão de sentido da lei” *apud* OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito - Introdução e Teoria Geral*. 13ª Edição Refundida. Coimbra: Almedina, 2010.

direito de voto conferido por estas ações ficasse suspenso, à semelhança do regime das ações próprias (al. a) do art.º 324º CSC).

Por fim, refira-se que alguns autores<sup>20</sup> entendem que a proibição financeira visa tutelar os interesses dos acionistas. Terá sido intenção do legislador reprimir práticas geradoras de conflitos de interesses e suscetíveis de por em causa o princípio da igualdade de tratamento dos sócios<sup>21</sup>. De facto todos os sócios assumem o risco do projeto empresarial, mas apenas alguns obtiveram assistência financeira. Contudo, também aqui não se afigura a razão da proibição absoluta. O princípio da igualdade de tratamento dos sócios é supletivo e pode ser derogado pelos sócios, pelo que não se entende que, havendo uma deliberação dos sócios no sentido da prestação de assistência financeira, esta seja impedida, em absoluto, pelo legislador<sup>22</sup>.

Podemos concluir que a norma tem uma *ratio complexa*<sup>23</sup>, em que não há nenhum fundamento que, *per se*, justifique o regime do art.º 322º CSC. Como nos diz INÊS PINTO LEITE<sup>24</sup> esta proibição só é discernível através duma compreensão global do risco associado à assistência. O legislador estabelece um regime preventivo que assenta na presunção abstrata de lesividade da assistência financeira e na presunção, *iure et de iure*, de ilicitude do contrato de financiamento celebrado no âmbito da assistência.

Não obstante, entendemos que o preceito tem de ser interpretado restritivamente. Não apenas a refutação de todos os fundamentos apontados à norma reclamam esta interpretação restritiva, como o movimento flexibilizador que se faz sentir na Europa, em especial depois da Diretiva 2006/68/CE, exigem esta ótica por parte do intérprete.

<sup>20</sup> Para MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 185, ainda que a norma tenha uma *ratio complexa*, esta é a finalidade primária que subjaz ao regime da proibição. “Não sendo possível garantir a igualdade de tratamento, mesmo porque, na maioria das vezes não se estará no domínio das relações entre a sociedade e os seus acionistas (...), e verificando-se em qualquer operação de assistência financeira o favor de um acionista ou futuro acionista em detrimento dos demais, não será, pois, de estranhar, que o legislador tenha optado por proibir as operações de assistência financeira numa vasta extensão.”

<sup>21</sup> Ainda que a referir-se especificamente ao princípio de igualdade de tratamento dos sócios na redução do capital social, entendemos que tem plena aplicação nesta sede a aceção avançada por ENGRÁCIA ANTUNES, “A redução do capital por extinção de ações próprias.” *DSR*, Vol 6 de Outubro de 2011, Ano 3: p.49-95, p. 71 “a redução de constituir uma *operação neutral* do ponto de paridade dos acionistas, suscetível de assegurar uma igualdade de oportunidades (“Chancengleichheit”) a todos os titulares de ações (ou ações de uma mesma classe) por forma a garantir assim estes contra quaisquer discriminações arbitrárias e não justificadas por qualquer diferença da respetiva “propriedade corporativa”, isto é, da proporção do capital detido ou da classe de ações.”

<sup>22</sup> No limite pense-se numa pequena sociedade anónima em que há deliberação unânime dos sócios em prestar assistência financeira a um terceiro, *v.g.* porque este terceiro tem competências técnicas e científicas de grande valor para o crescimento da empresa. Não faz sentido, neste caso, a assistência financeira não ser permitida.

<sup>23</sup> Neste sentido, MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 311; INÊS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 141-142; PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 57; LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 21.

<sup>24</sup> INÊS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 141-142, “Esta presunção baseia-se, essencialmente, no carácter materialmente societário do negócio, expresso na finalidade que subjaz ao mesmo: facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de ações da sociedade. Dito de outro modo, a especial desconfiança do legislador perante estes negócios de financiamento provém da finalidade com que os mesmos são celebrados. Em suma, pretende-se evitar a instrumentalização do património social a favor daqueles que pretendem aceder à condição de acionistas”.

## 1.4. O art.º 322º CSC<sup>25</sup>

O regime da assistência financeira está previsto no Título IV (Sociedades Anónimas), do Capítulo III (Ações), Secção III (Ações próprias), no art.º 322º CSC que determina:

*Artigo 322º CSC*

*(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.*

Podemos, desde já, fazer algumas observações. Em primeiro lugar, o legislador, até ao momento, não fez uso da permissão de flexibilização do regime – cuja transposição era facultativa<sup>26</sup> – concedida pela Diretiva 2006/68/CE. Quer isto dizer que temos um regime que foi abolido no Direito Inglês há 30 anos (o berço da proibição) e suprimido na UE há cerca de 10 anos.

Em segundo, o legislador não refere no corpo do art.º 322º CSC – ao contrário ao legislador comunitário e de outras legislações europeias<sup>27</sup> – a expressão “assistência financeira”, pelo

<sup>25</sup> Para uma compreensão do regime português da assistência financeira, cfr. MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 314-318; MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 452-456; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 224-232; INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 142-161; MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 188-220; PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 60-69; BERNARDO ABREU MOTA, “Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)”, *op. cit.*, p. 91-92; PEDRO ALBUQUERQUE, *op. cit.*, p. 807; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*. 5ª Edição. Coimbra: Almedina, 2012, p. 435-436; SÉRGIO COIMBRA HENRIQUES, *op. cit.*, p. 8-10.

<sup>26</sup> Isto conclui-se da análise do Considerando (5): “Os Estados-Membros deverão ter a faculdade de permitir que as sociedades anónimas concedam assistência financeira”.

<sup>27</sup> Cfr. artículo 150 de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) “La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.” (negrito nosso). ALBERTO PALOMERO BENAZERAFF e PABLO SANZ BAYÓN, “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalacandas.” *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*. num.3/2013. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2273573](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2273573) (acedido em 14 de Abril de 2015), p. 3, referem que esta *cláusula de cierre* (cláusula geral) é “una figura de construcción esencialmente doctrinal que suscita en la práctica no pocos problemas interpretativos debido en parte a la insuficiencia de normas imperativas que la regulan, la ausencia de desarrollo normativo y el exiguo tratamiento de la jurisprudencia española”

que esta não comporta qualquer sentido técnico, sendo antes uma expressão que se vulgarizou na linguagem do comércio corrente (*ordinary commerce*)<sup>28</sup>.

Em terceiro lugar, frise-se que a proibição de assistência financeira aplica-se apenas aos casos que um terceiro adquire ações em nome e por conta própria, ou de um terceiro, mas não por conta da sociedade. Neste último caso, estamos perante uma aquisição indireta de ações próprias, tutelada pelo n.º2 a 6 do art.º 316º CSC.

Por fim, o n.º1 do art.º 322º estabelece três requisitos cumulativos: dois objetivos, (i) a sociedade concede empréstimos, fornece fundos e presta garantias a um terceiro (ii) este terceiro subscreve ou adquire ações dessa sociedade; e um requisito subjetivo, (iii) o elemento finalístico ou nexo de causalidade (“para que”). Só verificados estes requisitos cumulativos é que é possível afirmar estar perante a proibição de assistência financeira, com as sanções que consequentemente acarreta. Analisamos de seguida estes pressupostos.

#### 1.4.1. Elementos Objetivos

O primeiro requisito objetivo é o da existência de um negócio de financiamento entre a sociedade e um terceiro. RAÚL VENTURA<sup>29</sup> entende que a disposição “conceder empréstimos e fornecer fundos” aponta num sentido restritivo, estabelecendo uma semelhança entre o empréstimo e o fornecimento de fundos, sob pena de qualquer distribuição de fundos aos sócios ser ilícita. Destarte, o que o legislador visa proibir, objetivamente, é a concessão de crédito pela sociedade ao terceiro. Vão-se incluir aqui o mútuo, o comodato e quaisquer negócios que permitam uma atribuição patrimonial ao terceiro que facilite a subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente, *v.g.*, locação financeira, descontos, abertura de crédito, satisfação de dívidas do terceiro perante outras entidades, descobertos por conta, etc. Refira-se, ainda, que as doações não são admitidas, pois, *il vas san dire*, quem não pode o menos (emprestar), não pode o mais (doar).

Discute-se nesta sede, se a prorrogação do prazo na exigibilidade de um crédito da sociedade sobre um terceiro (*waivers*), ainda releva para efeitos de assistência financeira. A doutrina divide-se neste ponto<sup>30</sup>, mas não podemos deixar de constatar que, se se comprovar o elemento finalístico, materialmente, estamos perante a exata situação que a lei pretende acautelar.

<sup>28</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 219-220.

<sup>29</sup> RAÚL VENTURA, *op. cit.*, p. 376. Também BERNARDO ABREU MOTA, “Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)”, *op. cit.*, p. 93.

<sup>30</sup> No sentido de uma interpretação ampla que inclui estes casos na proibição *vide* MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 314. No sentido contrário, entendendo que nem estes casos subjazem à *factispecie* da norma, nem os casos em que a sociedade satisfaz uma dívida sua para com terceiro antes do seu vencimento cfr. MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 193-194.

Ainda relativamente a este primeiro requisito, o legislador proíbe a prestação de garantias pela sociedade. Bem se comprehende esta proibição, porque temos uma oneração do património social que pode ter efeitos equivalentes à concessão de crédito<sup>31</sup>. A doutrina entende que se incluem aqui não só as garantias em sentido técnico, reais ou pessoais<sup>32</sup>, mas também qualquer instrumento negocial com finalidade garantística<sup>33</sup>, *v.g.*, letra de favor, mandato de crédito, seguro caução.

Note-se, finalmente, que o legislador proíbe a assistência financeira mesmo que não comporte quaisquer danos à sociedade, e mesmo que realizada em condições justas de mercado. Esta configuração do legislador é uma manifestação da mencionada presunção abstrata de lesividade da assistência, e da presunção, *iure et de iure*, de ilicitude do negócio de financiamento.

O segundo requisito objetivo é a subscrição ou aquisição de ações pelo terceiro. INÉS PINTO LEITE<sup>34</sup> entende que o objeto da aquisição, não se limita a ações mas também obrigações convertíveis em ações ou obrigações com *warrants*, desde que a finalidade da assistência seja a de permitir o sócio assistido reforçar a sua posição na sociedade e os direitos adquiridos permitam atingir tal fim. De facto, não deixa de causar estranheza que a sociedade que vai ao mercado se financiar acabe por, simultaneamente, prestar assistência financeira a um terceiro para que este subscreva as obrigações emitidas. Alguns autores<sup>35</sup> entendem que deve ser feita uma avaliação casuística que atende à substância da operação e se representar materialmente uma forma de contornar o art.º 322º CSC então a operação cai na alçada da norma.

#### 1.4.2. Elemento subjetivo

O legislador exige ainda que o financiamento seja realizado “*para que*” o terceiro subscreva ou adquira as ações. A doutrina entende estarmos perante o elemento finalístico, ou a exigência de um nexo de causalidade entre o negócio de financiamento e a subscrição ou aquisição das ações. Este elemento requer que a assistência financeira seja o motivo comum (a todas as partes contratantes) e determinante (no sentido de que sem a subscrição ou aquisição de ações pelo o terceiro, o negócio não teria sido celebrado) do negócio de financiamento, i.e., temos aqui uma relação de causa-efeito. É este elemento que permite

<sup>31</sup> Basta pensar que no limite, se o património social respondesse pela dívida do terceiro, e este depois de ingressar na sociedade não tivesse qualquer outro bem, à sociedade nada mais restaria do que adquirir as suas próprias ações para a cobrança de dívida deste acionista-devedor.

<sup>32</sup> Aval, fiança, penhor, hipoteca, etc.

<sup>33</sup> Questionando se se incluem, aqui, as cartas de conforto cfr. HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 199.

<sup>34</sup> INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 149.

<sup>35</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 226-227; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 196-197 que parece estender a proibição à aquisição destas obrigações quando apenas não sejam realizadas, no caso concreto, em condições justas de mercado.

afirmar a assistência financeira como “uma *unidade negocial complexa*, porquanto orientada para uma finalidade económica unitária”<sup>36</sup>.

Para determinar o nexo, adotou-se a perspetiva subjetivista, sendo necessário interpretar a vontade das partes na celebração do negócio. Para estes efeitos, é irrelevante a conexão temporal entre as duas operações, podendo o financiamento ser anterior, contemporâneo ou posterior à subscrição ou aquisição de ações da sociedade assistente pelo terceiro<sup>37/38</sup>.

Refira-se que, para estes efeitos é irrelevante, de igual modo, se a assistência financeira é imediata ou mediata. No primeiro caso, é o terceiro, que vai subscrever ou adquirir as ações, que celebra um contrato de financiamento com a sociedade, para esse fim. No segundo caso, a sociedade vai conceder crédito a uma outra entidade, que por sua vez financia a subscrição ou aquisição de ações da sociedade. Contudo, também neste último caso, exige-se a verificação do nexo de causalidade.

Levanta-se, nesta sede, a questão de saber se os casos de finalidade mista são subsumíveis ao art.º 322º CSC. A doutrina portuguesa, na esteira das soluções avançadas no direito inglês<sup>39</sup>, entende que se o propósito de facilitar a aquisição for acessório ou incidental de outro propósito principal ou se o propósito da operação for mais amplo, não é de aplicar a proibição<sup>40</sup>. Abordaremos de forma mais pormenorizada esta questão quando tratarmos dos *Leveraged Buy-Outs* (*infra* ponto 5).

#### 1.4.3. Exceções

O n.º2 do art.º 322º CSC exceciona dois casos, em que se admite a assistência financeira. A primeira exceção prende-se com as “operações correntes” dos bancos e das instituições de

<sup>36</sup> INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 151.

<sup>37</sup> Ainda que a conexão temporal não deixe de ser um indício da existência do nexo de causalidade, cfr. MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 197-198.

<sup>38</sup> INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 154 refere que é de igual modo irrelevante a quantidade de ações adquiridas, i.e., independente de conferir ao adquirente uma posição de domínio na sociedade.

<sup>39</sup> São as chamadas “*purpose exceptions*” previstas na *Section 678 (2) Companies Act 2006* “Subsection (1) does not prohibit a company from giving financial assistance for the acquisition of shares in it or its holding company if — (a) the company’s **principal purpose in giving the assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition**, or (b) the **giving of the assistance for that purpose is only an incidental** part of some larger purpose of the company, and the assistance is given in good faith in the interests of the company.” (negrito nosso). O *England and Wales Court of Appeal (Civil Decision)* no caso *Chaston versus SWP Group* (20 December 2002) disponível em <http://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2002/1999.htm> (acedido em 20 de Abril de 2015) abordando a questão da assistência financeira, citam, pertinente, HOFFMAN J. “*One must examine the commercial realities of the transaction and decide whether it can properly be described as the giving of financial assistance by the company, bearing in mind that the section is a penal one and should not be strained to cover transactions which are not fairly within it.*”. No fundo, o autor postula que só uma análise casuística permite concluir estarmos perante a assistência financeira, havendo que considerar todos os fatores que rodeiam a operação.

<sup>40</sup> Neste sentido, inspirando-se fortemente no Direito Inglês, *vide* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 227-228.

crédito. Esta norma visa permitir a gestão ordinária da atividade bancária, que, de outra forma, poderia ver a sua atividade excessivamente coartada. Como refere a doutrina<sup>41</sup>, a exceção não depende apenas (nem principalmente) da qualidade da sociedade assistente, ainda que necessariamente tenham de se qualificar como instituições de crédito ou sociedades financeiras (art.º 3º e art.º 6º RGICSF).

Já se vê que o busílis da questão está em saber o que é que se deve entender operações correntes, ainda que, em princípio, não se levantem problemas de monta, visto que tradicionalmente a atividade bancária concentra-se na receção de depósitos e na concessão de crédito (al. a) e b) do n.º1 do art.º 4º RGICSF)<sup>42</sup>. Assim, entende-se como operação corrente “aquel que a sociedade efetue habitualmente no âmbito da prossecução da sua atividade”<sup>43</sup>. Este conceito exclui desta exceção as situações de assistência financeira em que<sup>44</sup>: a instituição não concede habitualmente crédito para a compra das ações; o crédito é concedido em condições mais favoráveis do que as normalmente praticadas pela instituição; o plano de financiamento é concedido a especuladores para que possam manter, em tempos de crise, a cotação das suas ações. Relembre-se, no entanto, que se não se verificar o elemento finalístico nem é necessário apelar à exceção legal, porque nem se chega a cair na proibição legal (n.º1 do art.º 322º CSC).

A outra exceção verifica-se nos casos em que a sociedade presta assistência ao pessoal da sociedade, ou de sociedade com ela coligada (art.º 481º e ss CSC). Esta exceção é motivada por razões de “socialização da empresa”, em que se reconhece a importância da participação dos elementos que a compõe na sua estrutura, acarretando benefícios ao nível dos lucros e flexibilidade acrescida na gestão<sup>45</sup>. Através desta norma permite-se os planos de compra de ações pelos trabalhadores (“*stock options*”), e outras estratégias análogas, como os *corporate-based compensation plans* e *profit-sharing plans*.

A expressão “pessoal” carece de ser interpretada, uma vez que não corresponde a nenhum termo técnico-jurídico. O facto de o legislador não utilizar a expressão “trabalhadores” sugere que terá sido sua intenção ampliar o âmbito subjetivo da norma<sup>46</sup>. Parece, assim, que se incluem, nesta sede, todos aqueles que com caráter regular prestem serviços à sociedade, e.g., vinculados por um contrato de trabalho autónomo ou por contrato de prestação de serviços<sup>47</sup>. Quanto aos administradores a doutrina é perentória na exclusão dos

<sup>41</sup> O art.º 4º-A RGICSF criou uma nova categoria, as empresas de investimento. São estas empresas subsumíveis à exceção? Parece que não uma vez que em princípio a sua normal atividade não passa pela concessão de crédito.

<sup>42</sup> MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 316.

<sup>43</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 229.

<sup>44</sup> *Vide*, na linha de RAÚL VENTURA, MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 210.

<sup>45</sup> Cfr. HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 211-212.

<sup>46</sup> Em sentido oposto, i.e., que a norma apenas aplica-se aos trabalhadores como tal entendidos segundo o Direito Laboral, interpretando restritivamente a norma *vide* HORTA OSÓRIO, *op. cit.* 210; MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 317.

<sup>47</sup> Já nos parece difícil aceitar que se incluam os contratos de estágio devido ao seu caráter necessariamente temporário cfr. em sentido desta inclusão MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 214.

administradores do âmbito subjetivo da exceção, apoiando-se na proibição na concessão de empréstimos ou crédito aos administradores (art.º 397º CSC)<sup>48/49</sup>.

Por fim, como último requisito, o legislador determina que destas transações ou operações não pode resultar que o ativo líquido da sociedade fique inferior ao montante do capital social acrescido das reservas indisponíveis. Temos aqui um afloramento do princípio da intangibilidade do capital social e que exige que a operação só pode ocorrer com a utilização de bens que seriam livremente distribuíveis pela sociedade aos sócios (art.º 32º e 33º CSC). Uma vez que a saída de um ativo (liquidez) corresponde à entrada de outro ativo (direito de crédito), logo se conclui que, para estes efeitos, só será contabilizado a saída do dinheiro e apenas se atende à diminuição patrimonial resultante do desembolso<sup>50</sup>. Contudo, como critica MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA<sup>51</sup>, como o legislador não impõe a constituição de uma reserva, isto significa que os bens da sociedade podem ser reutilizados *ad infinitum* pela sociedade. Assim, o património social, no limite, pode ser única e exclusivamente composto por créditos da sociedade contra terceiros. Refira-se, por fim, que se a assistência financeira for concedida através da prestação de garantias esta exigência não reveste qualquer efeito útil<sup>52</sup>.

Note-se que ao referirmos, *infra*, o novo regime da 2ª Diretiva relativo à assistência financeira vimos que uma das críticas apontadas, por EÍLIS FERRAN<sup>53</sup>, era, precisamente, a obrigatoriedade da constituição da reserva. Bem se percebe a crítica da autora, professora da Universidade de Cambridge, uma vez que o Direito Inglês<sup>54</sup> está num estádio de evolução muito mais avançado que os demais países europeus, adotando uma posição manifestamente liberal relativamente à assistência financeira (que está limitada às *Public Companies*). Considera-se que atendendo à maior preocupação do legislador português, e comunitário, em assegurar a conservação do património social – não permitindo que este património seja instrumentalizado em benefício dos sócios e da sociedade quando pode vir a ser necessário para a satisfação dos credores – a *ratio* do art.º 322º CSC só é plenamente alcançada com a constituição da reserva. A ausência desta exigência retira todo o conteúdo útil à norma<sup>55</sup>.

<sup>48</sup> Vide, por todos, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 64 “Parece-me claramente que ficarão de fora da *factispecie* legal os administradores”. No entanto MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 217-218 faz voz isolada na doutrina entendendo que os administradores devem ser considerados para estes efeitos como “pessoal” da sociedade, apoiando-se no Regulamento n.º7/2001. Contudo “entende-se que se justifica inteiramente a aplicação do regime da nulidade mista prevista nos números 2 e seguintes do art.º 397º CSC”

<sup>49</sup> Também em Espanha entende-se que os administradores não se incluem nesta exceção, porque a relação com a sociedade é mercantil e não laboral. Discute-se os casos em que os trabalhadores acumulam a posição de conselheiros ou administradores. A doutrina, recorrendo à «teoria do vínculo», consagrada jurisprudencialmente, defende que esta relação não é laboral, antes comercial, e como tal fica excluída da exceção, vide ALBERTO PALOMERO BENAZERAFF e PABLO SANZ BAYÓN, *op. cit.*, p. 12-13.

<sup>50</sup> PEDRO ALBUQUERQUE, *op. cit.*, p. 807.

<sup>51</sup> MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 317-318. Neste sentido PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 64, apontando que a proteção é muito frágil visto que “depois da operação, o valor no ativo que fará de *pendant* com o capital social poderá ser afinal o crédito da sociedade sobre o terceiro... precisamente um dos resultados que o regime legal visa evitar.”

<sup>52</sup> Assim, MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 219-220.

<sup>53</sup> Apud INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 169.

<sup>54</sup> Ver o *Companies Act* do Direito Inglês, em especial a *Part 18, Chapter 2, Section 677-683*.

<sup>55</sup> MARIA VICTÓRIA FERREIRA ROCHA, *op. cit.*, p. 318. Fala-se aqui da reserva à luz do regime proibitivo português. Outra questão seria, caso o legislador decidisse flexibilizar o regime, qual a melhor solução de *iure*

#### 1.4.4. Sanções à Violação da Proibição

O n.º3 do art.º 322º CSC estabelece que a violação da proibição de assistência inquia este negócio de um vício gerador de nulidade (o mesmo já decorria do art.º 294º CC). A posição maioritária da doutrina, apoiando-se na letra da lei, entende que o negócio de subscrição ou aquisição das ações é válido, só sendo nulo aquele negócio de financiamento. INÉS PINTO LEITE faz voz isolada na doutrina, ao considerar que devido à interdependência funcional dos negócios~, todos são nulos<sup>56</sup>.

Entre estas duas posições extremadas, começaram a surgir, recentemente, posições intermédias entre a doutrina mais autorizada. PAULO DE TARSO DOMINGUES entende que nenhuma das posições referidas *supra* permitem alcançar uma solução justa e adequada. Temos, assim, que determinar caso a caso o grau de conexão e dependência dos diferentes atos e contratos. Seguidamente é de aplicar a regra da redução dos contratos coligados (art.º 292º CC), equiponderada pelo princípio da conservação do negócio jurídico, concluindo o autor que “os negócios não viciados deverão manter-se a menos que se demonstre que eles não teriam sido celebrados sem o negócio nulo”<sup>57</sup>.

Numa posição próxima, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>58</sup> – mas admitindo que o princípio geral é o de que a nulidade do negócio de financiamento não contagia a subscrição ou aquisição de ações – considera que as partes podem demonstrar a relação de dependência intrínseca a esta coligação de contratos, de modo que a validade de um contrato depende da validade do outro e neste caso ambos são nulos.

Já MARGARIDA COSTA ANDRADE<sup>59</sup> defende que o âmbito de influência da nulidade não deverá acarretar o contágio do contrato de subscrição ou aquisição de ações quando a boa-fé do vendedor exija a manutenção deste contrato. A nulidade também não se verifica quando a assistência for realizada com bens livremente distribuíveis pelos sócios, mas neste caso os administradores são responsáveis, pessoal e livremente, pelo reembolso do crédito, de forma semelhante ao previsto no n.º5 do art.º 316º CSC.

---

<sup>56</sup> *condendo* (ainda que nunca se pudesse afastar da Diretiva). De facto, nestes casos não se pode adotar um paradigma permissivo, para, simultaneamente, cercear a permissão com um dilúvio de requisitos que tornem a assistência um empreendimento inglório. Da nossa parte, crê-se que o regime será, inevitavelmente, flexibilizado à imagem do Direito inglês, tanto a nível comunitário como a nível nacional.

<sup>57</sup> A autora apela ao brocardo romano *simul stabunt simul cadent*, i.e., caindo o primeiro contrato, cai o segundo, cfr. INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 160-161.

<sup>58</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 68. O autor chega a esta conclusão aplicando analogicamente o art.º 292º CC aos contratos coligados na esteira de ANTUNES VARELA e PIRES DE LIMA.

<sup>59</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 231-232.

<sup>59</sup> MARGARIDA COSTA ANDRADE, *op. cit.*, p. 455-456, a autoria justifica a sua construção alegando que as inseguranças trazidas pela nulidade não devem ser suportadas pelo terceiro de boa-fé; a tendência jusprivatística de restringir a aplicação da sanção da nulidade; e o regime das ações próprias que é muito mais flexível do que o da nulidade (art.º 323º CSC)

Finalmente, refira-se que o art.º 510º CSC tipifica a violação da proibição de assistência financeira, pelo administrador<sup>60</sup> da sociedade, como um ilícito penal, punível com pena até 120 dias de multa.

## 1.5. Casos de Dúvida

Cuidamos aqui, em breve trecho, de casos que não são diretamente tratados pelo legislador, mas que a doutrina questiona se são de admitir face à proibição legal.

### 1.5.1. Aplicação do Regime às Sociedades por Quotas

A doutrina<sup>61</sup> era, até recentemente, unânime a considerar que o regime do art.º 322º CSC não era de aplicar às sociedades por quotas. Os argumentos apontados, pelos defensores desta orientação<sup>62</sup>, são: (i) a letra da lei, visto que o CSC não prevê para as sociedades por quotas disposição semelhante ao art.º 322º CSC e o regime das ações próprias destas sociedades (art.º 220º CSC) remete apenas para o art.º 324º CSC; (ii) a excepcionalidade do preceito legal, que, como tal, não pode comportar aplicação analógica (art.º 11º CC); (iii) a 2ª Diretiva tem como âmbito de aplicação apenas as sociedades anónimas; (iv) o art.º 9º CC que estabelece uma presunção de que o legislador soube exprimir o seu pensamento corretamente; a sanção penal para a assistência financeira proíbe a aplicação analógica; (v) as tendências flexibilizadoras nesta matéria exigem uma interpretação restritiva das normas; por fim, (vi) as sociedades por quotas apresentam inúmeras diferenças estruturais com as sociedades anónimas, *maxime*, o seu regime é marcadamente supletivo, podendo ser afastado pela vontade dos sócios, e o maior poder dos sócios de influir a gestão da sociedade (art.º 259º *in fine*).

As vozes dissonantes desta orientação são, uma vez mais, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e PAULO DE TARSO DOMINGUES. Para estes autores o art.º 322º CSC é de aplicar, por analogia, às sociedades por quotas. PAULO DE TARSO DOMINGUES<sup>63</sup> refere que “como evidenciou o Doutor Castanheira Neves a proibição de aplicação analógica de normas excepcionais faz tanto sentido e tem tanto valor como o decreto justiniano que proibiu a interpretação das leis: ou seja, nenhum (...) E para o Direito, também uma norma excepcional não poderá deixar de ser aplicada analogicamente no âmbito, no círculo da excepcionalidade

<sup>60</sup> Ou pelo gerente da sociedade. Abordaremos mais sobre esta questão quando tratarmos, *infra*, da aplicação do regime às sociedades por quotas.

<sup>61</sup> Ver por todos, INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 130-131.

<sup>62</sup> Ver nota anterior.

<sup>63</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 68-69.

em que ela se insere.”<sup>64</sup> Para este autor, a analogia justifica-se – ainda que não haja o risco de manipulação do mercado bolsista<sup>65</sup>, nem seja tão intenso o risco de “circunvir” o regime da aquisição das quotas próprias<sup>66</sup> – uma vez que as questões do controlo societário, da não observância do princípio da igualdade de tratamento dos sócios, ou da instrumentalização do património societário, verificam-se de igual modo, ou, inclusivé, de forma mais enérgica, devido à maior poder dos quotistas na gestão da sociedade<sup>67</sup>. O autor conclui que nestes casos, a aplicação analógica não permite a aplicação da sanção penal do art.º 510º CSC<sup>68</sup>.

ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>69</sup>, no entanto, chega, ainda que à mesma conclusão, pela via que nos parece mais avisada. A autora defende que a analogia se justifica devido à necessidade de tutela do capital social, uma vez que o princípio da conservação do capital social também se aplica a este tipo societário. Até aqui, a autora apresenta argumentos próximos de PAULO DE TARSO DOMINGUES, que subscrevemos inteiramente. Contudo, na sua exposição a autora defende que uma interpretação correta do art.º 510º CSC permite chegar a esta conclusão, aplicando a sanção penal. De facto, rege o preceito:

*Artigo 510.º*

*Aquisição ilícita de quotas ou ações*

*1 - O gerente ou administrador de sociedade que, em violação da lei, subscrever ou adquirir para a sociedade quotas ou ações próprias desta, ou encarregar outrem de as subscrever ou adquirir por conta da sociedade, ainda que em nome próprio, ou por qualquer título facultar fundos ou prestar garantias da sociedade para que outrem subscreva ou adquira quotas ou ações representativas do seu capital, é punido com multa até 120 dias.*  
(negrito nosso)

Como vemos, é o próprio legislador que, em sede penal, determina que a assistência financeira para a aquisição de quotas acarreta uma multa até 120 dias para o gerente e, de tal modo, reconhece a proibição de assistência financeira nas sociedades por quotas. Este argumento, ainda que não definitivo, somado aos restantes apontados por PAULO DE TARSO DOMINGUES e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, é, a nosso ver, o *coup de grâce* que determina a aplicação analógica do art.º 322º CSC às sociedades por quotas, que sendo violado gera a sanção penal do art.º 510º CSC. Não obstante, a autora não ignora os “ventos

<sup>64</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 69.

<sup>65</sup> Pois as quotas não estão cotadas em bolsa, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 69.

<sup>66</sup> Porque como refere o autor, a regulamentação “é bem mais lassa”, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 69.

<sup>67</sup> Vide PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 69. Cfr. art.º 259º *in fine* CSC.

<sup>68</sup> Também neste sentido, vide PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.*, p. 436 “Embora consideremos estes argumentos muito fortes, temos dúvidas de que a falta de remissão legal não se tenha ficado a dever a um lapso, a que importaria pôr cobro, recorrendo à analogia. Não podemos, em qualquer circunstância, aceitar que à eventual infração dessa regra se aplique a sanção de natureza criminal.”

<sup>69</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 230-231.

de mudança" que se fazem sentir neste campo, mas, como pertinentemente refere, enquanto o sistema jurídico se mantiver inalterado, esta é a solução que decorre da lei<sup>70</sup>.

### 1.5.2. Aplicação aos Grupos Societários

A lei portuguesa não prevê expressamente – ao contrário do regime das ações próprias<sup>71</sup>, e de outras legislações europeias<sup>72</sup> – as situações em que a sociedade dominada presta assistência financeira a um terceiro para que subscreva ou adquire ações a uma sociedade, sua dominante.

Contudo, a doutrina é unânime a considerar que estes casos são, de igual modo, subsumíveis ao art.º 322º CSC, sob pena de "inaceitável inconsistência valorativa"<sup>73</sup>, porquanto os prejuízos que se visam evitar são exatamente os mesmos caso a assistência financeira provenha da própria sociedade ou de sua dominante<sup>74</sup>.

### 1.5.3. Aquisição da Totalidade do Capital Social

A questão que aqui nos ocupa é a de saber se um terceiro assistido pela sociedade para a aquisição da totalidade do seu capital social é, ainda, uma situação de violação da proibição de assistência financeira.

MARIANA DUARTE SILVA<sup>75</sup> defende que, neste caso, como deixam de haver minorias societárias carentes de tutela, cessa a razão de ser da norma – a proteção dos acionistas. Contudo, a autora entende que a necessidade de proteção dos credores reclama a aplicação do n.º 2 *in fine* do art.º 322º CSC a estas situações, i.e., a assistência financeira só pode ser

<sup>70</sup> A lei espanhola consagra expressamente a proibição de assistência financeira para a sociedade de responsabilidad limitada (o equivalente às nossas sociedades por quotas) no artigo 143 de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) "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." (negrito nosso).

<sup>71</sup> Art.º 325º-A e art.º 325º-B CSC. Estas disposições consagram um princípio da equiparação que podemos nos socorrer no caso de assistência financeira, apelando a um argumento sistemático visto que o regime da assistência está inserido no regime das ações próprias.

<sup>72</sup> Mais uma vez se faz apelo à legislação espanhola *vide* artigo 150 de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) "La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de **sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.**" (negrito nosso)

<sup>73</sup> MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 203.

<sup>74</sup> MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 205-206 advogando a não aplicação analógica do art.º 322º CSC às sociedades por quotas, admite os casos em que a sociedade – anónima ou por quotas – dominada presta assistência financeira a um terceiro para que subscreva ou adquira participações da sociedade dominante quando esta for uma sociedade por quotas.

<sup>75</sup> MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 220-223.

prestada com bens que poderiam ser livremente atribuídos aos sócios. Se o terceiro assistido for uma sociedade, constitui-se uma relação de grupo. Como nestes casos a sociedade dominante é ilimitadamente responsável pelas dívidas da sociedade dominada (art.º 491º e art.º 501º CSC) nem se justifica a aplicação do n.º 2 *in fine* do art.º 322º CSC.

Ora, não podemos concordar com esta argumentação. Como bem nos diz 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”<sup>76</sup>. Nestes casos, em que há o favorecimento de um acionista em detrimento dos demais, haverá, em princípio, uma violação do princípio da igualdade de tratamento dos sócios.

Acresce que como vimos a proibição legal assenta num *ratio complexa*, pelo que, o legislador ao não distinguir e presumindo que expressou corretamente o seu pensamento (n.º 3 do art.º 9º CC), cremos que a proibição financeira é de aplicar independentemente do número de ações adquiridas pelo terceiro.

#### 1.5.4. Distribuição de Dividendos

Pode dar-se o caso de um terceiro subscrever ou adquirir ações da sociedade recorrendo a um financiamento externo, e acordar com o credor que o reembolso far-se-á com os dividendos que receba da sua participação na sociedade. Estaremos, ainda aqui, perante um caso de assistência financeira?

Entende-se que, nestas situações, se forem respeitadas as regras legais de distribuição de lucros de exercício e de atribuição de bens aos sócios<sup>77</sup>, os interesses da sociedade e dos credores estão suficientemente acautelados. Assim, mesmo que haja uma distribuição massiva de dividendos, nunca caímos sob o regime da proibição de assistência financeira. O art.º 322º CSC é alheio a estas situações, reconduzindo-se as mesmas à regulamentação de distribuição de dividendos.

## 2. O Caso Concreto dos *Leveraged Buyout* (LBO)<sup>78</sup>

<sup>76</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 230.

<sup>77</sup> Cfr. art.º 31º, 32º, 33º CSC. Em específico para as sociedades por quotas *vide* art.º 217º e 218º CSC. Para as sociedades anónimas, *vide* art.º 294º e 295º CSC.

<sup>78</sup> Acerca dos LBO *vide* HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, *passim*; ENGRÁCIA ANTUNES, “A Transmissão da Empresa e o seu Regime Jurídico.” *Revista da Faculdade de Direito - UFBR*, Curitiba, p. 39-85 de n.º 48, 2008.

## 2.1. Breve Evolução Histórica

A empresa – entendida como a organização autónoma de fatores produtivos (trabalho, capital e conhecimento) voltada para o mercado e atuando para este, dedicada a uma atividade económico-produtiva de bens ou serviços<sup>79</sup> – “nasceu, de um certo modo, condenada a circular e a mudar de mãos.”<sup>80</sup> A transmissão da empresa pode ser realizada de forma direta, tendo o negócio como objeto imediato a empresa (*asset deals*), ou de forma indireta, quando o objeto imediato do negócio são as participações da sociedade titular da empresa (*share deals*).

Os meandros da história<sup>81</sup> demonstram uma evolução do capitalismo de tipo rudimentar a um capitalismo industrial no século XIX, que por sua vez evoluiu para um capitalismo financeiro no século XX. No século XXI vive-se um capitalismo globalizado de base tecnológica<sup>82</sup> em que predomina a *high tech finance*. É neste ambiente que a empresa se movimenta, pelo que não é de estranhar que as formas da sua transmissão tenham assumido feições sofisticadas, revestidas de grande complexidade. A empresa, por sua vez, já não é detida por um comerciante individual, mas, por regra, detida por várias sociedades (empresa plurisocietária). Não surpreende que a transmissão indireta da empresa seja hoje a principal forma de negociação empresarial<sup>83</sup>.

Entre as modalidades de transmissão indireta da empresa, surgiu uma modalidade especial de financiamento, o *Leveraged Buyout* (adiante LBO). Esta figura nasceu no final dos anos 60, início dos anos 70 do século XX, nos EUA. Nos anos 80, com o emergir dos investidores de capital de risco (*venture capital*) e a banca de investimento, os LBO atingem o seu apogeu. Com os anos 90, a globalização da economia, a desintermediação financeira e a proliferação de fundos de investimento levou a um forte crescimento – um verdadeiro “sobreaquecimento” do mercado. Apesar de nos anos 2000 ter havido alguns períodos de abrandamento, o LBO é ainda um êxito neste país<sup>84</sup>.

---

<http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs/index.php/direito/article/viewFile/15742/10447> (acedido em 21 de Abril de 2015), p. 51-52; ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa Como Objecto de Negócios - “Asset Deals” versus “Share Deals”.” Revista da Ordem dos Advogados . p. 715-793 de Vol. 2/3, n.º 68 (2008). <http://www.oa.pt/upl/%7B4a1b3c3e-e00f-4bee-bd87-472cb0083030%7D.pdf> (acedido em 21 de Abril de 2015), p. 735-736; FÁTIMA GOMES, *Manual de Direito Comercial*. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2012, p. 177-180; MENEZES CORDEIRO “Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa.” *Revista da Ordem dos Advogados*. Ano 54 - Vol. III - Dezembro, 1994. <http://www.oa.pt/upl/%7B0465e24a-e154-4d0d-92ac-ba3d105d3dc6%7D.pdf> (acedido em 18 de Abril de 2015), p. 768-772; PAULO DE TARSO DOMINGUES, *ob. cit.*, p. 70-71; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 22-24, 307-308; INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 161-168; MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 228-230; BERNARDO ABREU MOTA, “Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)”, *op. cit.*, p. 92-93; LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 32-44.

<sup>79</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.*, p. 58-59.

<sup>80</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 715.

<sup>81</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 722.

<sup>82</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 722-723.

<sup>83</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “A Transmissão da Empresa e o seu Regime Jurídico.”, *op. cit.*, p. 45 “a transmissão indireta se transformou hoje na principal, senão mesmo hegemonic, modalidade de negociação empresarial”.

<sup>84</sup> Víde SAFA BENTHABET e OUIDAD YOUSFI, “Le LBO: Enjeux et Perspectives.” 2008. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1116207](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1116207) (acedido em 13 de Abril de 2015), p. 6-7, os autores dividem em cinco fases a evolução do LBO nos EUA: (i) anos 80, a estreia é um sucesso, (ii) anos 90 há um sobreaquecimento do mercado, marcado por escândalos financeiros (iii) entre 1994 e 2000 há um forte crescimento, (iv) segue-se um período de abrandamento (v) a partir de 2003 o volume dos projetos de LBO

Na Europa, a falta de homogeneidade e a menor liquidez, eficácia e dimensão dos mercados, impediu que o LBO assumisse a mesma importância que nos EUA, contudo o seu interesse e relevância prática não deve ser desprezada, principalmente no que toca ao investimento através de capital de risco, merecendo destaque o Reino Unido como o principal mercado de LBO<sup>85/86</sup>.

## 2.1. Conceito de LBO

O *leveraged buyout* é uma técnica jurídica de aquisição de empresas societárias, através da qual o adquirente financia-se 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<sup>87</sup>.

Fala-se de “*buyout*” porque a empresa vai ter um novo titular. E fala-se em “*leveraged*” (ou compra alavancada) porque os adquirentes vão recorrer a um elevado nível de endividamento, a ser suportado pela empresa adquirida. Economicamente, os efeitos visados pelo LBO são o de que o custo da aquisição seja suportado pelas “*forças económicas presentes e futuras* da empresa a adquirir”<sup>88</sup>.

O LBO, devido aos seus contornos, assume especial acuidade como forma de financiamento para a tomada de controlo de sociedades (*takeover*), em que o adquirente visa através da titularidade das participações sociais obter o domínio da empresa, tendo o poder de

---

aumenta progressivamente. Apesar de não termos dados, não será de estranhar que este crescimento terá, mais uma vez, abrandado com a crise financeira de 2007-2009.

<sup>85</sup> LUISA ALEMANY, “Analysis of the Top Leveraged Buy-Outs (LBOs) in Spain, 2005-2007.” ESADE Business School. 02 de Maio de 2008. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1176822](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1176822) (acedido em 15 de Abril de 2015), p. 2-4, dados até 2007 revelam que, na Europa, o LBO representava 71% do investimento através de capital de risco. Em Espanha, apesar de, entre 2005 a 2007, representar uma fatia menor do investimento, 64%, estes três anos geraram um volume de investimento de 7 401 milhões de euros.

<sup>86</sup> MIKE WRIGHT, TOMAS SIMONS, LOUISE SCHOLES, e LUC RENNEBOOG, “Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect.” ECGI - Finance Working Paper No. 126/2006 . Julho de 2006. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=918121](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918121) (acedido em 20 de Abril de 2015), p. 2-3, referem que o mercado do LBO cresceu substancialmente no Reino Unido desde os anos 80. Em 1997, o mercado quebrou a barreira das 10 biliões de libras. Em 2000, o mercado do LBO chegava às 20 biliões de libras, sendo que esse ano marcou a primeira vez que uma única transação ultrapassou a marca dos 3 biliões de libras no *buyout* do MEPC pela Leconport. Em 2005, o Reino Unido completavam 20 000 transações através de LBO.

No restante espaço europeu, apesar do Reino Unido ter de longe o mercado mais ativo, a França, Alemanha, Holanda, Espanha e Itália têm um mercado considerável. E os dados suportam esta afirmação: entre 1996 e 2005 o valor combinado dos LBOs ultrapassou os 100 biliões de euros.

<sup>87</sup> Cfr. no Direito Italiano, GIARETTA, Gionattan. “Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?” Rivista di scienze della comunicazione. Luglio-dicembre de A.IV (2012) n.2. <[https://www.openstarts.units.it/dspace/bitstream/10077/8487/1/Giarettta\\_tigor-VIII.pdf](https://www.openstarts.units.it/dspace/bitstream/10077/8487/1/Giarettta_tigor-VIII.pdf)> (acedido em 29 de Abril de 2015), p. 148 “Il leveraged buy out può essere definito come una fattispecie a formazione complessa consistente in una serie di operazioni tese all’acquisizione di un’impresa, o dei soli cespiti di questa, con fondi derivanti prevalentemente da capitale di debito, il cui rimborso è garantito dagli attivi patrimoniali dell’impresa acquisita ed è sostenuto dai c.d. “flussi di cassa” da essa generati, oltre che dall’eventuale dismissione di attività non strategiche da essa possedute.”

<sup>88</sup> HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 19.

determinar a sua atividade ou de exercer sobre a sociedade adquirida uma influência dominante<sup>89</sup>.

Como se depreende da noção avançada *infra*, não é obrigatório que o LBO se processe por fusão, mas esta é a única forma de admitir a operação em face do ordenamento jurídico português. Com efeito, a capacidade jurídica das sociedades<sup>90</sup> (art.º 6º CSC) não permite a assunção de dívida alheia ou a prestação de garantias (gratuita) por dívidas de outras entidades (salvo nos casos previstos no n.º 3 do art.º 6º CSC). Na fusão, pelo contrário, é o próprio legislador que determina que, por esta, há, *ex lege*, a transmissão universal do património das sociedades participantes para a sociedade resultante da fusão (al. a) do n.º 1 do art.º 112º CSC), i.e., transmitem-se todos os créditos e débitos da sociedade<sup>91</sup>. Pelo que o LBO, com recurso à fusão, não é uma operação que contende com a capacidade das sociedades.

Assim, usualmente, numa operação de LBO a sociedade adquirente ou tomadora (*raider*, *bidder*) vai constituir<sup>92</sup> uma sociedade veículo ou *ad hoc*, com uma aportação mínima de capitais (*special purpose vehicle* ou SPV; *new companies* ou *newco*). Esta SPV vai ao mercado se financiar, de forma a adquirir a sociedade alvo (*target*; *old company* ou *oldco*).

<sup>89</sup> Sobre o *takeover* de sociedades *vide* MENEZES CORDEIRO “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, *passim*. Também o *takeover* teve o seu berço nos EUA, estendendo-se num segundo momento à Europa. O autor refere que em 1985, houve nos EUA 3400 aquisições de empresas movimentando 235 biliões de dólares. O autor aponta as várias modalidades de *takeovers*: amigável ou hostil, consoante há ou não acordo da administração da sociedade alvo (o autor destaca, e bem, que a oferta nunca poderá ser hostil face aos sócios, sob pena de nunca vir a ter sucesso); com OPA e sem OPA; e quanto à finalidade o *takeover* pode ser económico ou financeiro, conforme a tomada da sociedade alvo visa sinergias ou apenas o lucro imediato através do seu desmantelamento, e consequentemente a destruição de riqueza.

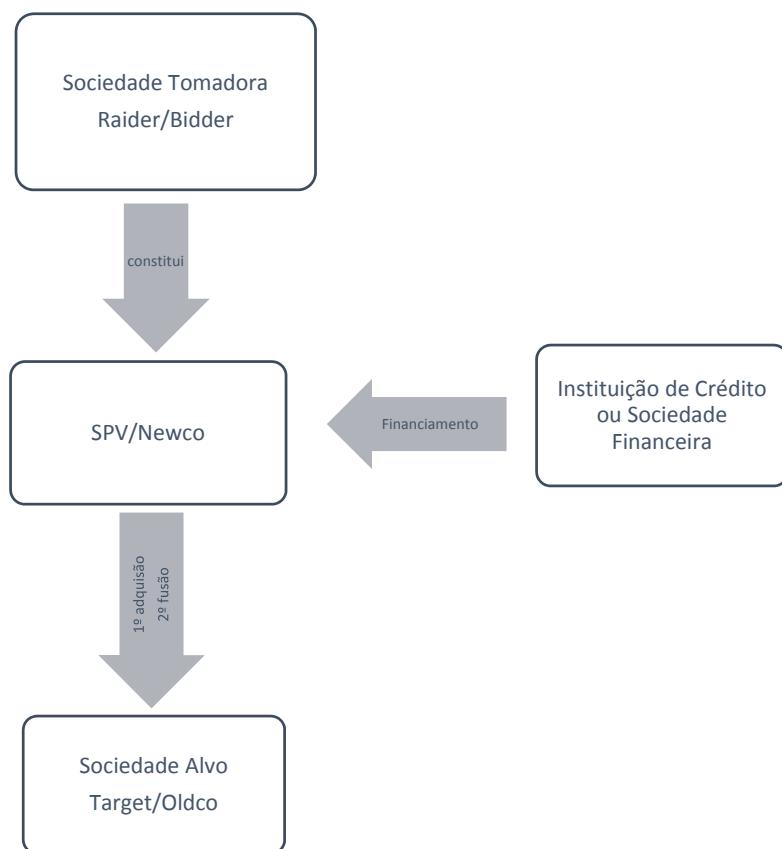
<sup>90</sup> A capacidade da sociedade está limitada pelo princípio da especialidade do fim, o que já decorreria do art.º 160º CC. A grande querela que tem animado a doutrina é o que é que deve ser entendido como fim da sociedade. ALEXANDRE SOVERAL DE MARTINS, “Artigo 6º”, em Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. I. de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, p. 108-122. Coimbra: Almedina, 2010, p. 110-111 defende, numa perspetiva tradicionalista, que o fim da sociedade, partindo do art.º 980º CC, “é o da obtenção de um lucro para repartir entre os sócios (...) Se, em concreto, é possível concluir que um acto não é necessário nem conveniente à prossecução do fim lucrativo, o mesmo deve ser considerado *nulo*, nos termos do disposto no art. 294º CCiv.”. Esta noção tradicional de fim lucrativo tem, no entanto, vindo a ser contestada, *vide* FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*. Lisboa: UCP, 2009, p. 32-38 que refere as principais perspetivas sobre esta matéria merecendo destaque, por romper com noção tradicional, MENEZES CORDEIRO – que considera que a sociedade é suscetível de cumprir funções diversificadas – e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS – que defende que o elemento lucrativo ainda que corresponda ao fim típico da sociedade, não é elemento essencial da mesma. A autora, *ibidem*, p.48, toma posição nesta matéria entendendo que “a sociedade comercial, nos nossos dias, não pode deixar de se definir à luz do sistema jurídico como um todo coerente, e não apenas por referência a uma disposição normativa, qual seja o art.º 98º CC, que já demonstrou à sociedade não descrever sequer de forma exaustiva, ou juridicamente inabalável, o que se entende por sociedade comercial”. Da análise dos casos específicos da SAD e da SA estadual (em especial os “Hospitais SA”), a autora, *ibidem*, p. 59-60 conclui que a “sociedade anónima, não exige a prossecução do fim lucrativo como elemento essencial à sua caracterização jurídica (...) sociedade anónima se caracteriza por conter regras que possibilitam a obtenção e a repartição de lucros, as quais não têm natureza imperativa, podendo e devendo ser modeladas, de acordo com os interesses envolvidos, ao abrigo do princípio da autonomia privada, e conforme as situações legalmente previstas. A modelação só é permitida, no sentido de se afastar o fim lucrativo, por disposição legal expressa ou implícita, criada pela lei.” (negrito nosso).

<sup>91</sup> Como refere ELDA MARQUES, “Artigo 112º”, em Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. II, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), p. 288-309. Coimbra: Almedina, 2011.p. 292, a sucessão *in universum ius* operada pela fusão ocorre *uno actu* devido à “necessidade prática de facilitar a realização de uma operação global, não decomposta na multiplicidade de transmissões singulares relativas a cada elemento do activo e cada elemento do passivo a que haveria lugar”

<sup>92</sup> Não tem de haver lugar à constituição de uma nova sociedade, podendo a sociedade tomadora servir-se de uma sociedade previamente constituída e de que detenha o controlo. Mas como refere HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 20 estas sociedades “devem ser vistas como realidades temporárias, não gerando a médio e longo prazo, qualquer valor acrescentado, pois aquando da tomada do controlo do capital das sociedades *target*, como veremos adiante, dá-se, em regra, uma transferência efectiva do seu património – escasso – e dos seus meios humanos – gestores – para a empresa *target*.”

Posteriormente, a sociedade veículo funde-se com a sociedade alvo, e, assim, há uma transmissão universal do seu património, incluindo todos os créditos e débitos. É o chamado *merger LBO* que vamos desenvolver quanto tratarmos das diversas modalidades que podem revestir o LBO.

Esquematicamente temos:



### 2.3. Modalidades

O LBO é uma técnica de aquisição de empresas que se apresenta múltipla e variada, cujo apanágio é o princípio da autonomia da vontade das partes (art.º 405º CC). Em seguida, enunciamos as principais modalidades – observadas na prática negocial – enunciadas pela doutrina<sup>93</sup>:

<sup>93</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, "A Empresa como Objecto de Negócios...", *op. cit.*, p. 735-737; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 93-131; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 307-308; LUC RENNEBOOG e TOMAS SIMONS. "Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs, and IBOs." ECGI Working Paper Series in Finance, Finance

- *Leveraged Merger Buyout* (LMOB): corresponde ao esquema típico a que nos referimos *supra*. A sociedade tomadora constitui a *newco*, a qual adquire uma participação totalitária ou maioritária na sociedade alvo. Num segundo momento há uma fusão por incorporação entre a *newco* e a sociedade alvo (al. a) do n.º 4 do art.º 97º CSC). Porém nada obsta, que a fusão destas sociedades se efetue por concentração (al. b) do n.º 4 do art.º 97º CSC)<sup>94</sup>.
  - *Forward Merger Buyout*: a *newco* (incorporante) incorpora a sociedade alvo (incorporada).
  - *Reverse Merger Buyout*: a *newco* (incorporada) é incorporada na sociedade alvo (incorporante).
- *Management Buyout* (MBO): os administradores adquirem as participações sociais da sociedade que administram e transfiguram-se nos sócios da sociedade alvo, passando a ser os titulares da empresa que administram.
- *Management Buyin* (MBI): os adquirentes das participações sociais da sociedade alvo são um grupo de administradores, mas estes são externos à sociedade alvo
- *Buyin and Management Buyout* (BIMBO): a sociedade alvo é adquirida por um grupo de gestores composto por administradores internos à sociedade e administradores externos à mesma. É um modelo misto de MBO e MBI.
- *Institucional Buyout* (IBO): a tomada de controlo da sociedade é efetuado por entidades financeiras, *v.g.* uma sociedade de *private equity* ou uma sociedade de capital de risco. Normalmente, a aquisição tem em vista dispor da sua participação da sociedade para alcançar o lucro imediato.
- *Family Buyout* (FBO): os adquirentes pertencem a uma mesma família dos titulares da sociedade alvo. É de frequente verificação nos casos de sucessão de empresas hereditárias ou quando a sociedade pretende se fechar sob propriedade familiar.
- *Employee Buyout* (EBO): aqui são os trabalhadores da empresa adquirida que se tornam nos sócios da mesma. Verifica-se um tratamento de incentivo a esta modalidade de LBO em vários ordenamentos jurídicos<sup>95</sup>. É comum a aquisição se realizar através de um *Employee Stock Ownership Plan* (ESOP), que nada mais é do que um fundo de investimento destinado a financiar a aquisição, mas impossibilitando os trabalhadores de alienarem as suas participações sociais<sup>96</sup>.

Working Paper N.º 94/2005, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=796047](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796047)> (acedido em 30 de Maio de 2015).

<sup>94</sup> Sobre a fusão e as suas diferentes modalidades cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.*, p. 896-904.

<sup>95</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 736, refere o regime de favor desta modalidade. HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 49-50, refere o regime de favor da França dos *Rachat de l'Enterprise par ses Assalariés* (RES).

<sup>96</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 736.

- *Public to Private Buyout* (PtoP): aqui o LBO visa o *delisting* de uma sociedade cotada em bolsa. Verifica-se quando grandes grupos societários alienam filiais de menor dimensão que não são rentáveis para se concentrar no seu *core business*<sup>97</sup>.

Podemos ainda indicar duas figuras afins ao LBO:

- *Recapitalization* (RECAP): é uma reconfiguração da situação patrimonial da sociedade, que contrai dívida adicional e simultaneamente reduz os seus capitais próprios, *e.g.*, através de uma deliberação de distribuição de dividendos (que é no fundo financiada por capitais alheios). Ora como se vê a empresa não “muda de mãos”, mas aos sócios é atribuída liquidez através da alavancagem da sociedade<sup>98</sup>.
- *Restructurings*: a sociedade contrai dívida para a aquisição de ativos e num segundo momento vende parte destes ativos de forma a poder amortizar a dívida contraída.

## 2.4. Vantagens e Desvantagens

A questão que aqui se trata é a de saber quais os motivos que levam a estruturar a aquisição de empresas recorrendo ao LBO e quais o perigos que o mesmo apresenta. Como principais vantagens para os intervenientes a doutrina<sup>99</sup> costuma apontar: (i) através da fusão geram-se sinergias<sup>100</sup>, pela coordenação e colaboração das diversas empresas; (ii) permite pôr termo a situações de concorrência; (iii) o lucro imediato mediante o desmantelamento da sociedade adquirida, reduzindo as despesas e ativos supérfluos e ineficientes<sup>101</sup>; (iv) através de um pequeno investimento os compradores adquirem um negócio viável, com um potencial elevado; (v) a empresa não cresce como o pretendido, carecendo de *know-how* ou uma gestão especializada, que a sociedade tomadora pode fornecer; (vi) a sociedade alvo pode ter esgotado a sua capacidade de crescimento no mercado em que atua, tendo pouco ou nenhum passivo e, assim, o LBO permite que se expanda para outros mercados. Costuma ainda apontar-se como motivações para os compradores (vii) o *status socii* que permite ao

<sup>97</sup> SAFA BENTHABET e OUIDAD YOUSFI, *op. cit.*, p. 2.

<sup>98</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 308 “Economicamente (...) os acionistas substituem o seu capital próprio “mais caro” por capitais alheios “mais baratos” (...) Para além de poder ser usada para tornar a empresa menos atrativa para *takeovers hostis* (*shark repellent*), da perspetiva em que nos situamos, a *leveraged recapitalization* funciona como uma forma de refinanciamento, atribuindo liquidez aos acionistas sem ser necessária a venda total da empresa.”

<sup>99</sup> Ver, por todos, MENEZES CORDEIRO “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, p. 768-771; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 18-25; LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 35-36.

<sup>100</sup> “The definition of synergy is two plus two equals five, and it happens about that often” apud MENEZES CORDEIRO “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, p. 764 (o autor não identifica a fonte da expressão).

<sup>101</sup> É o que HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 96-97 refere como *takeover* financeiro legítimo por oposição ao especulativo. Este última modalidade de *takeover* é condenada pela doutrina, cfr. MENEZES CORDEIRO “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, p. 768.

adquirente dirigir a empresa, auferir os seus lucros e vendê-la<sup>102</sup>. Por fim, numa perspetiva macroeconómica, não há como negar o (viii) fomento da economia provocado pelo LBO<sup>103</sup>.

Claro está de ver que cada modalidade específica de LBO comporta vantagens próprias. O MBO e o PtoP<sup>104</sup> tem como vantagem a redução dos *agency costs*, pois, no primeiro caso, a administração passa a ter uma posição de controlo na estrutura societária; no segundo caso, há uma menor dispersão do capital social. Quando os administradores participam no LBO há uma maior probabilidade de sucesso, uma vez que, estes, melhor do que ninguém, conhecem a situação patrimonial da sociedade e eventualmente o excesso de *cash flow (free cash flow)* que permite à sociedade alvo suportar o alto nível de endividamento que irá advir da operação. Ainda, o MBO e o EBO têm em comum a vantagem de aumentarem a produtividade devido aos benefícios advinientes da “socialização da empresa”<sup>105</sup>.

Não obstante, o LBO comporta perigos ponderosos, que merecem a sua máxima atenção. Desde logo, o alto nível de endividamento intrínseco à operação comporta um risco latente de insolvência<sup>106</sup>. Acresce que o CIRE coloca diversas reservas à operação. Uma sociedade está insolvente quando não consegue cumprir pontualmente as suas obrigações vencidas (n.º 1 do art.º 3º CIRE). A este conceito de insolvência, acresce um segundo<sup>107</sup>, previsto no n.º 2 do art.º 3º CIRE, que determina que a sociedade por quotas ou anónima se considera insolvente quando o seu passivo é manifestamente superior ao ativo<sup>108</sup>, tendo os gestores, nesta situação, 30 dias para se apresentar à insolvência (n.º 1 do art.º 18º CIRE). Ora, no LBO, a *newco* vai estar, muito provavelmente, nesta situação até à sua fusão com a sociedade alvo. Não quer isto dizer que a sociedade esteja insolvente, uma vez que o acesso ao crédito pode permitir a satisfação pontual dos seus créditos. Refira-se, ainda, que a dívida subordinada por convenção das partes, não será contabilizada para estes efeitos<sup>109</sup> (al. c) do

<sup>102</sup> Para além de todas as vantagens mencionadas, HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 18, citando KAPLAN refere que o LBO representa para a sociedade alvo um ganho de 20% a 37% do preço das ações da sociedade.

<sup>103</sup> Veja-se aqui os gráficos apresentados por SAFA BENTHABET e OUIDAD YOUSFI, *op. cit.*, p. 8-15.

<sup>104</sup> LUC RENNEBOOG e TOMAS SIMONS, *op. cit.*, p. 7-14.

<sup>105</sup> Sobre a socialização da empresa *vide* HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 209-212.

<sup>106</sup> GARRIDO *apud* INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 165 refere-se ao LBO como *Large Bankruptcy Opportunity*.

<sup>107</sup> MARIA ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da Insolvência*. 6ª Edição. Coimbra: Almedina, 2014, p. 24-25.

<sup>108</sup> LUÍS CARVALHO A. FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*. 2ª Edição. Lisboa: Quid Juris, 2008, p. 89, os autores referem que o escopo da norma é considerar como insolvente aquelas sociedades que, segundo as regras da normalidade da vida empresarial, demonstram, no seu balanço, uma manifesta impossibilidade para cumprir pontualmente as suas obrigações vencidas. MARIA ROSÁRIO EPIFÂNIO, *op. cit.*, p. 25 refere o modelo alemão para determinar a insolvência de uma sociedade (*Überschuldung*) em que (i) contrapõe-se o passivo com o ativo da sociedade e (ii) havendo sobreendividamento há lugar a juízo de prognose sobre a continuidade da empresa. Caso o juízo seja positivo, o sobreendividamento será superável pelo valor de continuidade da empresa. Caso contrário, havendo um juízo negativo, a consequência é a insolvência da sociedade. Apesar da pertinência da solução, fica por responder se esta solução é aplicável ao ordenamento jurídico português. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*. Coimbra: Almedina, 2015, p. 28, entende que não se pode relacionar o n.º 2 do art.º 3º CIRE com o n.º 1 do mesmo art., uma vez que “a relação não é muito próxima. Se o passivo excede manifestamente o ativo, a lei considera que o risco para os credores de o devedor continuar a exercer normalmente a sua atividade é demasiado elevado (...) Mas não se pode por isso concluir que só é manifesta a superioridade do passivo em relação ao ativo quando revelar uma qualquer probabilidade de não cumprir pontualmente no futuro as suas obrigações. Este será, certamente, um aspeto a considerar para se ver se a superioridade é manifesta. Mas não é o único, nem é necessário.” (negrito nosso). O autor – ainda que aparente defender uma interpretação ampla da norma – parece admitir a ponderação da situação contabilística no caso concreto. Assim, temos uma porta que se abre, uma vez que, no caso do LBO por regra a empresa, apesar de estar com um passivo manifestamente superior ao ativo, estará solvente por ter acesso ao crédito.

<sup>109</sup> Poderá toda a dívida não ser contabilizada como passivo, uma vez que, esta será paga com os *cash flows* do projeto? Parece que não, visto que a doutrina mais autorizada entende que só caberão aqui os créditos

n.º3 do art.º 3º CIRE e al. c) do art.º 48º CIRE). Não obstante, o balanço da sociedade vai, muito provavelmente, continuar a refletir uma situação que preenche a *factispecie* do n.º2 do art.º 3º CIRE. Se nestes casos, a sociedade se encontrar insolvente, o administrador, que não apresenta a sociedade à insolvência, viola os seus deveres legais (art.º 64º CSC). Assim, aquele pode ser responsabilizado, mesmo depois da fusão, pelos danos causados à sociedade, aos seus sócios e aos credores, uma vez que, na verificação da situação patrimonial das sociedades e na conclusão da fusão, não observou a diligência de um gestor criterioso e ordenado, se a fusão se efetuar com uma sociedade insolvente (n.º1 do art.º 114º CSC)<sup>110</sup>.

No MBO surge-nos a questão, não despicienda, de saber se é admissível que os administradores participem nesta operação, atendendo aos deveres de cuidado e – principalmente – os deveres de lealdade que devem pautar a sua atuação<sup>111/112</sup> (art.º 64º

---

subordinados previstos no art.º 48º CIRE. *Vide* LUÍS CARVALHO A. FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *op. cit.*, p. 93 “Não pode, no entanto, esta alínea ser entendida em termos de se excluírem todas as restantes dívidas qualificáveis como subordinadas, quer por o texto legal não legitimar tal assserção, quer pela circunstância de muitas delas serem resultantes da própria declaração de insolvência e de atos praticados em consequência dela.”. Contudo, os créditos subordinados pelas partes – *máxime* dívida de 2º grau ou *junior debt* – são contabilizados para efeitos de determinação do passivo (al. c) do n.º3 do art.º 3º CIRE).

<sup>110</sup> Além da responsabilidade criminal que eventualmente incorra (art.º 227º a art.º 228º CPenal), MARIA FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*. Coimbra: Almedina, 2012, p. 505-506, defende que o recurso à responsabilização civil para a “responsabilização pela não apresentação, ou apresentação tardia, da sociedade [pelos] que administram a insolvência, com o fim de assegurar o resarcimento dos danos que dessa actuação resultem para os credores sociais”. A autora, no seu estudo, foca-se nas sociedades por quotas, mas não se descortinam razões para não aplicar esta solução às sociedades anónimas.

<sup>111</sup> Sobre o a evolução do art.º 64º CSC e a sua nova redação *vide* MENEZES CORDEIRO “Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades.” *Revista da Ordem dos Advogados*. Setembro de 2006, Ano 66, Vol. II. [https://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50925](https://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50925) (acedido em 28 de Abril de 2015) que, como refere, o art.º é um preceito de síntese de diferentes massas jurídicas “Assim, temos:— uma massa portuguesa tradicional: a diligência do gestor criterioso e ordenado;— uma massa alemã: os deveres de lealdade;— uma massa europeia: o interesse da sociedade e a referência aos interesses dos sócios e dos trabalhadores;— uma massa anglo saxónica: a contraposição cuidado/lealdade; os deveres de cuidado com algumas especificações e a referência aos stakeholders.”.

Ainda MENEZES CORDEIRO, “A lealdade no direito das sociedades.” *Revista da Ordem dos Advogados*. Dez. de 2006, Ano 66, Vol. III. [http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=54103&ida=54129](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=54103&ida=54129) (acedido em 27 de Abril de 2015), que enuncia os deveres que resultam do art.º 64º CSC: o dever de cuidado (*duty of care*) e o dever de lealdade (*duty of loyalty*). O primeiro dever implica “disponibilidade e eficiência; em rigor, estes elementos pertencem aos deveres de lealdade continentais; segundo a terminologia jurídica correcta, “deveres de cuidado” são deveres de prevenção do perigo: concretizam, em certos casos, o dever geral de respeito, de modo a evitar a responsabilidade aquiliana;”. Subacente a este dever está uma atuação de um gestor criterioso e ordenado que “significa o grau de esforço requerido para o cumprimento de um dever; a sua colocação no artigo 64.º/1, a), é redutora e deve ser alargada, pela interpretação;”. O segundo dever, o dever de lealdade é opinião do autor que “reportá-los aos “interesses” (cumulativamente!) da sociedade, dos sócios a longo prazo, dos trabalhadores, dos clientes e dos credores retira-lhes qualquer papel prático, num problema a ultrapassar pela interpretação.” O autor reporta este dever à natureza fiduciária da relação de administração, que comporta uma vertente positiva e uma vertente negativa. É esta última que releva para a nossa análise e como refere o autor, inspirando-se fortemente no Direito Alemão, a vertente negativa do dever de lealdade que impende sobre o administrador as seguintes proibições “— a proibição de concorrência; — a proibição de divulgar segredos societários. II. Para além disso, vamos encontrar: — a proibição (ou severa restrição) de aceitar crédito da própria sociedade; — a proibição e aproveitamento das oportunidades de negócio (corporate opportunities ou Geschäftschancen) (...); — a proibição de tomar decisões ou de colaborar nelas, quando se verifiquem situações de conflito de interesses; — a proibição ou a forte restrição no tocante a negócios a celebrar com a própria sociedade; — a proibição de discriminação de acionistas, mantendo-se, pela positiva, um dever de neutralidade; — a proibição de empatar OPAs consideradas hostis.”. Considera o autor, que as proibições têm uma fundamentação jurídico-positiva no princípio geral da boa-fé, “O seu recorte é simples: o administrador encabeça um vínculo material, que deve respeitar. As exigências do sistema visam o aproveitamento desse vínculo com fins alheios às situações consideradas. Designadamente: os fins pessoais do administrador ficarão sempre aquém dos da sociedade”.

Veja-se CARNEIRO DA FRADA “A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores.” *Revista da Ordem dos Advogados*. Jan. de 2007, Ano 67, Vol. I. [https://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50916](https://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50916) (acedido em 27

CSC). Isto prende-se, essencialmente, com a posição da administração na organização da sociedade alvo, o que lhes permite utilizar informação privilegiada de forma a obter para si benefícios. Assim, a vantagem do MBO é também uma desvantagem, i.e., antes de concluída a operação de LBO há uma potenciação dos *agency costs*; que, por sua vez, são reduzidos quando, concluída a operação, há uma coincidência quase total entre o substrato pessoal da sociedade e a gestão da mesma. Ainda nesta sede, o problema adensa-se quando o MBO

---

de Abril de 2015). O autor é crítico da redação legal por não conter o dever de administrar, que é o agregado de todos os deveres do administrador “Não há aqui redundância “lapalissiana”. A obrigação de administrar representa um conceito-síntese (Inbegriff). Ela é decomponível em diversos deveres em função da necessidade de concretização (legal ou jurisprudencial) em circunstâncias típicas e de modo a preencher correspondentes necessidades dogmáticas”. Quanto ao dever de cuidado o autor refere que “O cuidado é, ordinariamente, apenas um modo-de-conduta (...) Trata-se, assim, de deveres de disponibilidade, de competência técnica e de conhecimento da actividade da sociedade. Deveres que estão referenciados ainda à função. Mostra-se assim bem que não estão em causa deveres de cuidado de direcção meramente negativa.”. Já relativamente ao dever de lealdade o autor aponta que este dever não se confunde com o dever de administrar: o administrador pode ser leal e a sua administração ser desastrosa, como o inverso também é verdadeiro (ainda que esta última seja de mais difícil verificação). Refere, ainda, que este é um dever que decorre da boa-fé devido à especial relação de fidúcia subjacente à designação para o cargo de administração. Quanto à redação do preceito, o autor, *ibidem*, é crítico da mesma “A lealdade não realiza, por si, interesses. Está acima e para além deles. Pode, assim, levar ao sacrifício de interesses próprios ou — em casos mais raros — alheios.”. Densificando o conceito de lealdade o autor, *ibidem*, refere que “A lealdade não é graduável (...) Os administradores devem portanto ser leais a todos: à sociedade, aos sócios, aos credores, aos trabalhadores e aos clientes. Não podem ser “mais leais a uns do que a outros”. Se o são, já são desleais.” O autor conclui, *ibidem*, “O quadro ficaria mais equilibrado se o legislador, dentro do seu pendor analítico, tivesse procedido a uma tipificação exemplificativa de algumas exigências da lealdade, hoje consensualmente aceites, como a proibição de actuar em conflito de interesses, de concorrer com a sociedade, de aproveitar oportunidades societárias para si ou para terceiros em detrimento da sociedade, de prosseguir interesses extra-sociais e de agir conscientemente em prejuízo da sociedade”.

FÁTIMA GOMES, “Reflexões em Torno dos Deveres Fundamentais dos Membros dos Órgãos de Gestão (e Fiscalização) das Sociedades Comerciais à Luz da Nova Redacção do Artigo 64º do CSC”, em *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vols. II, Vária, de AA.VV., p. 551-569. Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 562-563 quanto ao dever de cuidado “apresenta-o como uma actuação em que se manifesta a disponibilidade, competência técnica e conhecimento da actividade da sociedade, adequado à função do dirigente em causa (...), que se afere por um padrão de diligência segundo “um gestor criterioso e ordenado”, ou seja, segundo o modelo de um comerciante experiente e não apenas segundo o padrão geral adoptado pela ordem jurídica do *bonus pater familiae*”. Acerca do dever de lealdade a autora, *ibidem*, p. 561 “Pelo dever de lealdade pretende-se assegurar que os dirigentes não quebraram os laços de confiança ou *fiducia* neles depositados, tendo actuado de forma condigna com essa confiança perante a empresa. (...) A lealdade, neste contexto, é analisada em duas perspectivas: a do negócio justo (*fair dealing*) e a do preço justo (*fair price*)”.

No contexto dos LBO assume especial relevância o dever de lealdade, uma vez que, como refere FÁTIMA GOMES, *ibidem*, p. 566 “A conduta desleal é, neste âmbito, aquela que promove ou potencia, de forma directa ou indirecta, situações de benefício ou proveito próprio dos dirigentes (...), em prejuízo ou sem consideração pelo conjunto dos interesses diversos da sociedade (...), dos sócios (...), dos trabalhadores, dos fornecedores, clientes, credores e demais sujeitos potencialmente afectados pelas decisões societárias.” A autora exemplifica com recurso às situações de *self dealing*, i.e., casos em que a administração negoceia consigo mesma e que é passível de colidir com os interesses societários. Nestes casos podemos questionar se há ou não uma violação dos deveres de cuidado e de lealdade, concluindo a autora que apenas os contornos do facto concreto permitem concluir pela violação, ou não dos deveres de lealdade.

Com efeito, o LBO pode através de sinergias, ser benéfico para a sociedade, ainda, que só o caso concreto permita tal valoração. Neste sentido veja-se, numa perspetiva comparatista, LUCA ENRIQUES, “The Law on Company Directors’ Self-Dealing: A Comparative Analysis.” *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, No. 3, pp. 297-333, 2000 . 1 de Abril de 2000. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=135674](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=135674) (acedido em 28 de Abril de 2015), p. 299 “self-dealing transactions do not necessarily result in damage to the company. By definition, however, they cause harm to the company when they are unfair. **Self-dealing transactions are in fact defined as unfair when ‘the[ir] outcome ... is less advantageous [to the company] than the outcome would have been if the transaction had been agreed to, on [the company’s] behalf, by a rational, well-informed decision maker who was independent and loyal, that is, not affected by a conflict of interest’.**” (negrito nosso).

<sup>112</sup> A violação destes deveres, além de ser justa causa de destituição do cargo (art.º 403º CSC), constitui o administrador no dever de responsabilizar a sociedade pelos prejuízos causados. A fusão da sociedade não impede o exercício dos direitos de indemnização que impedem sobre os administradores (n.º2 do art.º 114º CSC). Sobre as várias formas de responsabilizar o administrador pela sociedade, quer pela ação social ou pela ação *ut singuli* (art.º 75º e art.º 77º CSC), ou pelo credor, diretamente (n.º1 do art.º 78º CSC) ou subrogando-se nos direitos da sociedade (n.º2 do art.º 78º CSC), *vide* PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.*, p. 770-782.

visar a aquisição de uma sociedade cotada, em há que atender ao (eventual) problema do *insider trading*<sup>113</sup>.

Também o IBO representa comporta enormes riscos quando o *takeover* é meramente especulativo (não se confunde com o desmantelamento visa reduzir gastos supérfluos da empresa societária)<sup>114</sup>, i. e., os adquirentes visam apenas o retorno imediato do seu investimento através do *asset striping*, o que se traduz no desmantelamento da empresa e posterior venda dos seus elementos. Este fim do *takeover*, levado a cabo pelo LBO, é condenável por conduzir a uma destruição de riqueza e danos sociais, nomeadamente, a perda de empregos e a quebra de produção.

## 2.5. Modos de Financiamento<sup>115</sup>

A *newco*, como referimos *supra*, é por regra constituída com uma aportação mínima de capitais pelos sócios. Assim, para que esta possa adquirir a sociedade alvo precisa de se financiar no mercado. Normalmente, a aquisição resulta de 60% a 90% de capitais alheios<sup>116</sup>. Podemos, desde já, observar que, de todos os aspetos do LBO, “o aguilhão dos *takeovers* por LBOs é, de facto, o financiamento”<sup>117</sup>.

O financiamento pode ser interno ou externo. No interno – *seller take-back financing* – o financiamento é realizado pelos vendedores das participações sociais. Os vendedores podem financiar a sociedade veículo subscrevendo ações preferenciais sem voto (art.º 341º e ss CSC), obrigações (art.º 348º e ss CC), obrigações convertíveis em ações (art.º 371º e ss CSC), ou obrigações com *warrants* (art.º 372º-A CSC). Este crédito é garantido, em regra, com ativos da sociedade<sup>118</sup>. Outra modalidade de financiamento interno são os ESOP, que aludimos a propósito do EBO. No financiamento externo, claro está, os investidores são

<sup>113</sup> Vide o art.º 248º CVM a 250º CVM que trata da matéria da informação privilegiada. Acresce que o legislador tipificou o crime de abuso de informação privilegiada (art.º 378º CVM). Ainda que tratando a questão ao abrigo do CódMVM, em 1995, entendemos por atuais as considerações sobre o *insider trading* feitas por FÁTIMA GOMES, *Insider Trading*, Lisboa: APDMC - Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, 1996, p. 7-8. “*Insider trading* literalmente significa comércio interior ou que está dentro; em termos simples, significa a comercialização por um sujeito situado numa posição especial (o *insider*), traduzindo-se aquela comercialização na realização de compras ou de vendas de valores mobiliários, com base numa informação especial, de grande relevância, desconhecida dos investidores, potenciais interessados, e de cuja posse resulta para o utilizador uma posição de vantagem em relação à contraparte. Todavia, a evolução histórica mostrou que ao lado desta forma de utilização de informações especiais (...) existiam outros comportamentos lesivos e reprováveis e, portanto, merecedores de punição.”

<sup>114</sup> MENEZES CORDEIRO, “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, p. 768, o *takeover* financeiro é sempre especulativo, e portanto ilegítimo. HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 97 entende que o *takeover* financeiro pode ser legítimo quando o adquirente visa recuperar o seu investimento mediante a alienação de ativos supérfluos, e maximizando os empréstimos para, desta forma, ter de fazer um *apport* mínimo de bens aos sócios. Para HORTA OSÓRIO esta é uma forma válida de realizar um LBO, que não procura sinergias com a sociedade alvo e que é a regra na prática empresarial. Assim, para o autor só *takeover* especulativo é de censurar.

<sup>115</sup> Ver, por todos, HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 98-117

<sup>116</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 23-24.

<sup>117</sup> HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 98.

<sup>118</sup> MENEZES CORDEIRO, “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, p. 770.

terceiros face à sociedade, e as modalidades de financiamento, que abordaremos de seguida, são ricas em diversidade.

A sociedade pode se financiar no mercado recorrendo a dívida de 1º grau (*senior debt*) ou dívida de 2º grau (*junior debt*). No primeiro caso destaca-se o crédito bancário. Por regra, este negócio de financiamento é garantido pelos bens da sociedade alvo, através de contratos-promessa de constituição de hipoteca e penhor dos ativos, sendo que o contrato prometido é celebrado assim que os bens entram na sua esfera jurídica. O reembolso normalmente é realizado pelo *cash-flow* gerado pela sociedade alvo, que fica afeto à satisfação do crédito. Também é comum que os adquirentes celebrem um contrato-promessa de penhor das ações adquiridas.

No segundo caso, temos uma dívida que só será reembolsada quando estiver satisfeita a dívida de 1º grau. Esta dívida secundária – também apelidada *Mezzanine debt* – pode assumir diversas feições: obrigações, convertíveis ou não em ações, ou com *warrants*, emissão de papel comercial, etc. A dívida pode ser ou não garantida, mas sendo-o, é, normalmente, com recurso a segundas hipotecas e penhores (uma vez que estes bens já foram dados em garantia da dívida de 1º grau). É comum serem utilizados como veículos de investimento os fundos de investimento, sociedades de capital de risco, as sociedades financeiras de corretagem e as sociedades gestoras de fundos de investimento e gestoras de patrimónios.

Há duas modalidades de *mezzanine debt* que merecem destaque. A primeira é o *sale leaseback*<sup>119</sup> em que a sociedade vende o bem a uma sociedade de *leasing* que, num segundo momento, celebra com a sociedade alienante um contrato de *leasing*, tendo por objeto o bem alienado<sup>120</sup>, i.e., o bem vendido regressa à sociedade ao abrigo dum contrato de *leasing*, ao mesmo tempo que a sociedade alienante vê aumentar a sua liquidez. A segunda são os chamados *bridge loans*<sup>121</sup>. Estes consistem num empréstimo de curto prazo a um adquirente, devido à sua necessidade imediata de liquidez, enquanto este prepara a sua ida ao mercado para se financiar através da emissão de obrigações de alto risco: as *junk bonds*. Estas são obrigações subordinadas à dívida de 1º grau, não garantidas e que são remuneradas com elevadas taxas de juro devido ao seu elevado risco<sup>122</sup>.

<sup>119</sup> RUI PINTO DUARTE, “O Contrato de Locação Financeira, Uma Síntese.” *Separate, THEMIS, Revista da Faculdade de Direito da UNL*, N.º19, 2010. [http://rpdadvogados.pt/wp-content/uploads/bsk-pdf-manager/55\\_CONTRATOLOCACAOFINANCEIRA2010.PDF](http://rpdadvogados.pt/wp-content/uploads/bsk-pdf-manager/55_CONTRATOLOCACAOFINANCEIRA2010.PDF) (acedido em 30 de Abril de 2015), p. 149 descreve a figura nas seguintes palavras “Costuma o *lease back* ser caracterizado como a operação pela qual o proprietário de um bem o vende a outrem, que lhe o loca de imediato, outorgando ao vendedor tornado locatário a possibilidade de voltar a adquirir o bem finda a locação. O locatário financeiro continua assim a utilizar o bem de que era proprietário ao mesmo tempo que aumenta os seus meios financeiros”

<sup>120</sup> Por regra, o objeto do contrato é o imobiliário da sociedade, cfr. HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 101. Mas nada impede que a sociedade monte a operação com recurso aos seus bens mobiliários vide RUI PINTO DUARTE, *op. cit.*, p. 139.

<sup>121</sup> Este era um modelo de financiamento com muita popularidade nos anos 80 nos EUA. Por regra, o *bridge loan* é atestado pelo adquirente através de *highly confident letters* (cartas de conforto) em como analisou o LBO e vai emitir *junk bonds*, para reembolsar aqueles que subscreveram o *bridge loan*. Vide HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 101-102.

<sup>122</sup> Como refere HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 87-88 estas obrigações são conhecidas como *high yield securities* devido ao risco que comportam. Normalmente têm um período de carência de 3 a 5 anos, podendo ser pagas

## 2.6. Características do LBO<sup>123</sup>

O LBO é uma operação complexa que se prolonga no tempo (*multi-step operation*) e na qual se costumam distinguir 3 fases. A primeira é o *pré-buyout*, que compreende as relações jurídicas estabelecidas entre a *newco* e as entidades financeiras e os gestores da sociedade alvo. Nesta fase haverá lugar às *due diligence*<sup>124</sup> sobre a empresa a adquirir, de forma a poder avaliá-la e permitir à *newco*, com esses dados, ir ao mercado se financiar. Como bem se vê, é fundamental a participação – ou no mínimo a cumplicidade – da gestão da *target* para que a avaliação seja bem-sucedida, uma vez que estes têm informação privilegiada acerca da situação patrimonial da sociedade<sup>125</sup>. A segunda fase é a do *buyout* em que a *newco* adquire as participações sociais da sociedade alvo e indiretamente adquire o controlo da empresa. A terceira fase, o *pós-buyout*, é a fase mais sensível da operação, porque vai implicar uma fusão dos patrimónios para que o património da sociedade alvo suporte o custo da aquisição. O problema que aqui se levanta é o de saber se esta terceira fase é lícita considerando o ordenamento jurídico português. Também nesta fase pode surgir a questão da insolvência da sociedade alvo em resultado da fusão (com a sociedade veículo, altamente endividada).

Quanto aos sujeitos da operação, podemos ainda fazer mais algumas considerações. A sociedade tomadora, geralmente, não tem uma atividade comercial direta. Por norma, estamos perante sociedades anónimas, pois, deste modo, podem facilmente utilizar as suas ações como garantia dos investimentos. A sociedade alvo pode ser uma sociedade comercial de qualquer tipo, mas atendendo à malha empresarial portuguesa, será, em geral, ou uma sociedade por quotas ou uma sociedade anónima. Esta sociedade estará, muitas vezes, subvalorizada no mercado tendo ativos alienáveis ou suscetíveis de *lease back*, e excesso de reservas (porventura ocultas). A sociedade terá, comumente, um *core business* em crescimento, com resultados previsíveis. Ainda relevante, nesta sede, é a colaboração da administração da sociedade alvo.

---

antecipadamente mediante um prémio de resgate. Dentro das *junk bonds* encontram-se diversos graus de subordinação: *junk bonds* de 1º grau (*senior debt*) e *junk bonds* de 2º grau (*junior debt*).

<sup>123</sup> Sobre as características das sociedades participantes na operação de LBO, vide MENEZES CORDEIRO, “Da Tomada de Sociedades...”, *op. cit.*, p. 770-771; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 133-136.

<sup>124</sup> Sobre os processos de *due diligence* cfr. PETER HOWSON, *Due Diligence. The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. Surrey, UK: Gower Publishing, 2013, p. 69 “Legal due diligence is undertaken to achieve three objectives. These are to: uncover potential liabilities; find any legal or contractual obstacles; form the basis of the final agreement.”

<sup>125</sup> Haverá aqui lugar à contratação mitigada. Os promotores do LBO (gestores da *newco*) enviam cartas de intenção à administração da sociedade alvo para que se encetem os procedimentos de *due diligence*. Podem, ainda, ser celebrados acordos de negociação e acordos de confidencialidade, tanto com a administração da sociedade alvo, como com a instituição de crédito. Sobre a contratação mitigada vide MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 5ª Edição, Revista e Atualizada. Coimbra: Almedina, 2014, p. 266-275. Ainda sobre a *due diligence*, FÁBIO CASTRO RUSSO, “*Due diligence e responsabilidade.*” *I Congresso Direito das Sociedades Comerciais*, Maio de 2011: p. 13-26.

## 2.7. Natureza Jurídica<sup>126</sup>

A operação de LBO é um negócio jurídico inominado (por não ter *nomen iuris*), legalmente atípico mas socialmente típico. É plurilateral, porque é celebrado entre diversas partes (sociedade tomadora, *newco*, entidades financiadores, sócios da sociedade alvo); sinalagmático, pois gera obrigações para ambas as partes, ligadas entre si por um nexo de reciprocidade; oneroso, pois envolve sacrifícios patrimoniais para as partes; e muitas vezes formal, devido à complexidade que lhe é intrínseca<sup>127</sup>.

O LBO é, ainda, complexo e de formação sucessiva. Com efeito, vamos verificar um feixe cruzado e sucessivo de diversos negócios jurídicos, obrigacionais e reais, celebrados no decorrer da operação. Enunciando os principais: (i) a sociedade tomadora constitui a sociedade *ad hoc*; (ii) a *newco* vai celebrar diversos acordos preliminares de negociação quer com entidades financeiras, quer com a gestão da sociedade alvo; entre a *newco* e a entidade financeira além do (iii) contrato de crédito (em que o *cash-flow* gerado pela empresa fixa afetado ao reembolso do crédito), vão ser celebrados diversos (iv) contratos-promessa de garantias a constituir sobre o património da sociedade adquirida (contrato-promessa de penhor e hipoteca); de seguida temos o (v) contrato de transmissão da titularidade das participações sociais; na fase de *pós-buyout*, efetua-se a (vi) fusão da sociedade alvo com a *newco*; e posteriormente (vii) os contratos prometidos de garantia. Nesta fase, são ainda conjuráveis vários negócios e atos jurídicos eventuais, nomeadamente, (viii) o *lease back sale*, ou um (ix) aumento de capital para evitar a insolvência da sociedade alvo.

A pedra de toque do LBO assenta no facto de estes contratos apresentarem um caráter global e unitário. De facto, não temos apenas contratos fragmentados que se vão sucedendo no tempo. Mas também não chegamos a estar na presença de um único contrato (misto). Concluímos, assim, estar perante uma união ou coligação de negócios jurídicos<sup>128</sup>, na medida que temos uma pluralidade de negócios e atos ligados entre si. Porém, a realidade jurídica que surge em virtude da coligação não se confunde com os elementos que a constituem, que mantêm a sua individualidade própria, i.e., cada contrato é regido pelas suas regras<sup>129</sup>.

Assim, esta é uma união de contratos<sup>130</sup>: (i) interna<sup>131</sup> ou funcional, em que há uma interdependência funcional dos diversos negócios e atos que o constituem, com uma

<sup>126</sup> HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 279-281.

<sup>127</sup> Vd., quanto às classificações do negócio jurídico, CARLOS ALBERTO MOTA PINTO. *Teoria Geral do Direito Civil*. 4<sup>a</sup> Edição. Coimbra: Coimbra Editora, 2005, p.385-410.

<sup>128</sup> MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, VII. Coimbra: Almedina, 2014, p. 273 “Os contratos em coligação distinguem-se dos contratos mistos: nos primeiros, distintos negócios encontram-se associados em função de factores de diversa natureza, mas sem perda da sua individualidade; nos segundos, assiste-se à presença de um único contrato, que reúne elementos próprios de vários tipos contratuais.” Também PEDRO PAIS VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*. 6<sup>a</sup> Edição. Coimbra: Almedina, 2010, p. 542 “Se o relacionamento entre os tipos for tal que ambos possam subsistir e vigorar como contratos completos separados, não o vínculo que os liga, a classificação é a de união de contratos. (...) Tudo está em saber se é possível no caso separar, na matéria contratada, um contrato estruturalmente completo por cada tipo.”

<sup>129</sup> Neste sentido, HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 279-281.

<sup>130</sup> Vide Ac. STJ de 14-02-2008, Proc. 08B074, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt) (acedido em 25 de Abril de 2014) “Trata-se de uma união de contratos, em que existe entre estes um nexo funcional que influi na respectiva disciplina, que cria entre eles uma relação de interdependência bilateral ou unilateral, em que um deles pode

finalidade económica comum, pretendida pelas partes; (ii) dependência unilateral, pois, em virtude dessa dependência funcional, um contrato (*maxime* contrato de financiamento) depende da celebração dos restantes (*máxime* contrato de subscrição ou aquisição de ações e a fusão), mas não a inversa<sup>132</sup>, salvo se for outra a vontade das partes; (iii) processual, pois os vários contratos estão conectados tendo em vista um fim comum; (iv) heterogénea, uma vez que agrupa diversos negócios jurídicos, reais e obrigacionais; (v) vertical ou em cascata, porque temos várias fases negociais que se vão sucedendo umas às outras e os contratos celebrados condicionam os contratos que são celebrados posteriormente; e (vi) hierárquica mitigada porque a eficácia dos negócios culmina com a fusão, que permite a transferência do custo de aquisição para a sociedade alvo<sup>133</sup>.

## 2.8. LBO em Confronto com o Regime da Assistência Financeira

A vexata *quaestio* que assoma, no âmbito do LBO, é a de saber se esta operação é válida e lícita face ao ordenamento jurídico português<sup>134</sup>. O óbice de maior relevo à validade da operação, prende-se com a proibição de assistência financeira (art.º 322º CSC).

---

funcionar como condição, contraprestação, base negocial do outro, ou outra forma de dependência criada por cláusulas acessórias ou pela relação de correspondência ou de motivação que afectam um deles ou ambos. V) - A existência de uma coligação funcional entre dois ou mais negócios produz efeitos jurídicos relevantes, na medida em que, em virtude dessa dependência funcional, as vicissitudes de um acabam por se repercutir sobre o outro ou outros.”

<sup>131</sup> Mais uma vez ENNECERUS refere que esta é a união em que “dois ou mais contratos surgem conectados por quanto alguma das partes – ou ambas – concluem um deles subordinadamente à conclusão de outro em função de outro.” *apud* MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, VII, *op. cit.*, p. 274.

<sup>132</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op. cit.*, p. 540-541.

<sup>133</sup> Sobre os aspetos da união de contratos *vide* MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, VII, *op. cit.*, p. 273-280. O autor refere a união de contratos tem dois efeitos relevantes no conteúdo dos contratos que a integram. O primeiro é o condicionamento, na medida em que o contrato, na sua regulamentação, não pode ir além de certos limites prescritos no contrato anterior. O segundo é a potenciação, uma vez que, os contratos unidos são necessários para a obtenção de objetivos comuns, os quais ficam perdidos o sentido se falhar algum deles.

<sup>134</sup> Esta questão é, também, amplamente discutida no âmbito do direito comparado. Em Espanha, as *reestructuraciones y las fusiones apalancadas* levantam problemas de insegurança jurídica, devido ao regime proibitivo da assistência financeira, o que não impede a proliferação das operações. Não obstante, apesar de o regime ser mais proibitivo que o português, constatam-se orientações no sentido da admissibilidade do LBO *vide*, ALBERTO PALOMERO BENAZERAFF e PABLO SANZ BAYÓN, *op. cit.*, p. 16-17 “Por tanto, la fusión entre Newco y Target há de considerarse como un procedimiento adecuado para evitar la aplicación de la prohibición del art.º 150 LSC (RCL 2010, 1792, 2400), pues ésta protege los intereses de las partes afectadas, que en última instancia constituye la ratio legis de la norma. (...) esta vía parece la más idónea para evitar la prohibición de asistencia financiera porque «formalmente» no existe una afectación directa de los activos de la Target a la satisfacción de los pagos contraídos para su compra.”

Na Itália – um dos países que mais vezes levou o LBO à barra dos tribunais – a evolução do regime pode ser dissecada em três fases. Até 2001 havia grande insegurança quanto à admissibilidade dos LBOs, sendo uma questão muito debatida pela doutrina. Em 2001, o *Corte di Cassazione* (04/02/2001, n.º 5503) entendeu que o LBO não podia ser transposto para o ordenamento jurídico italiano, por serem considerados uma forma instrumental utilizada para a aquisição de ações próprias pela *target*. Em 2004, a reforma do Direito Comercial, consagra no *artículo 2051-bis* do *Codice Civile*, a admissibilidade a fusão posterior à aquisição com endividamento, ou seja, admite-se expressamente o LBO. Sobre esta evolução *vide*, DOUGLAS CUMMING e SIMONA ZAMBELLI “Illegal Buyouts.” 10 de Dezembro de 2008. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=988357](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988357) (acedido em 20 de Abril de 2015), p. 7-10.

O legislador italiano exige, para que a fusão seja válida, que (i) o projeto de fusão indique os recursos financeiros previstos para a satisfação das obrigações da sociedade resultante da fusão; (ii) o relatório da administração deve indicar o fundamento da operação; (iii) o mesmo relatório deve conter um plano económico-financeiro e os objetivos visados pela operação; (iv) um relatório do ROC em que atesta a

Temos nesta matéria constatamos duas orientações. Uma primeira orientação<sup>135</sup> defende que o LBO fica excluído da *factispecie* do art.º 322º CSC, com recurso aos seguintes argumentos: (i) a proibição absoluta é injustificada, o que reclama uma interpretação restritiva da mesma; (ii) temos aqui um propósito misto, em que a assistência financeira é apenas um fim acessório do fim – mais amplo – visado pela fusão; (iii) a fusão possibilita aos acionistas e credores analisarem a situação da fusão e acautelarem os seus direitos; (iv) a transmissão universal do património não decorre da vontade das partes, mas sim *opé legis*; (v) os negócios celebrados ao longo da operação são inatacáveis, e a sociedade alvo só intervém ativamente na fusão, sendo, até este momento, um mero objeto mediato das negociações; (vi) há analogia com o crédito hipotecário para aquisição de imóvel, em que o devedor

---

razoabilidade das indicações contidas no projeto de fusão; (v) ao projeto deve ser anexado um relatório do ROC responsável pela auditoria legal obrigatória da sociedade alvo ou da sociedade adquirente. Analisando o regime italiano, cfr. LAURA LEA, *op. cit.*, p. 42-43.

A questão tem sido, também, alvo de atenção jurisprudencial pelo Direito Inglês, *vide* a decisão do *High Court Of Justice Chancery Division Companies Court* no caso *UNIQ PLC* de 25/03/2011 disponível em <http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2011/749.html> (acedido em 20 de Abril de 2015). A assistência financeira está prevista na *Section 677* a *Section 683* do *Companies Act* de 2006. Na *Section 677* define-se assistência financeira como "(a) financial assistance given by way of gift, (b) financial assistance given— (i)by way of guarantee, security or indemnity (other than an indemnity in respect of the indemnifier's own neglect or default), or (ii)by way of release or waiver, (c)financial assistance given — (i)by way of a loan or any other agreement under which any of the obligations of the person giving the assistance are to be fulfilled at a time when in accordance with the agreement any obligation of another party to the agreement remains unfulfilled, or (ii)by way of the novation of, or the assignment (in Scotland, assignation) of rights arising under, a loan or such other agreement, or (d) any other financial assistance given by a company where — (i)the net assets of the company are reduced to a material extent by the giving of the assistance, or (ii)the company has no net assets." Esta proibição aplica-se apenas às *Public Companies*, mas não é uma proibição absoluta. O legislador consagra as *purpose exceptions* na *Section 678* e *679* ("Subsection (1) does not prohibit a company from giving financial assistance for the acquisition of shares in its holding company if— (a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition, or (b) the giving of the assistance for that purpose is only an incidental part of some larger purpose of the company, and the assistance is given in good faith in the interests of the company."). Além desta exceção, acresce que o legislador vai consagrar na *Section 681* e *682* vários casos de admissibilidade da assistência financeira, merecendo destaque a admissibilidade da assistência financeira quando seja feita com bens livremente distribuíveis aos sócios.

Na Alemanha, quanto às sociedades anónimas (*Aktiengesellschaft*), o §71a do *Aktiengesetz* sob a epígrafe "Operações evasivas" (*Umgehungsgeschäfte*) estabelece um regime em tudo semelhante ao português, merecendo apenas duas notas. A primeira é a de que o legislador exige, nos casos excepcionais admitidos de assistência – a assistência financeira prestada por instituições de crédito ou sociedades de financiamento ou prestada para fazer entrar na estrutura societária trabalhadores – não apenas o respeito pelo princípio da intangibilidade do capital social, como a constituição de uma reserva que não pode ser distribuída aos sócios. A segunda nota é a de que o legislador determina que qualquer transação entre a sociedade e um terceiro, pelo qual este se obriga a adquirir ações nessa sociedade por conta desta, é reconduzida ao regime das ações próprias, ou seja, a transação é válida e eficaz caso respeite o disposto para a aquisição das ações próprias previstas no § 71 do *Aktiengesetz*. Quanto às sociedades por quotas (melhor seria traduzir a *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH) por sociedades de responsabilidade limitada) o *GmbH-Gesetz* prevê apenas um regime para a aquisição de participações próprias na §33 e nada prevê quanto à assistência financeira. Refira-se que a sociedade só pode adquirir ou receber em garantia participações sociais integralmente liberadas, desde que a subscrição ou aquisição não viole o princípio da intangibilidade do capital social. As ações dadas em penhor só são de admitir caso o montante total dos créditos garantidos ou o valor das ações tomadas em penhor, caso seja inferior, não ultrapasse a importância dos bens livremente atribuíveis aos sócios. A violação destes preceitos não determina a ineficácia do negócio, mas a invalidade das obrigações que dele decorrem. Note-se que o problema não assume muita relevância devido ao mercado de controlo de sociedades pouco desenvolvido neste país, que é fundamentalmente constituído por pequenas e médias empresas, altamente lucrativas. Cfr. HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 66.

Recentemente, a Singapura em Outubro eliminou do *Companies Act* a proibição da assistência financeira para as sociedades que não estejam cotadas em bolsa, *vide* *Section 76* e *Section 76A*. Sobre a reforma do direito societário deste ordenamento jurídico *vide* RICHARD YOUNG, "Singapore Negotiated M&A Guide Corporate and M&A Law Committee." s.d.

<http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=11&cad=rja&uact=8&ved=0CB4QFjAAQAO&url=http%3A%2F%2Fwww.ibanet.org%2FDocument%2FDefault.aspx%3FDocumentUid%3DFFD85E34-A2BC-4E9A-BD47-81CF7EC6D194&ei=jwJuVdCCB4HqUPeFgZAF&usg=AFQjCNFtWff-JxnBtu515> (acedido em 02 de Maio de 2015), em especial relativamente à assistência financeira, cfr. p. 2.

<sup>135</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 228; HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 192-212; BERNARDO ABREU MOTA, "Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação. (Parte II)", *op. cit.*, p. 93.; MARIANA DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 228-230.

oferece como garantia real um imóvel que, ainda, não lhe pertence e pode afetar as receitas geradas, *v.g.*, pelo arrendamento do imóvel, ao reembolso do crédito. Contudo, impõe-se algumas precisões. Estes autores<sup>136</sup> partem, sempre, do pressuposto que LBO é efetuado com recurso à fusão da *newco* com a sociedade alvo. Também se excluem deste entendimento os casos em que a sociedade alvo concede crédito a um terceiro, para que este conceda crédito à *newco*, possibilitando-a realizar a aquisição (*take back financing*).

Para uma segunda orientação<sup>137</sup> o LBO subsume-se ao art.º 322º CSC e, deste modo, é proibido. Estes autores chegam a esta conclusão defendendo que: (i) o resultado material é precisamente aquele que a lei pretende evitar, i.e., que a subscrição ou aquisição das ações seja suportada pelo património desta sociedade, pelo que estaríamos perante uma forma de fraude à lei; (ii) a lei não distingue entre casos lícitos e ilícitos de assistência financeira, são todos proibidos; (iii) o argumento da proteção conferida pela fusão também não colhe, uma vez que, o legislador não salvaguarda casos em que, a partir de determinado nível de proteção, a assistência financeira é admitida; (iv) a fusão confere uma tutela débil aos sócios minoritários; (v) há uma fragilização da garantia patrimonial da sociedade alvo. Quanto à consequência a doutrina divide-se: para uns, toda a operação será nula<sup>138</sup>; para outros, o LBO será parcialmente válido e apenas o negócio de concessão de crédito será nulo, aplicando-se à operação globalmente considerada a figura da redução do negócio jurídico (art.º 292º CC), ou seja, a operação será toda inválida se se provar que sem aquele negócio de financiamento, não teria havido a aquisição das participações sociais<sup>139</sup>.

Feito todo este *iter* estamos capazes de tomar uma posição. Desde logo, se pretendemos saber se o LBO é admissível face ao regime previsto no art.º 322º CSC, relembramos a conclusão a que chegamos *supra*, i.e., esta norma deve ser interpretada restritivamente, pois os fundamentos subjacentes à mesma não justificam a proibição absoluta. Acresce que os fundamentos da proibição estão acautelados pelo regime da fusão. Com efeito, além dos credores terem um direito de oposição judicial (art.º 101º-A a 101º-D CSC), o projeto de fusão exige um acervo de informações (art.º 98º CSC) sendo alvo de fiscalização, interna e externa, a cargo das sociedades participantes (art.º 99º CSC) e, posteriormente, registado e publicado (art.º 100º CSC). Se a *newco* adquirir entre 90% a 100% do capital social da sociedade alvo aplicar-se-á o procedimento simplificado de fusão (art.º 116º CSC). Quando a aquisição for inferior a 90%, os sócios minoritários podem sempre travar a fusão, uma vez que, a sociedade veículo não pode dispor de número de votos superior à soma dos que competem aos restantes sócios minoritários (n.º1 do art.º 104º CSC). Relembre-se, ainda, que os administradores podem eventualmente ser responsabilizados pelo projeto da fusão (art.º 114º CSC). A fusão é, assim, um *whitewash procedure sui generis* ou procedimento de

<sup>136</sup> Ver nota de rodapé anterior.

<sup>137</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 70-71; INÊS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 161-168; LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 39-42.

<sup>138</sup> Neste sentido INÊS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 167-168.

<sup>139</sup> LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 41.

saneamento do LBO que, de outro modo, seria inadmissível no ordenamento jurídico português<sup>140</sup>.

Refira-se que nos casos de *forward merger*<sup>141</sup> a questão é, a nosso ver, infundada. A *newco*, ao incorporar no seu património a sociedade alvo, vai satisfazer os seus credores com todo o seu património (art.º 601º CC) que, entretanto, aumentou por força do LBO. A analogia com o crédito para aquisição de imóvel, em que este é dado como garantia<sup>142</sup>, é manifesta e não vemos como, nestes casos, a operação possa ser atacada por violar a proibição de assistência financeira<sup>143</sup>. Nestas situações, há uma mera troca de ativos<sup>144</sup> (*Blosser Aktivtausch*); a sociedade adquirente, que detinha os bens da sociedade alvo por intermédio da sua participação no capital desta sociedade, passa a detê-los diretamente (extinguindo-se, simultaneamente, a sua participação social)<sup>145</sup>. Assim, não vemos que, podendo ser dada em garantia as suas participações na sociedade alvo, não possa, a mesma sociedade, dar em garantia o património adquirido, *ex lege*, pela fusão (art.º 112º CSC)<sup>146</sup>.

Destarte, a questão só parece suscitar dúvidas nos casos de *reverse merger*<sup>147</sup>, em que a sociedade alvo subsiste e vai responder pelas dívidas contraídas (pela sociedade incorporada) para a sua aquisição. Tudo está em saber se a opção pela *reverse* ou *forward merger* motiva-se por razões que justificam que aqueles casos, e não estes, se considere que recaem na proibição da assistência financeira; ou, pelo contrário, a opção por uma ou outra modalidade de fusão não é de relevo tal que mereça um tratamento distinto. Esta última parece ser a posição mais avisada, uma vez que a doutrina mais autorizada em matéria de fusões<sup>148</sup>, defende, no seguimento dos ordenamentos estrangeiros, a equiparação

<sup>140</sup> Além de tudo o que foi dito, atente-se ao art.º 117º CSC que estabelece os casos de nulidade da fusão só podem ter como fundamento a inobservância da forma legalmente exigida ou a prévia declaração de nulidade ou anulação de alguma das deliberações das assembleias gerais das sociedades participante. Ora como se vê o LBO, em si, não se subsume a nenhum destes casos. INÉS PINTO LEITE, *op. cit.*, p. 167, defende que o art.º 117º CSC consagra causa formais de nulidade, enquanto o art.º 322º CSC consagra uma regra geral de nulidade que é aplicável a todos os negócios jurídicos. Não podemos concordar com esta posição. O regime português resulta da transposição da Diretiva 2011/35/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Abril de 2011 que diz expressamente, no Considerando (10) “A fim de assegurar a segurança jurídica nas relações entre as sociedades interessadas, entre estas e terceiros, e entre os acionistas, é necessário limitar os casos de invalidade e estabelecer, por um lado, que os vícios do ato sejam sanáveis sempre que possível, encurtando, por outro lado, o prazo em que a invalidade pode ser invocada” (negrito nosso). Contudo, se houver lugar à declaração judicial de nulidade da deliberação de fusão, então, aqui, já poderá haver lugar à nulidade da fusão.

<sup>141</sup> Em que a *newco* vai incorporar a sociedade alvo. Sobre a questão *vide* HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 161-164.

<sup>142</sup> HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 209.

<sup>143</sup> Neste sentido, HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 204.

<sup>144</sup> Ver ELDA MARQUES “Artigo 104º.” Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), p. 251-272. Coimbra: Almedina, 2011, p. 258.

<sup>145</sup> Esta ideia também é indicada por ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 728-729, referindo-se às quotas e ações como “bens de segundo grau” cujo “valor económico está estreitamente dependente do valor patrimonial e rentabilidade dos próprios bens sociais (ou de primeiro grau)”.

<sup>146</sup> A este argumento acresce que há autores que defendem a equiparação da compra e venda de participações sociais à compra e venda do património social. Ora, é nosso entender, havendo esta equiparação, ainda se torna mais injustificado admitir que possa ser dada em garantia as participações adquiridas na sociedade alvo, mas não poder ser dado o património da sociedade adquirida no momento posterior à fusão. Sobre a referida equiparação *vide* ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objecto de Negócios...”, *op. cit.*, p. 729-730.

<sup>147</sup> Quando a *newco* é incorporada na sociedade alvo. Veja-se HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 165-168.

<sup>148</sup> Ver ELDA MARQUES, “Artigo 116º.” Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), p. 318-336. Coimbra: Almedina, 2011, p. 330-331, a autora defende, na linha do direito italiano, alemão e espanhol, a aplicação analógica do procedimento simplificado tanto à *reverse merger* (ou como refere a autora a *downstream merger*), como à *sidestream merger*.

das situações de *reverse* e *forward merger* quando há o controlo de uma sociedade por outra – que será o caso generalizado do LBO<sup>149</sup>.

Quanto ao elemento subjetivo, constatamos que o LBO, em princípio, não tem como finalidade, apenas, a entrada no grémio societário da sociedade alvo. Com efeito, a aquisição visa permitir a intervenção na gestão ou a restruturação daquela sociedade. A finalidade do *takeover* – que pode ser económica ou financeira – é mais ampla que a mera assistência financeira, portanto, entende-se que, na maioria das vezes, falha este pressuposto<sup>150</sup>.

Por tudo o que ficou dito, concluímos que o LBO é, em regra, uma operação válida no ordenamento jurídico português, contanto que se processe pela fusão da sociedade veículo com a sociedade alvo, o que, desta forma, não viola o regime da proibição da assistência financeira (art.º 322º CSC). Contudo – apesar de considerar que o que foi dito *supra* será a regra geral – há que fazer uma análise casuística da situação, desde logo, porque o legislador estabelece um elemento subjetivo (n.º1 do art.º 322º CSC) – o que exige consideração pela vontade das partes. Assim, se se provar que o único fim<sup>151</sup> do financiamento, comum a todas as partes, foi o de contornar a lei, concedendo assistência financeira à sociedade tomadora, então somos reconduzidos à proibição da assistência financeira, que determinará a nulidade daquele negócio (art.º 281º CC)<sup>152</sup>. Aqui chegados, há que aplicar a figura da redução do negócio jurídico<sup>153</sup> (art.º 292º CC), temperada pelo

<sup>149</sup> MENEZES CORDEIRO, "Da Tomada de Sociedades...", *op. cit.*, *passim*.

<sup>150</sup> Esta ideia já foi aflorada, a propósito dos *takeovers*, por MENEZES CORDEIRO, "Da Tomada de Sociedades...", *op. cit.*, p. 764 "A ideia de *takeover* anda, assim, em torno da aquisição duma empresa, através da compra de posições sociais, de modo a **tirar partido de particularidades do mercado mobiliários e com fins que transcendem a simples aquisição realizada**" (negrito nosso).

<sup>151</sup> Como nos diz ELSA VAZ SEQUEIRA "Artigo 281º." Em *Comentário ao Código Civil - Parte Geral*, de LUÍS CARVALHO A. FERNANDES (Coord.)/JOSÉ BRANDÃO PROENÇA (Coord.), p. 696-698. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2014, p. 696, "O fim do negócio traduz a finalidade económico-social que as partes pretendem alcançar com a sua celebração (...) Os motivos são as circunstâncias que levam ao surgimento da vontade (...) os motivos respondem à pergunta sobre o *porquê* de as partes quererem contratar, enquanto o fim dá resposta à questão sobre o *para quê* querem as partes contratar. A causa, por seu turno, consubstanciando a função económico-social típica do negócio juridicamente reconhecida, explica a opção das partes pelo modelo negocial concretamente escolhido."

<sup>152</sup> Vd. ELSA VAZ SEQUEIRA, *op. cit.*, p. 697, a autora refere que a nulidade do negócio prende-se com a ilicitude da própria ação, que tem como fim a contrariedade do prescrito pelo legislador. "Mas, como nos negócios plurilaterais há naturalmente pluralidade de ações, só faz sentido declarar o negócio quando a ilicitude do fim é comum a todos os contraentes. A ilicitude do fim de apenas uma das partes não é fundamento suficiente para ferir o negócio, enquanto todo, de semelhante desvalor". As partes ao celebrarem o contrato de financiamento podem visar alcançar um resultado cuja via, normal e direta de obtenção, não seria essa. Estamos no âmbito dos negócios indiretos, em que "há uma disfuncionalização do negócio para servir outra causa, sendo o seu fim justamente essa disfuncionalização. Em regra, o negócio indireto é válido, a coberto do princípio da autonomia privada. Só assim não será quando o fim pretendido pelas partes seja contrário à lei," vd. ELSA VAZ SEQUEIRA, *op. cit.*, p. 698.

Não há, assim, que apelar à figura da fraude à lei. Entenda-se que falamos, aqui, dos casos em que "A colisão do conteúdo contratual com a lei injuntiva pode ser directa ou indirecta. Quando for indirecta designa-se *fraude à lei*" cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op. cit.*, p. 592-593. E isto porque, como nos diz JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*. 9ª Reimpressão. Coimbra: Almedina, 1996, p. 199 "[s]empre que seja possível resolver um problema dentro de quadros jurídicos mais precisos e rigorosos, é metodologicamente incorrecto recorrer a quadros de pensamento de contornos mais fluidos."

<sup>153</sup> ANTUNES VARELA e PIRES DE LIMA, *Código Civil - Anotado*. Reimpressão da 4ª Edição. Vol. I. Coimbra: Coimbra Editora, 2010, p. 267-268, "O negócio só será reduzido quando se mostrar que, sem a parte viciada, não teria sido concluído. (...) 2. O disposto neste artigo pode ser aplicado, por analogia, aos casos de *ineficácia* do negócio ou àqueles em que haja *pluralidade de negócios* relacionados entre si." Como referem os autores a solução deve-se ao princípio da conservação do negócio jurídico que cede perante uma manifestação de vontade, expressa ou tácita, contrária das partes. Neste sentido PEDRO EIRO e TERESA SILVA PEREIRA, "Artigo 292º." Em *Comentário ao Código Civil - Parte Geral*, de LUÍS CARVALHO A. FERNANDES (Coord.)/JOSÉ BRANDÃO PROENÇA (Coord.), p. 726-730. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2014, que referem como requisitos da redução a (i) invalidade parcial; (ii) divisibilidade do negócio; (iii) inexistência de vontade

princípio da conservação do negócio jurídico e caso se prove que os restantes contratos não seriam celebrados não fosse o contrato de financiamento, ou seja, que estamos perante uma união contratual bilateral em que “o vínculo funcional que liga os contratos é de molde a tornar cada contrato dependente do outro”<sup>154</sup>, a consequência será a da nulidade de toda a operação, por força da regra *simul stabunt, simul cadent*<sup>155</sup>.

### 3. Síntese Conclusiva

No crepúsculo do nosso trabalho, cumpre apresentar as principais conclusões a que chegamos. Em primeiro lugar, de uma análise do art.º 322º CSC urge uma alteração legislativa, num sentido restritivo, do preceito, adequada à realidade empresarial hodierna. Como se viu, esta é a tendência não só dos ordenamentos jurídicos no espaço europeu, como de outros ordenamentos jurídicos. Até que o legislador atue nesse sentido, deve o intérprete fazer uma leitura restritiva da norma, de forma a não estreitar, de forma desnecessária e excessiva, o trafego jurídico comercial.

Em segundo lugar, foi feita uma análise do caso concreto do LBO, uma técnica de aquisição de empresas cujo custo da aquisição recai sobre a sociedade adquirida. O LBO tem estado “debaixo de fogo”, em Portugal e além-fronteiras, por suscitar a questão de saber se esta é uma operação válida à luz dos regimes proibitivos da assistência financeira. Depois de analisados os vários argumentos trazidos à colação, e tendo em mente a interpretação restritiva do art.º 322º CSC, entende-se que o LBO é, em regra, uma operação válida desde que se opere pela fusão (*Merger LBO*). A fusão permite assegurar os diversos interesses que

---

hipotética ou conjectural das partes contrária à redução. A figura da redução remonta ao brocardo romano «*utile per inutile non vitiatur*» e é uma manifestação do *favor negotii*.

<sup>154</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op. cit.*, p. 540. O autor, *ibidem*, p. 541 questiona se verdadeiramente estamos ainda perante uma pluralidade contratual “A existência de um nexo de carácter funcional que desempenhe um papel tal que lhe possam ser imputados efeitos ou consequências jurídicas novas e diferentes daquelas que são próprias de cada um dos contratos unidos entre si postula a necessidade para as partes de recorrer à vinculação entre contratos para alcançarem o intento pretendido. A unidade da função e de interesse negocial introduzida pelas partes, que funda a regra “*simul stabunt, simul cadent*”, aponta mais na direcção de uma unidade contratual com pluralidade de tipos, do que na de uma pluralidade de contratos unidos funcionalmente.”

Também ENNECERUS, nos diz que a dependência bilateral verifica-se nos casos “em que os dois contratos dependem um do outro, de modo que se um for nulo, o é também o outro e, se um for revogado, se entende revogado também o outro, salvo se da interpretação da vontade das partes outra coisa se concluir; independentemente disto, cada um dos contratos rege-se, como é natural, pelas próprias regras.” *apud* HORTA OSÓRIO, *op. cit.*, p. 280.

<sup>155</sup> Neste sentido LAURA LEAL, *op. cit.*, p. 41. Apesar de não se referirem expressamente neste sentido entendemos que as suas posições quanto à consequência da assistência financeira auxiliam a chegar a este resultado *vide* PAULO DE TARSO DOMINGUES, *op. cit.*, p. 68, que aplica analogicamente o art.º 292º CC aos contratos coligados na esteira de ANTUNES VARELA e PIRES DE LIMA; e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 231-232.

A nulidade de toda a operação vai implicar, também, a nulidade da fusão, uma vez que, a deliberação das sociedades participantes na fusão (n.º 2 do art.º 100º CSC) viola uma norma imperativa (art.º 322º CSC). Com efeito, a al. d) do n.º1 do art.º 58º CSC quando se refere a “preceitos legais que não possam ser derrogados, nem sequer por vontade unânime dos sócios” mais não quer dizer que a deliberação não pode violar normas imperativas, *vide* neste sentido ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, “Artigo 58º.” Em Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. I, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), 653-664. Coimbra: Almedina, 2010, p. 663. Assim, a fusão só poderá ser declarada nula depois de esta deliberação ser alvo de uma declaração judicial de nulidade (n.º1 do art.º 116º CSC). Contudo, não haverá lugar à nulidade da fusão quando tenham decorridos 6 meses da publicação da fusão definitivamente registada (n.º2 do art.º 116º CSC).

a proibição de assistência financeira visa acautelar, essencialmente, os interesses dos sócios e dos credores; ou seja, a fusão constitui um processo saneador *sui generis* do LBO, que de outro modo seria inválido. Não obstante, o elemento finalístico previsto no n.º1 do art.º 322º CSC impõe uma análise casuística do LBO. Só se constatar que as partes prosseguem uma finalidade mais ampla, que a mera concessão de assistência financeira, é que a operação não padecerá de um vício gerador da nulidade (art.º 322º, n.º 3 CSC).

## Bibliografia

- ALBUQUERQUE, PEDRO, "Artigo 322º," Em *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), Coimbra, Almedina, 2014, pp. 806-807
- ALEMANY, LUISA, "Analysis of the Top Leveraged Buy-Outs (LBOs) in Spain, 2005-2007", ESADE Business School, 02 de Maio de 2008, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1176822](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1176822)> (acedido em 15 de Abril de 2015)
- ANDRADE, MARGARIDA COSTA, "Artigo 322º." Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coordenação), Coimbra, Almedina, 2012, pp. 446-456
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, "A Empresa Como Objecto de Negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals", ROA, Vol. 2/3, n.º 68, 2008, p. 715-793, <<http://www.oa.pt/upl/%7B4a1b3c3e-e00f-4bee-bd87-472cb0083030%7D.pdf>> (acedido em 21 de Abril de 2015)
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, "A Transmissão da Empresa e o seu Regime Jurídico." *Revista da Faculdade de Direito* - UFBR, Curitiba, n.º 48, 2008, pp. 39-85, <<http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs/index.php/direito/article/viewFile/15742/10447>> (acedido em 21 de Abril de 2015)
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, "A redução do capital por extinção de acções próprias." *DSR*, Vol 6 de Outubro de 2011, Ano 3, pp. 49-95
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *O Direito - Introdução e Teoria Geral*, 13ª Edição Refundida, Coimbra, Almedina, 2010
- BENAZERAFF, ALBERTO PALOMERO/BAYÓN, PABLO SANZ, "Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalacandas", *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, num. 3/2013. <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2273573](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2273573)> (acedido em 14 de Abril de 2015)
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, "A lealdade no direito das sociedades", ROA , Dez. de 2006, Ano 66, Vol. III,

<[http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=54103&ida=54129](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=54103&ida=54129)> (acedido em 27 de Abril de 2015)

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, "Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa", *ROA*, Ano 54, Vol. III, Dezembro, 1994, <<http://www.oa.pt/upl/%7B0465e24a-e154-4d0d-92ac-ba3d105d3dc6%7D.pdf>> (acedido em 18 de Abril de 2015)

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual de Direito Bancário*, 5ª Edição, Revista e Atualizada, Coimbra, Almedina, 2014

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, "Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades", *ROA*, Setembro de 2006, Ano 66, Vol. II, <[http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50925](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50925)> (acedido em 28 de Abril de 2015)

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil*, VII, Coimbra, Almedina, 2014

CUMMING, DOUGLAS/ZAMBELLI, SIMONA, "Illegal Buyouts" 10 de Dezembro de 2008, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=988357](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988357)> (acedido em 20 de Abril de 2015)

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª Edição, Coimbra, Almedina, 2012

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, "Proibição de "assistência financeira" no contexto do mecanismo de proteção de credores", *AB Instantia - Revista do Instituto do Conhecimento AB*, Outubro de 2013, Ano I, n.º 2, pp. 53-74

DUARTE, RUI PINTO, "O Contrato de Locação Financeira, Uma Síntese" *Separata, THEMIS, Revista da Faculdade de Direito da UNL*. N.º 19, 2010, <[http://rpdadvogados.pt/wp-content/uploads/bsk-pdf-manager/55\\_CONTRATOLOCACAOFINANCEIRA2010.PDF](http://rpdadvogados.pt/wp-content/uploads/bsk-pdf-manager/55_CONTRATOLOCACAOFINANCEIRA2010.PDF)> (acedido em 30 de Abril de 2015)

EIRÓ, PEDRO/PEREIRA, TERESA SILVA, "Artigo 292º.", Em *Comentário ao Código Civil - Parte Geral*, de LUÍS CARVALHO A. FERNANDES (Coord.)/JOSÉ BRANDÃO PROENÇA (Coord.), Lisboa, Universidade Católica Editora, 2014, pp. 726-730

ENRIQUES, LUCA, "The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis." *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, No. 3, 1 de Abril de 2000, pp. 297-333, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=135674](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=135674)> (acedido em 28 de Abril de 2015)

EPIFÂNIO, MARIA DO ROSÁRIO, *Manual de Direito da Insolvência*, 6ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014

FERNANDES, Luís CARVALHO A./LABAREDA, João, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, 2ª Edição, Lisboa, Quid Juris, 2008

FRADA, MANUEL ANTÓNIO CARNEIRO DA, "A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores", *ROA*, Jan. de 2007, Ano 67, Vol. I.

[https://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50916](https://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=50879&ida=50916) (acedido em 27 de Abril de 2015)

GIARETTA, GIONATTAN, "Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?" *Rivista di scienze della comunicazione*, Luglio-dicembre de A.IV (2012) n. 2. [https://www.openstarts.units.it/dspace/bitstream/10077/8487/1/Giarettta\\_tigor-VIII.pdf](https://www.openstarts.units.it/dspace/bitstream/10077/8487/1/Giarettta_tigor-VIII.pdf) (acedido em 29 de Abril de 2015)

GOMES, FÁTIMA, *Insider Trading*, Lisboa, APDMC - Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, 1996

GOMES, FÁTIMA, *Manual de Direito Comercial*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2012

GOMES, FÁTIMA, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*. Lisboa, UCP, 2009

GOMES, FÁTIMA, "Reflexões em Torno dos Deveres Fundamentais dos Membros dos Órgãos de Gestão (e Fiscalização) das Sociedades Comerciais à Luz da Nova Redacção do Artigo 64º do CSC.", Em *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vols. II, Vária, de AA.VV., Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 551-569

HENRIQUES, SÉRGIO COIMBRA, "Proibição de Assistência Financeira - Análise e perspectivas." [www.academia.edu/5136378/Proibi%C3%A7%C3%A3o\\_de\\_Assist%C3%A3ncia\\_Financeira\\_An%C3%A1lise\\_e\\_perspectivas\\_Outubro\\_2012](http://www.academia.edu/5136378/Proibi%C3%A7%C3%A3o_de_Assist%C3%A3ncia_Financeira_An%C3%A1lise_e_perspectivas_Outubro_2012) (acedido em 13 de Abril de 2015).

HOWSON, Peter, *Due Diligence. The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Surrey, UK, Gower Publishing, 2013

LEAL, LAURA RODRIGO DE FREITAS LEAL, *Assistência Financeira, Atual Proibição e Tendências Flexibilizadoras*, Lisboa, UCP, Março 2009

LEITE, INÉS PINTO, "Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs", *DSR*, Maio de Ano 3 - Vol. 5, 2011, pp. 129-179

MACHADO, João BAPTISTA, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 9ª Reimpressão, Coimbra, Almedina, 1996

MARQUES, ELDA, "Artigo 112º." Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), Coimbra, Almedina, 2011, pp. 288-309

MARQUES, ELDA, "Artigo 104º." Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), Coimbra, Almedina, 2011, pp. 251-272

MARQUES, ELDA, "Artigo 116º." Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), Coimbra, Almedina, 2011, pp. 318-336

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL, "Artigo 58º." Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (Coord.), Coimbra, Almedina, 2010, pp. 653-664

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL, "Artigo 6º". Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, de JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 108-122

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL, *Um Curso de Direito da Insolvência*, Coimbra, Almedina, 2015

MOTA, BERNARDO ABREU, "Proibição de Assistência Financeira - Notas para a sua Interpretação e Aplicação" *Actualidad Jurídica*, Setembro - Dezembro de N.º 12, 2005. <<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1482/documento/foro12.pdf?id=2079>> (acedido em 13 de Abril de 2015)

MOTA, BERNARDO ABREU, "Proibição de assistência financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação (Parte II)" *Actualidad Jurídica*, Setembro - Dezembro de 2006. <<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1619/documento/foro06.pdf?id=2129>> (acedido em 13 de Abril de 2015)

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

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

PINTO, CARLOS ALBERTO MOTA, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4ª Edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2005

RENNEBOOG, Luc/SIMONS, TOMAS, "Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs, and IBOs" *ECGI Working Paper Series in Finance*, Finance Working Paper N.º 94/2005, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=796047](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796047)> (acedido em 30 de Maio de 2015)

RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a "Desconsideração da Personalidade Jurídica"*, Coimbra, Almedina, 2012

ROCHA, MARIA VICTÓRIA RODRIGUES FERREIRA, *Aquisição de Acções Próprias No Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra , Almedina, 1994

RUSSO, FÁBIO CASTRO, "Due diligence e responsabilidade", *I Congresso Direito das Sociedades Comerciais*, Maio de 2011, pp. 13-26

SEQUEIRA, ELSA VAZ, "Artigo 281º." Em *Comentário ao Código Civil - Parte Geral*, de LUIS CARVALHO A. FERNANDES (Coord.)/JOSÉ BRANDÃO PROENÇA (Coord.), Lisboa, Universidade Católica Editora, 2014, pp. 696-698

SILVA, MARIANA DUARTE, "Assistência Financeira - No âmbito das sociedades comerciais", *RDS*, Ano II (2010), Número I - 2, pp. 145-236

THABET, SAFA BEN/YOUSFI, OUIDAD, "Le LBO: Enjeux et Perspectives", 2008, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1116207](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1116207)> (acedido em 13 de Abril de 2015)

VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES/LIMA, ANTÓNIO PIRES DE, *Código Civil – Anotado*, Reimpressão da 4ª Edição, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2010

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Teoria Geral do Direito Civil*. 6ª Edição, Coimbra, Almedina, 2010

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

WRIGHT, MIKE/SIMONS, TOMAS/SCHOLES, LOUISE/RENNEBOOG, Luc, "Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect", *ECGI – Finance*, Working Paper No. 126/2006. Julho de 2006, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=918121](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918121)> (acedido em 20 de Abril de 2015)

YOUNG, RICHARD, "Singapore Negotiated M&A Guide Corporate and M&A Law Committee" s.d. <<http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=11&cad=rja&uact=8&ved=0CB4QFjAAOAo&url=http%3A%2F%2Fwww.ibanet.org%2FDocument%2FDefault.aspx%3FDocumentUid%3DFFD85E34-A2BC-4E9A-BD47-81CF7EC6D194&ei=jwJuVdCCB4HqUPeFgZAF&usg=AFQjCNFtWfF-JxnBtu515>> (acedido em 02 de Maio de 2015)>

## Jurisprudência

Acórdão do STJ de 14-02-2008 (OLIVEIRA VASCONCELOS), in <[www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt)> (acedido em 25 de Abril de 2014)

*High Court Of Justice Chancery Division Companies Court* 25/03/2011 in <[www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2011/749.html](http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2011/749.html)> (acedido em 20 de Abril de 2015)

England and Wales Court of Appeal (Civil Decision) no caso Chaston versus SWP Group (20 December 2002) disponível em <[www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2002/1999.html](http://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2002/1999.html)> (acedido em 20 de Abril de 2015)