



Rúben André Veríssimo Cirilo

**A PROIBIÇÃO DA ASSISTÊNCIA FINANCEIRA – ANÁLISE ECONÓMICA
DAS OPERAÇÕES DE *LEVERAGED BUYOUT* E AS PROBLEMÁTICAS DO
REGIME PROIBITIVO NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS**

Dissertação com vista à obtenção do grau
de Mestre em Direito, na especialidade de
Direito e Gestão

Orientador:

Professor Doutor Pedro Caetano Nunes, da NOVA School of Law

Março de 2025



Rúben André Veríssimo Cirilo

**A PROIBIÇÃO DA ASSISTÊNCIA FINANCEIRA – ANÁLISE ECONÓMICA
DAS OPERAÇÕES DE *LEVERAGED BUYOUT* E AS PROBLEMÁTICAS DO
REGIME PROIBITIVO NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS**

Dissertação com vista à obtenção do grau
de Mestre em Direito, na especialidade de
Direito e Gestão

Orientador:

Professor Doutor Pedro Caetano Nunes, da NOVA School of Law

Março de 2025

Declaração anti plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas.

Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios e não identificados constitui uma grave falha ética e disciplinar.

Lisboa, março de 2025

Rúben André Veríssimo Cirilo

Declaração do número de caracteres

Declaro que o corpo da dissertação, incluindo espaços e notas de rodapé, desde a introdução até à conclusão ocupa um total de 95 604 (noventa e cinco mil, seiscentos e quatro) caracteres.

Lisboa, março de 2025

Rúben André Veríssimo Cirilo

Dedicatória

Ao Professor Doutor Pedro Caetano Nunes, que me deu a honra de tê-lo como orientador nesta dissertação.

Aos meus pais e à minha irmã, a quem devo todas as minhas conquistas, pela entrega e apoio incondicional que me deram, e por terem acreditado sempre em mim.

Aos meus avós, por toda a força e por me guiarem através de lições de educação e de vida.

À minha restante família, a quem agradeço por todo o apoio e carinho.

À minha namorada, por ter estado presente em todos os momentos e por acreditar em mim.

Aos meus amigos, pela amizade e companheirismo durante todo o percurso académico.

“Deus quer, o homem sonha, a obra nasce.”

- Fernando Pessoa

Modo de Citar

As referências bibliográficas estão efetuadas, regra geral, em cumprimento das Normas Portuguesas (NP) 405-1 e 405-4 do Instituto Português da Qualidade. Tais referências, ao longo do texto da presente dissertação, são mencionadas em nota de rodapé, através do nome do(s) autor(es) e do título da obra.

Lista de abreviaturas

CSC – Código das Sociedades Comerciais

LBO – *Leveraged Buyout*

SPV – *Special Purpose Vehicle*

MBO – *Management Buyout*

MBI – *Management Buyin*

IBO – *Institucional Buyout*

EBO – *Employee Buyout*

ESOP – *Employee Stock Ownership Plan*

FBO – *Family Buyout*

CEE – Comunidade Económica Europeia

SLIM – *Simple Legislation for the Single Market*

HLG – *High Level Group of Company Law Experts*

S.G.P.S. – Sociedade Gestora de Participações Sociais

MLBO – *Merger leveraged buy-out*

CC – Código Civil

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

Resumo

As operações de *leveraged buyout* são cada vez mais recorrentes em processos de aquisição de sociedades comerciais. Por isso, o objeto da presente dissertação assenta na análise do impacto económico provocado pelas referidas operações, numa aproximação à figura da proibição de assistência financeira.

Numa primeira fase, abordámos a evolução da assistência financeira ao abrigo do Direito Europeu, passando pelo caso inglês e pelo caso italiano, numa plena experiência de direito estrangeiro.

Numa segunda fase, abre-se a análise ao regime proibitivo da assistência financeira em Portugal, através dos seus pressupostos, exceções e consequências da violação da figura, dissecando os seus casos de dúvida, responsáveis por criarem situações de admissibilidade ou de contorno à proibição instituída pelo legislador.

Abstract

Leveraged buyout operations are becoming increasingly common in the process of acquiring commercial companies. The aim of this dissertation is therefore to analyse the economic impact of these operations, in an approach to the prohibition of financial assistance.

Firstly, we analysed the evolution of financial assistance under European law, going through the English case and the Italian case, in a full experience of foreign law.

In a second phase, we analysed the prohibition of financial assistance in Portugal, through its assumptions, exceptions and consequences of violating the prohibition, dissecting its cases of doubt, responsible for creating situations of admissibility or circumvention of the prohibition established by the legislator.

Palavras-chave: Assistência Financeira; Leveraged Buyout; Fusões e Aquisições; Direito Societário

Key words: Financial Assistance; Leveraged Buyout; Mergers and Acquisitions; Corporate Law

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	11
2. A ANÁLISE ECONÓMICA DA PROIBIÇÃO DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA E A SUA RELAÇÃO COM O <i>LEVERAGED BUYOUT</i>	12
2.1. Conceitos e Fundamentos.....	12
2.1.1. A assistência financeira.....	12
2.1.2. O <i>leveraged buyout</i>	13
2.2. A relação económica entre a proibição de assistência financeiro e o LBO....	17
3. A ASSISTÊNCIA FINANCEIRA NO DIREITO EUROPEU	19
4. AS EXPERIÊNCIAS DO DIREITO COMPARADO	22
4.1. O caso inglês.....	22
4.2. O caso italiano.....	24
5. O REGIME LEGAL EM PORTUGAL	26
5.1. Os pressupostos da proibição de assistência financeira.....	26
5.2. Os elementos objetivos e o elemento subjetivo da proibição de assistência financeira.....	28
5.3. As exceções à proibição de assistência financeira.....	33
5.4. As consequências da violação da figura.....	36
5.5. Os casos de dúvida.....	37
5.5.1. O caso dos <i>leveraged buyout</i>	37
5.5.2. A aplicabilidade da figura às sociedades por quotas.....	41
5.5.3. A aquisição da totalidade do capital social.....	44
6. CONCLUSÃO	47
7. BIBLIOGRAFIA	48

1. INTRODUÇÃO

A assistência financeira desempenha um papel imprescindível na projeção dos objetivos societários das empresas que fazem uso deste mecanismo, sendo essencial para os processos de reestruturação e aquisição de empresas, revelando-se altamente benéfica para os investidores.

Na presente dissertação, procuramos demonstrar, numa primeira parte, qual o impacto económico provocado pela figura da assistência financeira, fazendo uma abordagem à noção geral desta figura e à técnica jurídica designada por *leveraged buyout*. Por sua vez, analisaremos a evolução histórica da figura da assistência financeira, passando pela influência do direito europeu e, posteriormente, pelas experiências estrangeiras do Reino Unido e Itália.

Numa segunda parte, culminamos a nossa abordagem através de uma análise crítica e detalhada do regime jurídico da proibição da assistência financeira em Portugal, cuja importância prática se revela fundamental no ecossistema empresarial. No entanto, e derivado da rigidez provocada pela proibição contemplada no artigo 322.º do Código das Sociedades Comerciais, as soluções encontradas para justificar outros contornos associados à figura, revelam-se ainda bastante díspares, conforme veremos através do caso dos *leveraged buyout*, das sociedades por quotas e da aquisição da totalidade do capital social, criando com alguma frequência dificuldades interpretativas e algumas divergências doutrinárias.

2. A ANÁLISE ECONÓMICA DA PROIBIÇÃO DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA E A SUA RELAÇÃO COM O *LEVERAGED BUYOUT*

2.1. Conceitos e Fundamentos

2.1.1. A assistência financeira

O conceito de “assistência financeira” subjaz tipicamente às situações em que uma sociedade assiste um terceiro, mediante a disponibilização de fundos ou da prestação de garantias, com vista a possibilitar a subscrição ou aquisição de ações representativas do seu capital social.

Desde há muito, que esta prática jurídica tem sido vedada em vários ordenamentos jurídicos, conforme veremos a partir das experiências do direito estrangeiro, ao analisarmos a evolução da figura, primeiramente, no Reino Unido e, em segundo lugar, em Itália, tendo evoluído igualmente no espaço europeu. Em Portugal, é, por norma¹, proibida, tal como resulta do disposto no artigo 322.º/1 do CSC, com a epígrafe “*Empréstimos e garantias para aquisição de ações próprias*”, assentando a sua razão de ser na proteção dos credores da empresa adquirida, e na garantia de que esta mesma empresa consiga manter uma base financeira sólida, sem colocar o seu património em risco.

Nos capítulos e subcapítulos seguintes, iremos expor as características económicas desta figura mote de estudo, analisando-as devidamente, num contexto de plena correlação a uma técnica comumente usada nos cenários de aquisição de empresas, que, por sua vez, tem originado acesas discussões e interpretações várias no seio da comunidade jurídica – falamos dos *leveraged buyout* (adiante “LBO”)².

Desta forma, sinalizamos o ponto de partida na análise do impacto económico que a assistência financeira pode originar nas empresas e nas suas relações societárias num cômputo geral, ajudando-nos a compreender também, numa fase posterior, quais as implicações e os efeitos do LBO no caso português.

¹ Referimos “por norma”, pois apesar de a letra do artigo 322.º, nº 1, do CSC apontar nesse sentido, parte da doutrina é responsável por levantar entendimentos contrários, negando-se a sua proibição absoluta.

² ANTUNES, José Engrácia – *A transmissão da empresa e o seu regime jurídico*. Curitiba: Revista da Faculdade de Direito, 2008. [Consultado em 15 de julho de 2024]. Disponível na internet: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13521/3/15742-54316-1-PB.pdf>, p. 51, nota 32 “Fala-se de “buyout” porque o capital da empresa societária vai mudar de mãos; e a aquisição diz-se “leveraged” porque a empresa societária vai passar a possuir um nível de endividamento maior.”

2.1.2. O Leveraged Buyout

À luz do capitalismo de índole tecnológica em que vivemos, as sociedades comerciais têm assumido contornos cada vez mais sofisticados e com estes também as transmissões de empresas, que podem ser diretas ou indiretas (*asset deal* e *share deal*, respetivamente), assumem formas mais complexas³. Nas palavras de José Engrácia Antunes, a transmissão indireta transformou-se hoje “na principal, senão mesmo hegemónica, modalidade de negociação empresarial (...)”⁴.

Neste sentido, surgiu nos EUA, em pleno século XX, uma modalidade de transmissão indireta de empresas, que foi despertando a atenção de juristas e economistas pelo impacto que foi causando no mundo empresarial, proliferando-se, desde então, no mercado europeu: o *leveraged buyout*⁵.

O LBO representa genericamente uma técnica jurídica de aquisição de empresas societárias em que o adquirente, pelo facto de não possuir a liquidez necessária à compra, recorre ao financiamento de terceiros com o objetivo de obter o controlo da empresa adquirida⁶. Nestas situações, a empresa societária assumirá a responsabilidade de pagar a dívida contraída pelo adquirente, através da afetação económica do seu próprio *cash-flow*, dos seus ativos, e até mesmo das suas próprias ações, que passam a servir de garantias reais⁷.

³ ANTUNES, José Engrácia – *A empresa como objecto de negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*. Revista da Ordem dos Advogados. ISSN 0870-8118. Vol. 2/3, n.º 68, 2008, p. 715-793.

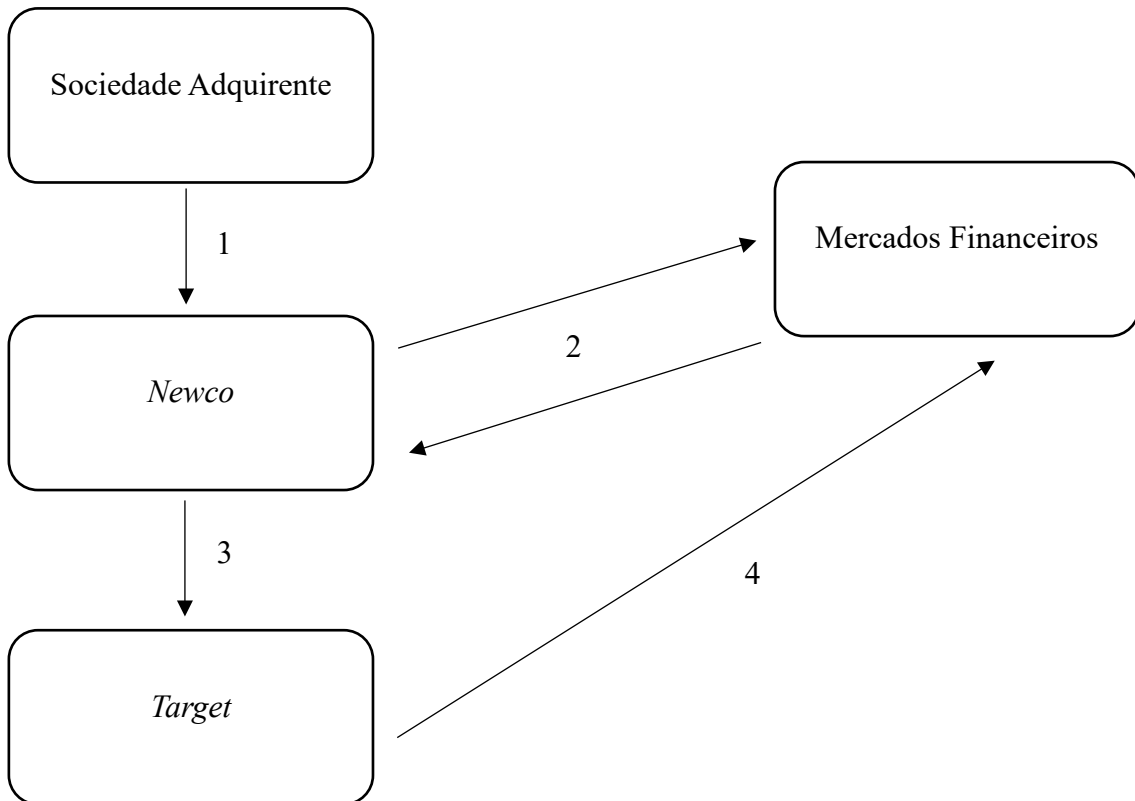
⁴ ANTUNES, José Engrácia – *A transmissão da empresa e o seu regime jurídico*. Curitiba: Revista da Faculdade de Direito, 2008. [Consultado em 16 de julho de 2024]. Disponível na internet: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13521/3/15742-54316-1-PB.pdf>, p. 45

⁵ Este tipo de aquisição foi inicialmente designado de “bootstrapping acquisition”, durante a década de 1960. Ver em RENNEBOOG, Luc, VANSTEENKISTE, Cara – “**Leveraged Buyouts: An Overview of the Literature**”. ECGI Finance, Working Paper N.º 492/2017, janeiro de 2017 https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2896653.pdf, p. 1, (acedido em 17 de julho de 2024).

⁶ Ainda, ANTUNES, José Engrácia – *A transmissão da empresa e o seu regime jurídico*..., op. cit., p. 51. “concretiza-se usualmente mediante a constituição ou aquisição de uma sociedade gestora de participações sociais (“newco”), a qual adquirirá uma participação totalitária ou maioritária na empresa societária objecto da transmissão (“target”) mediante a utilização de fundos financeiros garantidos pelo próprio património desta última”.

⁷ Apesar de normalmente o *leveraged buyout* ser mais comum em cenários de *share deal*, é também viável e possível recorrer-se ao *asset deal* para aplicarmos esta técnica de aquisição de empresas. Num *asset deal*, a dívida é contraída por uma entidade especificamente concebida para adquirir determinados ativos em concreto (SPV), que servirão de garantia de financiamento, sendo que o pagamento da dívida dependerá das suas capacidades para gerar *cash-flow* suficiente para mitigar o *leveraged*.

Para melhor entendimento, verifica-se, regra geral, a estrutura de uma operação de LBO no seguinte esquema:



1. A “Sociedade Adquirente” constitui uma sociedade veículo, a “Newco”.
2. A “Newco” recorre a financiamento junto do mercado (“Mercados Financeiros”).
3. Com a alavancagem, a “Newco” adquire a “Target”.
4. O crédito contraído é garantido pelo património da “Target”.

De acordo com a *free cash flow theory*⁸ de Jensen, os elementos centrais do *leveraged buyout* são a dívida, a propriedade de capitais próprios e a presença de investidores ativos. A utilização da dívida corresponde à circunstância em que há uma utilização marcável de fundos, que sobressai perante a percentagem de capital próprio na estrutura global de financiamento (geralmente 50%-70% é composto por dívida e 30%-

⁸ LIN, Lu, LIN, Dan. “Agency Costs of Free Cash Flow and Bidders’ Long-run Takeover Performance”. *Universal Journal of Accounting and Finance* 1(3): 95-102, 2013 DOI: 10.13189/ujaf.2013.010302. Horizon Research Publishing, <https://www.hrpub.org/download/20140105/UJAF2-12201544.pdf>, p. 95.

50% composto por capital), que origina um natural aumento do coeficiente de endividamento⁹. Este primeiro passo, é aliado de outros benefícios não só para a empresa, mas também para o investidor. Por um lado, dependendo do regime jurídico em causa, permite-se auferir de benefícios fiscais¹⁰ e impulsionar a valorização do património da empresa, que logra de um poder de aquisição maior. Por outro, abre a possibilidade de os investidores controlarem a maioria das ações e, conseqüentemente, garantir uma posição de gestão nos negócios da *target*, pondo em prática os seus objetivos, obtendo também um retorno maior sobre o capital investido. Outro dos principais indicadores da empresa adquirida diz respeito à análise da capacidade que tem de suportar o pagamento da dívida instaurada, que só se torna possível de ser suplantada através de um fluxo de caixa estável, ativo e em permanente crescimento.

O LBO tem sido uma estratégia muito utilizada nas situações de investimento privado (*private equity*), referindo-se aqui ao investimento de capital em empresas que não possuem as suas ações negociadas nas bolsas de valores, ou então às situações em que se pretende adquirir uma empresa pública, com a intenção de torná-las privadas¹¹. Para as sociedades anónimas, a cotação em bolsa incentiva à captação de capital nos mercados públicos, permitindo aumentar a liquidez das suas ações, tornando-as, desta forma, mais atrativas para os investidores.

Segundo dados recentes, o mercado de *private equity* a nível europeu, onde se encontram as operações de LBO, representa atualmente um valor estimado de 150 mil milhões USD, projetando-se um crescimento para 192,54 mil milhões USD¹². A tendência

⁹ LEITE, Inês Pinto – “*Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*”. Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 5, março 2011. p. 161.

¹⁰ Segundo, LEITE, Inês Pinto, *op. cit.*, p. 167, nota 152 “A circunstância de a dívida ter sido contraída para financiar a aquisição, e não para prosseguir o negócio da sociedade incorporante, pode, inclusivamente, ter conseqüências a nível fiscal, designadamente a não-aceitação dos respectivos juros como custo fiscal.”.

¹¹ Uma das mais paradigmáticas transações do setor “public-to-private” foi a aquisição pela Kohlberg Kravis Roberts – KKR & Co. L.P. da RJR Nabisco, retirando-a da bolsa, num negócio que rondou os 25 mil milhões de dólares. Ver, RENNEBOOG, Luc, VANSTEENKISTE, Cara – “*Leveraged Buyouts: An Overview of the Literature*”. ECGI Finance, Working Paper N.º 492/2017, janeiro de 2017 https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2896653.pdf, p. 1, (acedido em 17 de julho de 2024). Mais recentemente, em solo português, noticia-se a privatização da TAP (Transportes Aéreos Portugueses), que ocorreu no ano de 2015 através da aquisição levada a cabo pela Atlantic Gateway por 10 milhões de euros, por uma percentagem de 61% do capital social.

¹² O número de operações de *private equity* feitas no Reino Unido é de 732, uma diferença significativa quando comparamos os resultados de Portugal, que somou 43 operações, cenário onde que demonstra que o mercado alberga menos preparação para estes investimentos. Contudo, é essencial que estas práticas sejam adotadas e aplicadas no país, por forma a criar adaptação na economia e, concomitantemente, a todos os agentes económicos. Consultar em, Mordor Intelligence. (n.d.). *Mercado Europeu de Private Equity – Tamanho, Relatório, Análise de Crescimento e Tendências*, <https://www.mordorintelligence.com/pt/industry-reports/europe-private-equity-market>

de estabilização das taxas de juro são um suporte de segurança fundamental para possibilitar às empresas contraírem empréstimos, favorecendo positivamente o mercado de *leveraged buyout*.

Estudos apontam que a atividade de LBO parece ocorrer em ciclos¹³. As oportunidades de criação de valor económico a partir de transações de *public-to-private* variam ao longo do tempo, sendo que a medida de capital de *private equity* que satisfaz a sua procura vai depender dos aspetos económicos numa certa região ou mercado. Desta forma, os aspetos económicos são determinados pela aceitação das operações de LBO como mecanismos de transação financeira, pela estrutura jurídica e pelas condições do mercado de capitais.

Nos países em que os mercados de capitais e de crédito não estão tão desenvolvidos, como é o caso de Portugal comparativamente aos EUA e ao Reino Unido, as operações de LBO podem proporcionar novas fontes de criação de valor, aumentando-se a rentabilidade da *target* e atenuando as restrições de crédito das empresas visadas, flexibilizando-as¹⁴.

Para os investidores que apostam numa estratégia de LBO, surgem, assim, dois problemas imediatos de financiamento, especialmente num cenário de imprevisibilidade dos mercados de capitais e de recessões globais: o primeiro, relativo à geração de fluxo de caixa altamente reduzida das empresas adquiridas, como verificamos; e segundo, o elevado risco de incumprimento de empréstimos ou obrigações.

Apesar disso, o LBO não deixa margem para dúvidas de que se trata de uma técnica de aquisição de empresas com grande aplicabilidade, assumindo diferentes relevâncias práticas em todos os mercados onde atua e originando, assim, impactos económicos distintos.

Enquanto técnica jurídica de aquisição de empresas, o LBO pode também revestir diversas modalidades operacionais que importam ser realçadas sucintamente, para

¹³ RENNEBOOG, Luc, VANSTEENKISTE, Cara – “*Leveraged Buyouts: An Overview of the Literature*.” ECGI Finance, Working Paper N.º 492/2017, janeiro de 2017 https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2896653.pdf , p. 31, (acedido em 17 de julho de 2024)

¹⁴ WRIGHT, Mike and SIMONS, Tomas and SCHOLLES, Louise and RENNEBOOG, Luc – “*Leveraged Buyouts in the U.K. And Continental Europe: Retrospect and Prospect*” (July 2006). ECGI - Finance Working Paper No. 126/2006, CentER Discussion Paper Series No. 2006-70, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=918121> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.918121>

compreendermos as várias dimensões que pode alcançar a figura. São estas: o *management buyout* (MBO) – situação em que os adquirentes da *target* são os seus próprios administradores; o *management buyin* (MBI) – no caso de os adquirentes serem um grupo de administradores de uma outra sociedade externa à *target*; o *institucional buyout* (IBO) – cenário em que o adquirente é uma entidade financiadora (sociedade de *private equity* ou investidores de capital de risco) que passa a deter a maioria do capital social; o *employee buyout* (EBO) – situação em que os adquirentes são os próprios trabalhadores da empresa adquirida, sendo auxiliado nos EUA pelo “*Employee Stock Ownership Plan*” (ESOP); e os *family buyout* (FBO) – quando os adquirentes são pertencentes à mesma esfera familiar, ocorrendo maioritariamente nas situações em que há eventos de sucessão de empresas familiares.

2.2. A relação económica entre a proibição de assistência financeiro e o LBO

Já verificámos que, enquanto o LBO depende fortemente da utilização de dívida para financiar a aquisição de empresas, a proibição de assistência financeira impede que a *target* utilize os seus próprios ativos como garantias para suportar esse financiamento. Tendo por base o que se passa em alguns ordenamentos jurídicos (entre os quais, o caso do Reino Unido e de Itália, conforme veremos adiante), esta restrição visa proteger os credores e os acionistas da empresa adquirida, mas impõe igualmente limitações estratégicas que podem influenciar o equilíbrio entre o risco e o retorno nas aquisições alavancadas. Por isso, a relação económica entre a proibição de assistência financeira e as operações de LBO é fundamental para compreendermos as suas dinâmicas de aquisição e de financiamento.

Nesta índole, um dos principais objetivos da figura da proibição de assistência financeira é a proteção dos credores da *target*. De facto, o direito de crédito dos credores pode ficar automaticamente ameaçado quando se procede a uma alavancagem financeira, que para além de contar com a entrada de novos sócios após a aquisição, pode igualmente conduzir a um aumento do risco de imputação das obrigações pela afetação do património e das garantias que lhe são atribuídas. Da mesma forma, ocorre um impacto económico na proteção dos acionistas minoritários, uma vez que a utilização do património da *target* para financiar a aquisição pode reduzir o seu valor patrimonial e afetar os seus acionistas, aumentando o risco de insolvência.

Quanto aos riscos de insolvência, o impacto na estrutura de capital merece também a sua atenção, pois exige-se que a empresa adquirida não desvitalize a sua própria estrutura de capital ao alavancar-se excessivamente para financiar a aquisição. É por este motivo, que a proibição de assistência financeira atua, para promover um equilíbrio e evitando tais sobrecargas de dívida, que poderiam levar à falência.

No entanto, a proibição de assistência financeira pode constituir uma desvantagem se interpretada através de uma visão puramente jurídica, sem atendermos aos benefícios económicos que pode trazer. Num atual cenário de intensa crise económico-financeira, é inegável que a abertura de portas para o financiamento constitui uma mais-valia, pois origina um natural crescimento empresarial. Porém, a limitação que por vezes é feita às oportunidades de LBO impede a potencialização de certas empresas e a sua respetiva reestruturação, pelo que, na ótica do investidor, a assistência financeira poderia ser vista como uma maneira eficiente de financiar uma transação, desde que se gerasse um retorno que excedesse o custo da dívida, que não colocasse a empresa num risco financeiro excessivo, e se protegessem os acionistas e os credores. Portanto, não rompendo com qualquer ilegalidade.

Este é um cenário recriado pela dotação dos meios financeiros inerentes à capitalização, que surgem naturalmente dos negócios correntes da sociedade, para movimentar o *cash flow* da sociedade adquirida e, desta forma, financiar a aquisição, sem comprometer aquele conjunto de sujeitos protegidos pela lei. Para melhor explicação, podemos entender que se trata de uma ideia semelhante às situações em que alguém adquire um imóvel com recurso a um empréstimo e arrenda o mesmo, utilizando os frutos civis (renda) recebidos para abater no valor do empréstimo. A proibição de assistência financeira acaba, assim, por gerar um constrangimento do mercado societário¹⁵, ao criar desincentivos às reestruturações empresarias que poderiam causar um impacto positivo.

Este olhar interpretativo sobre as vantagens que a fusão alavancada pode consubstanciar, são um reflexo da aura que singrou durante o período de apaziguamento e flexibilização das regras europeias sobre assistência financeira, que levaram à consagração da Diretiva 2006/68/CE e que Portugal não transpôs, conforme veremos.

¹⁵ LEITE, Inês Pinto – “*Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*”. Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 5, março 2011. P. 168.

3. A ASSISTÊNCIA FINANCEIRA NO DIREITO EUROPEU

A assistência financeira no direito europeu marcou o seu compasso com a entrada em vigor da Diretiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de dezembro de 1976 (doravante designada de “Segunda Diretiva”), destinada a coordenar as garantias para a proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, no âmbito da constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de instituir uma diretriz uniforme para todo o espaço europeu, acabando por afetar a maioria dos ordenamentos jurídicos.

A proibição de assistência financeira, espelhada no artigo 23.º da Segunda Diretiva, assenta as suas raízes históricas na *Section 54* do *Companies Act* de 1948¹⁶, não só no que concerne à construção da proibição, mas também no que respeita às exceções admitidas¹⁷. A influência inglesa é tal que a discussão da matéria em causa não se encontrava contemplada na primeira proposta de Diretiva, tendo sido incluída posteriormente com a adesão do Reino Unido à então CEE, em 1973.

Mais tarde, em outubro de 1998, foi lançado ao nível comunitário a quarta fase do *Simple Legislation for the Single Market (SLIM)*¹⁸, com o objetivo de rever a Segunda Diretiva, concluindo-se pela redução a um “mínimo prático, limitando o montante dos activos líquidos distribuíveis ou através da subscrição de novas acções”¹⁹. Tal proposta acabou por ter sido reavaliada pelo *High Level Group of Company Law Experts* (“HLG”) num novo contexto (“*SLIMplus*”), em 2002, concluindo-se que a assistência financeira devia ser permitida até ao limite das reservas disponíveis, com aprovação em assembleia

¹⁶ Não obstante ainda auferir de uma certa influência do direito italiano, especialmente do *Codice di Commercio* de 1882, no disposto do seu artigo 144.º, que proibia os administradores de fazerem adiantamentos sobre as suas ações e regulando a compra de ações próprias, o que poderia originar modificações no capital social. Cfr. CACCHI PESSANI, Stefano – *L’assistenza finanziaria per l’acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Prima Edizione, Milano: EGEA S.p.A, 2012. ISBN 978-88-238-4334-9

¹⁷ SILVA, Mariana Duarte, *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, Revista de Direito as Sociedades, p. 153.

¹⁸ Lançada pela Comissão Europeia em maio de 1996, com o objetivo de identificar potenciais formas de simplificação da legislação do mercado único. Ver em, SILVA, Mariana Duarte, *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, Revista de Direito as Sociedades, p. 158.

¹⁹ GALVÃO, Clemente (2005). *Proibição de assistência financeira – notas para a sua interpretação e aplicação (A propósito do Projecto de Relatório do Parlamento Europeu sobre a proposta da Comissão Europeia para alteração da Segunda Directiva)*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez, p. 107-112. Disponível em <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1482/documento/foro12.pdf?id=2079&forceDownload=true>

geral a qual poderia autorizar o conselho de administração a desenvolver negócios nesta matéria por um período de cinco anos.

Foi nesta sequência que a Comissão propôs uma nova alteração à Segunda Diretiva, em outubro de 2004. Emitido pelo Parlamento Europeu em junho de 2005, o Projeto de Relatório Provisório sobre os trabalhos da proposta de alteração culminou com a instituição formal da Diretiva 2006/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de setembro de 2006, que apresentava uma tendência mais versátil no que diz respeito à assistência financeira. Esta alteração abria a possibilidade de os Estados-Membros autorizarem que uma sociedade anónima concedesse empréstimos, prestasse garantias ou fornecesse fundos a um terceiro para adquirir as suas ações, desde que se verificassem preenchidas determinadas condições cumulativas²⁰.

Tais condições são as seguintes, de acordo com o n.º 1 do artigo 23.º: i) as operações devem realizar-se sob a responsabilidade do órgão de administração ou de direção, em condições justas de mercado, especialmente no que diz respeito aos juros pagos à sociedade e no que se refere às garantias que lhe são oferecidas, devendo-se ainda analisar a situação em termos de fiabilidade creditícia do terceiro ou de cada contraparte; ii) as operações devem ser submetidas à aprovação prévia da assembleia geral, que delibera em conformidade com as regras de quórum e de maioria, sendo que o órgão de administração ou de direção devem apresentar um relatório escrito indicando as razões, condições, riscos e preço da operação; iii) a assistência financeira global concedida a terceiros nunca deve levar à redução dos ativos líquidos para um nível inferior ao do capital social acrescido de reservas legais e estatutárias; e iv) a inclusão no passivo do seu balanço uma reserva, cuja distribuição é vedada, no montante da assistência financeira global.

Este revolucionário desenvolvimento originou o surgimento de algumas críticas que, no dealbar no século XXI, se pronunciavam acerca da rigidez dos requisitos de

²⁰ Cfr. considerando (5) da Diretiva 2006/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de setembro de 2006.

verificação de assistência financeira²¹. Alguns críticos, consideraram até “improvável a sua utilização pelas sociedades”²².

Esta última alteração acentuou a exposição dos órgãos de administração ou de direção às matérias de responsabilidade civil, fruto do grau de exigência imposto pelo papel que passaram a desempenhar nas tomadas de decisão em matéria de assistência financeira²³. As características do “tráfego económico dos nossos dias”²⁴ têm levado as assembleias gerais a assumir papéis cada vez mais notórios nas tomadas de decisões societárias, por frequentemente constituírem autênticos “travões” nas ações dos administradores, que vivem suscetíveis às rápidas e constantes transformações do dia-a-dia.

Há quem entenda que, por outro lado, uma decisão desta importância para a vida da sociedade deverá ser tomada pelos sócios, pois as aprovações ou ratificações futuras de operações já executadas poderão não ser suficientes para evitar ou reverter eventuais consequências negativas, como a afetação dos bens da sociedade²⁵.

Por fim, alterou-se formalmente a estrutura da redação de 2006 através da Diretiva 2012/30/EU, do Parlamento e do Conselho, de 25 de outubro, que passou a configurar no seu artigo 25.º, mantendo-se a matéria da assistência financeira substancialmente idêntica àquela outra Diretiva. Aos dias de hoje, a assistência financeira está regulada no artigo 64.º da Diretiva (EU) 2017/1132, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho, sem alterações face ao regime do anterior diploma comunitário. Atualmente, o Estado Português ainda não procedeu à sua transposição.

²¹ “no company is ever likely to want to take advantage of the proposed gateway procedure because it is time-consuming, costly, runs the risk of transaction-disrupting minority shareholder actions and exposes directors to excessive personal risks.”, Ferran, Eilis, Simplification of European Company Law on Financial Assistance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=699162>

²² Department of Trade and Industry, *Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company: A Consultative Document* (London, March 2005), p.3.4.2., disponível em <https://www.treasurers.org/ACTmedia/file14584.pdf>

²³ PINTO DUARTE, Rui – *Os Deveres dos Administradores das Sociedades Comerciais*. Volume II. Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2018. Disponível em <https://revistas.ucp.pt/index.php/catolicalawreview/article/view/2004/1928>

²⁴ LEITE, Inês Pinto – “*Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*”. Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 5, março 2011. P. 173.

²⁵ MACEDO VITORINO, Joana – “*A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do CSC: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?*”. Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII (2021), n.º 1. p. .22.

4. AS EXPERIÊNCIAS DO DIREITO COMPARADO

4.1. O caso inglês

Num cenário de pós-Primeira Guerra Mundial e em plena década de 1920, o Reino Unido debateu-se com a proliferação de um problema estrutural societário e económico, que envolvia investidores, sociedades e bancos.

Este problema caracterizava-se pela obtenção de empréstimos bancários (conhecidos por “empréstimos de guerra”²⁶) por parte de terceiros, com o objetivo de criar meios para a aquisição de uma determinada sociedade, com vista a obter o seu controlo. Num segundo momento, e após deter o controlo desta, nomeava novos diretores, que transferiam os fundos necessários para que o terceiro reembolsasse o credor e saldasse, assim, as suas dívidas, utilizando os fundos e ativos da sociedade.

Esta prática gerou alguma preocupação, pelo que o legislador britânico decidiu então nomear uma Comissão especializada (Comissão *Greene*) com vista a encontrar soluções para o problema. Do relatório apresentado em 1926, consta que tais operações violavam a *ratio* da proibição de aquisição de ações próprias²⁷, além de os riscos para o património social serem semelhantes à aquisição de ações próprias²⁸. Foi neste seguimento, e em concordância com o relatório e suas respetivas recomendações, que o legislador consagrou, de forma extensiva, a proibição absoluta de assistência financeira no *Companies Act* de 1929, na *Section 45*.

Mais tarde, através do *Companies Act* de 1948, na *Section 54*, alargou-se o âmbito de aplicação da proibição de assistência financeira às situações de compra ou subscrição de ações da sociedade dominante pela sociedade dominada, introduzindo-se, igualmente, algumas exceções, que procuraram flexibilizar a figura. A primeira, corresponde à situação em que o empréstimo de dinheiro fazia parte da atividade normal de uma sociedade; a segunda, relativa à disponibilização de dinheiro para a compra ou subscrição de ações totalmente pagas da sociedade ou da sua S.G.P.S., sendo tal compra ou

²⁶ NUNES, Pedro – *A proibição de assistência financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*. Porto: Centro de Investigação Interdisciplinar em Justiça, 2015. [Consultado em 16 de julho de 2024]. Disponível na internet: <https://cij.up.pt/pt/red/edicoes-anteriores/2015-nordm-2/a-proibicao-de-assistencia-financiera-em-especial-o-leveraged-buyout-lbo/> ISSN 2182-9845.

²⁷ Ver “*Trevor v. Whitworth* (1887) 12 app cas 409”.

²⁸ A proibição de uma sociedade conceder assistência financeira a um terceiro, possibilitando a que este comprasse as suas próprias ações, já havia sido tornada lei pela primeira vez no Reino Unido através do *Companies Act* de 1928, na *Section 16*. Cfr. SILVA, Mariana Duarte, *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, Revista de Direito as Sociedades, p. 151.

subscrição feita em benefício dos trabalhadores da sociedade, incluindo qualquer administrador com um emprego ou cargo remunerado na sociedade; a terceira, a concessão de empréstimos a pessoas que estejam de boa-fé ao serviço da sociedade, com vista a permitir a aquisição ou subscrição de ações por estas.

Após sentidas dificuldades de aplicação prática do regime da assistência financeira à luz do *Companies Act* de 1980, e já sob a influência da Segunda Diretiva, o legislador britânico procedera à sua revisão em 1981, que acabou de forma consolidada no *Companies Act* de 1985, introduzindo-se tratamentos diferenciados de assistência financeira entre as *public companies* e as *private companies*.

Com efeito, e considerando as características inerentes às *public companies*, o legislador decidiu impregnar uma proibição em termos mais alargados comparativamente às *private companies*, que seguiam a linha de orientação do *Jenkins Committee*, por auferir de um procedimento legal de assistência financeira a terceiros mais flexível e que ficou conhecido como *whitewash procedure*²⁹. Este procedimento foi bastante bem-sucedido e utilizado por *public companies* para a aplicação do regime de assistência financeira, sem romper com as *Section 151-153*, permitindo o registo de tais empresas como *private companies* durante o tempo necessário para concluir a operação. Após a realização desta, voltavam a registar-se como *public companies*. Assim, contrariaram-se as tendências comunitárias levadas a cabo pela Segunda Diretiva, que proibia as *private companies* de concederem a terceiros os seus títulos representativos de capital, uma vez que a nível europeu este tipo de *companies* estavam muito próximas das *public companies*.

Por outro lado, na *Section 151(1)* do *Companies Act* de 1985, adotava-se uma abordagem subjetivista em relação à conexão entre a assistência financeira e a aquisição de ações. Proibiam-se duas formas de assistência financeira: a primeira, quando tal assistência seria concedida a alguém que está a adquirir ou que pretende adquirir ações de uma determinada empresa; a segunda, quando a assistência é concedida a alguém que já adquiriu tais ações e tem, concomitantemente, uma dívida relacionada com essa respetiva compra, seja essa pessoa ou um terceiro. A teleologia da norma demonstra que a assistência financeira seja prestada quer para reduzir a responsabilidade do adquirente,

²⁹ Presente na *Section 155-157* do *Companies Act* de 1985, este procedimento materializava uma operação aprovada por deliberação especial em sede de assembleia geral da sociedade, identificando a pessoa a quem a assistência seria prestada e uma declaração, de que a mesma não prejudicava os interesses dos credores sociais, sendo tal deliberação e respetivos documentos objeto de registo comercial.

quer no âmbito da aquisição de ações próprias. A violação da *Section 151* pressupunha sanções penais, para além da possibilidade da transação ser anulada.

Por sua vez, a *Section 153*, que previa isenções à referida proibição, instaurava uma exceção conhecida por *purpose exemption*³⁰, pois permitia a assistência financeira no caso em que o objetivo principal não fosse ajudar um terceiro a adquirir ações, ou quando tal propósito fosse secundário de um objetivo maior da sociedade, desde que realizados de boa-fé e em pleno interesse empresarial. Esta *purpose exemption* foi relevante para isentar os *leveraged buy-out* (LBO) da proibição demarcada na *Section 151*³¹, sendo que um dos casos que mais clarificou o âmbito de aplicação desta respetiva isenção foi o caso *Brady v Brady*³². A flexibilização da proibição de assistência financeira reduziu os obstáculos enfrentados pelos mutuantes na obtenção de garantias para os fundos que adiantaram.

Com a adoção do *Companies Act* de 2006, excluíram-se as *private companies* do âmbito de aplicação da proibição de assistência financeira, no decorrer nas constantes solicitações promovidas pelo mercado britânico, derivado do crescimento das operações de LBO sentidas na década de noventa³³.

4.2. O caso italiano

Em Itália, o posicionamento relativamente ao regime da assistência financeira começou por surgir na sequência de uma posição restritiva no que toca à concessão de crédito pela sociedade aos sócios, garantido por ações próprias desta.

³⁰ MACEDO VITORINO, Joana – “*A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do CSC: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?*”. Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII (2021), n.º 1, p. .14

³¹ GIANNINO, Michele – *The Regulation of LBOs under English and Italian Company Laws* (March 1, 2006). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1448719>

³² O caso *Brady v Brady* envolvia a divisão de ativos de uma empresa familiar entre dois irmãos que não podiam trabalhar juntos, sendo que o plano exigia que a empresa original prestasse assistência financeira à nova empresa para adquirir as suas ações. As partes argumentaram que isso se enquadrava no conceito de *purpose exemption*, tendo *Lord Olivier* identificado duas situações para tal *exemption*: a primeira, quando a assistência financeira tem um objetivo principal e outro secundário, tendo o tribunal concluído que o principal objetivo era reduzir a dívida do comprador; e uma segunda situação, quando há um objetivo empresarial mais amplo além da aquisição de ações, sendo que tal objetivo deve ser interpretado restritivamente. No caso em questão, a assistência financeira representava um incidente de um objetivo maior, fundamental para a aquisição de ações, pelo que a *purpose exemption* não se aplicava. [1989] AC 755, HL. *Ob. Cit.*, GIANNINO, Michele – *The Regulation...* - p. 6.

³³ LEITE, Inês Pinto – “*Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*”. Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 5, março 2011. P. 135, nota 13.

Estas práticas, que foram constantes durante a vigência do *Codice di Commercio* de 1865, provocaram um agudizar de preocupações no mercado italiano, pelo que rapidamente foram denunciados os riscos associados ao capital social, entre os quais a devolução encoberta das entradas dos sócios³⁴.

No decorrer das recomendações da Comissão ministerial *Caveri*, de 1869, e dos projetos *Vigliani-Finali* e *Mancini*, o *Codice di Commercio* de 1882 veio proibir de forma absoluta, no seu artigo 144.º, tais negócios estabelecidos entre a sociedade e os sócios, ao contrário da aquisição de ações próprias pela sociedade, que se mantinha legal em determinadas condições. Indubitavelmente, que tal artigo serviu de inspiração ao legislador italiano, que assentou a proibição inerente à concessão de empréstimos (“*prestiti*”) ou garantias por uma sociedade no âmbito da aquisição das suas próprias ações, no artigo 2358.º do *Codice Civile* de 1942, também este, responsável por transpor o artigo 23.º da Segunda Diretiva.

No decorrer da transposição da diretiva comunitária, abandonaram-se duas exceções previstas naquela: a primeira, relacionado com sociedades de investimento de capital fixo; a segunda, inerentes às operações correntes de bancos e instituições de crédito, presumivelmente considerando que tais créditos concedidos não contêm o propósito de adquirir ações próprias. No entanto, as únicas exceções à proibição acima que foram aceites dizem respeito à assistência financeira prestada no âmbito da aquisição de ações pelos próprios trabalhadores da sociedade³⁵ ou pelos trabalhadores de empresas controladoras ou controladas.

Com a reforma de 1986, no artigo 2483.º do Código Civil italiano, a proibição da assistência financeira passou também a abranger as sociedades de responsabilidade limitada, não consagrando qualquer exceção.

No que às operações de LBO realizadas sem fusão diz respeito, a doutrina e a jurisprudência italianas eram consensuais, pois violavam a proibição de assistência financeira, uma vez que a transferência do custo de aquisição para a sociedade adquirida

³⁴ MACEDO VITORINO, Joana – “*A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do CSC: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?*”. Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII (2021), n.º 1, p. .15

³⁵ Neste sentido, é também de notar que, contrariamente ao direito societário inglês, o direito das sociedades italiano não faz qualquer distinção entre a prestação de assistência financeira encetada por sociedades públicas e a assistência financeira prestada por sociedades privadas. Cfr. Giannino, Michele, *The Regulation of LBOs under English and Italian Company Laws* (Março 1, 2006). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1448719> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1448719>

infringia a *ratio* do artigo 2358.º do Código Civil, que estabelecia o princípio da preservação do património da sociedade. Ao proteger-se este interesse, qualquer comportamento cujo efeito origine a perda de património da sociedade violaria o artigo 2358.º, através do artigo 1344.º do Código Civil italiano.

Contudo, a unanimidade acima demonstrada já não era a mesma quanto ao *merger leveraged buy-out* (MLBO), pois alguns académicos e a jurisprudência³⁶ defendem que as fusões são instrumentos legítimos e que o artigo 2358.º não proibia as fusões com objetivos comerciais válidos. Neste sentido, o Decreto Legislativo n.º 6/2003, de 17 de janeiro veio introduzir no Código Civil italiano o artigo 2501.º, que veio estabelecer um regime aplicável às fusões na sequência de aquisição de uma sociedade com endividamento, resultando na constituição como garantia genérica ou fonte de reembolso da dívida o património da sociedade-alvo. Com efeito, seria necessário a apresentação de relatórios e planos financeiros pelos órgãos de administração, para justificar a fusão.

Recentemente, a flexibilização do regime assentou com o Decreto Legislativo n.º 142, de 4 de agosto, que transpôs a Diretiva 2006/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho.

5. O REGIME LEGAL EM PORTUGAL

5.1. Os pressupostos da proibição de assistência financeira

O inovador surgimento do regime proibitivo de assistência financeira em Portugal está intimamente ligado às reformas económicas e jurídicas adotadas na Europa, que serviram para regulamentar o funcionamento das sociedades comerciais e a proteção do mercado financeiro, cada vez mais complexo, como já verificámos. Como tal, a preocupação em salvaguardar a transparência das empresas era tal, que aumentava a proibição de práticas abusivas de aquisição de ações, responsáveis por enfraquecerem as

³⁶ A jurisprudência apresentava-se dividida. No caso *Farmitalia*, o Tribunal Civil de Milão afirmou que as LBOs não violavam direta ou indiretamente o artigo 2358.º, no entanto, o Tribunal Penal de Milão considerou, no processo penal *Farmitalia*, que a *merger* entre o adquirente e o adquirido era relevante como prova de conluio entre a empresa emitente das ações e a empresa que as adquiriu, para evitar a proibição do artigo 2358.º. Noutro processo penal, em *Fratelli Marzoli*, o Tribunal de Brescia decidiu que a legalidade das LBOs deve ser avaliada caso a caso, considerando os objetivos comerciais e económicos sólidos, concluindo-se, da mesma forma, no caso *Trenno*. Cfr. Giannino, Michele, *The Regulation of LBOs under English and Italian Company Laws* (Março 1, 2006). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1448719> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1448719>

empresas, prejudicarem os seus credores e acionistas minoritários e, desta forma, o próprio mercado³⁷.

Por isso, e fruto dos ventos europeus que sopravam por influência da Segunda Diretiva³⁸, Portugal não ficou aquém e antecipou-se ao transpor para o ordenamento jurídico o imperativo que advém do seu artigo 23.º, através do Decreto-Lei n.º 280/87, de 8 de julho, ficando formalmente consolidado no Código das Sociedades Comerciais, no artigo 322.º³⁹. Este foi igualmente um marco de destaque importante para o país, que faz realçar o contexto primordial de adesão à então CEE, atual União Europeia.

Resulta atualmente da norma do artigo 322.º do CSC, no Título IV relativo a “Sociedades Anónimas”, que *“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 acções representativas do seu capital.”* (n.º 1). O número seguinte, que confere um cabaz de exceções retiradas da Segunda Diretiva, estabelece que a matéria disposta no n.º 1 *“não se aplica às transacções que se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras, nem às operações efectuadas com vista à aquisição de acções pelo ou para o pessoal da sociedade ou de resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.”*. Por fim, e para assegurar o carácter sancionatório previsto para a violação da

³⁷ Há entendimentos que apontam que a proibição de assistência financeira é tida como uma extensão do regime proibitivo de aquisição de ações próprias (artigo 316.º do CSC e ss.) pelo argumento do espírito da norma que lhe é inerente, no entanto, a finalidade que mais é apontada pela doutrina reside na tutela dos credores e na proteção do património social. Cfr. NUNES, Pedro – *A proibição de assistência financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*. Porto: Centro de Investigação Interdisciplinar em Justiça, 2015. [Consultado em 16 de julho de 2024], p. 9. Disponível na internet: <https://cij.up.pt/pt/red/edicoes-anteriores/2015-nordm-2/a-proibicao-de-assistencia-financeira-em-especial-o-leveraged-buyout-lbo/> ISSN 2182-9845

³⁸ Lembrando que até à transposição da Segunda Diretiva (Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976), a maioria dos ordenamentos jurídicos europeus era omissa quanto a esta matéria, excepcionando-se apenas os ordenamentos jurídicos britânico e italiano. Cfr. RODRIGUES FERREIRA, Jéssica – *“A proibição de assistência financeira para aquisição de ações próprias”*, p. 60.

³⁹ O legislador português tem acabado por desconsiderar as propostas de flexibilização do regime jurídico da assistência financeira que singram na Europa, pois até à data ainda não foi transposta a Diretiva 2006/68/CE, de 6 de setembro, vigorando no nosso ordenamento jurídico um “paradigma da proibição praticamente absoluta da assistência financeira”, nas palavras do Dr. João Ventura. Cfr. VENTURA, João – *“A Diretiva 2006/68/CE e o regime da assistência financeira: uma omissão ponderada ou uma oportunidade desperdiçada?”*. Revista de Direito das Sociedades, Lisboa. ISSN 1647-1105, Ano VIII (2016) N.º 1, p. 1.

proibição, diz-nos o n.º 3 do artigo 322.º do CSC que “*os contratos ou actos unilaterais da sociedade que violem o disposto no n.º 1 ou na parte final do n.º 2 são nulos*”.

À primeira vista, e analisando-se minuciosamente a lei, verificamos que artigo 322.º do CSC está talhado para salvaguardar o princípio da intangibilidade do capital social, evitando abusos por parte dos administradores, e para impedir potenciais manipulações de mercado, protegendo os credores e os acionistas⁴⁰. Esta é uma perceção que é defendida pela maior parte da doutrina em Portugal, no entanto, note-se que a *ratio legis* do artigo 322.º tem sido responsável por criar algumas disparidades de entendimentos, que têm impedido a consagração de convergência doutrinária, como veremos adiante.

Estão assim presentes uma série de elementos (objetivos e subjetivos) ou requisitos que importam ser destacados. Objetivamente consagrados, contamos, em primeiro lugar, com o negócio de financiamento *per si*, em que a sociedade concede empréstimos, fornece fundos e presta garantias, e, em segundo lugar, a subscrição ou aquisição de ações da sociedade por um terceiro assistido, como resulta do n.º 1 do artigo 322.º. Da correlação entre ambos os dois primeiros requisitos, resulta o elemento subjetivo ou finalístico, responsável por criar um nexo de causalidade, uma vez que a prestação de assistência financeira promove o propósito final de aquisição de ações representativas do capital social da sociedade.

5.2. Os elementos objetivos e o elemento subjetivo da proibição de assistência financeira

A primeira nota que realçamos ao analisarmos o primeiro requisito relativo ao “negócio de financiamento” prende-se com a intenção materializada do legislador português em não ter procedido com a enumeração taxativa das condutas que visou abarcar, apenas pautando a letra da lei pela utilização breve de conceitos indeterminados, que pudessem envolver todos os atos da sociedade relativos à concessão de crédito ou de prestação de garantias, sem esgotar todas as suas respetivas possibilidades.

⁴⁰ Paulo Olavo Cunha inclusive refere que o princípio da intangibilidade do capital social continua a constituir uma garantia dos credores. Cfr. CUNHA, Paulo Olavo. *Aspectos críticos da aplicação prática do regime das ações sem valor nominal*. Direito e Justiça, 2013. [Consultado a 25 de setembro de 2024]. Disponível na internet: <https://doi.org/10.34632/direitojustica.2013.9901>

Com isto, viabilizou, de forma objetiva, uma proibição de concessão de crédito pela sociedade ao terceiro⁴¹ apenas nesses mesmos casos de concessão de fundos, excluindo-se outros tipos de assistência financeira que não correspondam àquelas situações *strictu sensu*. Neste sentido, a tendência mais natural de interpretação deste preceito reside na restrição da norma, por forma a não criar uma generalização sistemática de “empréstimos” e “fundos”.

Por sua vez, a proibição de prestação de garantias (pessoais ou reais) foi cravada no preceito legal com a intenção de evitar que o património social da sociedade fosse colocado em causa e passasse, desta forma, a responder por potenciais dívidas do terceiro, após este adquirir a sociedade, demonstrando-se um legítimo interesse por parte do legislador em salvaguardar os credores sociais.

Neste sentido, serve-nos de exemplo a *ratio* do artigo 78.º/1 do CSC, relativo à responsabilidade para com os credores sociais, que estabelece que “*Os gerentes ou administradores respondem para com os credores da sociedade quando, pela inobservância culposa das disposições legais ou contratuais destinadas à proteção destes, o património social se torne insuficiente para a satisfação dos respectivos créditos.*”, cabendo aos credores sociais o direito à indemnização nos termos do Código Civil (adiante “CC”), sempre que a sociedade não respeite a norma legal em causa.

Apesar de não ser parte integrante dos elementos objetivos do artigo 322.º do CSC, esta elucidativa norma procura servir de exemplo em como é possível evitar que seja criada uma instabilidade económico-financeira na sociedade, afastando o seu património de fins inapropriados.

A lógica da proibição absoluta de assistência financeira é, nestes termos, o reflexo da desconfiança do poder legislativo português quanto a este tipo de operações, presumidas lesivas da sociedade, evitando-se a flexibilização que singra eficazmente na atmosfera europeia.

⁴¹ NUNES, Pedro – *A proibição de assistência financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*. Porto: Centro de Investigação Interdisciplinar em Justiça, 2015. [Consultado em 16 de julho de 2024]. Disponível na internet: <https://cij.up.pt/red/edicoes-antiores/2015-nordm-2/a-proibicao-de-assistencia-financeira-em-especial-o-leveraged-buyout-lbo/> ISSN 2182-9845, p. 12 “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, (...)”.

A segunda nota que merece destaque prende-se com a análise de outro elemento objetivo, que diz respeito à subscrição ou aquisição de ações representativas do capital social da sociedade assistente pelo terceiro. Ora, considero que vem dar forma ao primeiro elemento relativo ao negócio de financiamento, pois completa, plenamente, o teor normativo da proibição de assistência financeira, consubstanciando-se como um outro “negócio” com pendor aquisitivo.

Há entendimentos doutrinários que afirmam que “a proibição legal não incide sobre o resultado aquisitivo em si, mas sobre o negócio de financiamento celebrado com o intuito de facilitar tal resultado”⁴², ou que este elemento é “meramente incidental”⁴³. Na verdade, considero que basta evidenciar-se o propósito de utilizar o negócio de financiamento para a subscrição ou aquisição de ações representativas do capital, para que esteja preenchida a *ratio* da proibição de assistência financeira, sem haver a necessidade de uma devida materialização do conteúdo de ambos os negócios em causa. Com isto, levamos a crer que há um indício substancialmente forte para considerar que a proibição de assistência financeira não é inteiramente absoluta, não só por existirem exceções, conforme veremos, mas também porque está em causa a interpretação do fim do negócio de assistência, o que significa que a lei não proíbe simplesmente a assistência financeira, mas só apenas nos casos em que é dotada de determinado fim⁴⁴ – “para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira acções representativas do seu capital”.

O próprio artigo 9.º, n.º 3, do CC, faz-nos presumir que o legislador se expressou corretamente e que quis, desta forma, abranger no âmbito finalístico todos os negócios de subscrição ou de aquisição de ações da empresa societária.

Ainda relativamente ao escopo este segundo elemento, levanta-se uma questão pertinente que merece a nossa especial atenção. Diz-nos o artigo 325.º-A do CSC, no seu n.º 1, que as ações de uma sociedade anónima subscritas, adquiridas ou detidas por uma sociedade daquela dependente nos termos do artigo 486.º do CSC – relações de domínio

⁴² LEITE, Inês Pinto – “*Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*”. Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 5, março 2011. p. 148.

⁴³ MACEDO VITORINO, Joana – “*A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do CSC: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?*”. Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII (2021), n.º 1. p. 29.

⁴⁴ Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 2309/16.2T8PTM.E1.S. Acessível em: <https://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/56e21a54eb27dfca802588cb004b6058?OpenDocument>

–, ou que com aquela esteja em relação de grupo nos termos do artigo 488.º e seguintes do CSC – relações de grupo –, consideram-se ações próprias da sociedade dominante. Esta ressalva, alimentada pela remissão ao regime da assistência financeira feita pelo artigo 325.º-B, n.º 1, do CSC, concebe a ideia de que este regime proibitivo absoluto não se aplica, assim, aos casos de assistência financeira para a aquisição de ações da sociedade dependente.

Por fim, somos contemplados com a análise do elemento subjetivo, que centra a nossa atenção na esfera causal que une os negócios jurídicos referenciados acima. Ou seja, a consagração do primeiro negócio leva à conclusão do segundo, funcionando ambos como condição *sine qua non* para a proibição em causa. A doutrina tem-se debatido seriamente quanto ao caráter material deste elemento e à forma como deve ser enquadrado, numa circunstância em que aparentemente um terceiro, que goza naturalmente dos seus direitos e da sua livre vontade em celebrar negócios, se serve de um acordo de financiamento para subscrever ou adquirir ações representativas do capital de uma sociedade.

Seguindo o raciocínio de Pedro Nunes, Horta Osório e Mariana Duarte Silva, nas suas obras, a assistência financeira é permitida se a sua finalidade não for diretamente facilitar o acesso ao capital da sociedade assistente e não gerar os efeitos que a lei pretende evitar⁴⁵. Neste sentido, se ficar claro que o objetivo for o de contornar a lei, a proibição aplica-se indiscutivelmente, sendo que a restrição abrange apenas negócios destinados ao fim proposto no artigo 322.º, excluindo aqueles em que a assistência é apenas parte de uma operação maior.

Esta representa um entendimento seguro no panorama nacional, que merece destaque pela forma como não gera desconfiança quanto aos diferentes negócios *per se*, mas apenas na circunstância em que se relaciona com uma finalidade que atenta contra o património da sociedade.

Porém, num palco de plena incerteza económica, onde vigora um regime que ainda não gerou a consensualidade global dos juristas quanto à sua interpretação, e num cenário de flexibilização europeia, considero que há espaço para a análise da norma atendendo a um critério casuístico, sustentando por raízes legítimas de operacionalidade.

⁴⁵ SILVA, Mariana Duarte, *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, Revista de Direito as Sociedades, p. 197-198.

Em primeiro lugar, a operação de assistência financeira deve ser realizável tendo por base o princípio da boa-fé, o que significa que todo o trajeto desde a razão motivadora do negócio de assistência até ao verdadeiro fim por esta almejado, deve gerar confiança e segurança jurídica a todos os intervenientes no processo e a terceiros. Por outras palavras, tem de provocar um efeito contrário àquele que é gerado pela “presunção abstrata de lesividade dos resultados das operações de assistência financeira”⁴⁶.

Nesta linha, se seguirmos a tendência de desconexão com o sentido literal dos elementos objetivos do artigo 322.º, n.º 1, do CSC, verificamos que o fim último criado pela junção daqueles elementos poderá não corresponder a um propósito final, mas sim, apenas a um propósito secundário que resulta da abertura de um espaço para um fim maior, justificando, assim, a não aplicação do regime da proibição de assistência financeira.

Este “fim maior”, assenta o seu endereço em razões comerciais sólidas, como a criação de sinergias entre sociedades e o desenvolvimento económico das mesmas, pelo que, num contexto de reestruturação empresarial como aquele que é evidenciado quando ocorrem versões legais de assistência financeira, devemos atender à operação do 322.º, n.º 1, do CSC, no seu todo para determinarmos se a proibição é necessária ou não. Ao referirmos que devemos atender à operação como um todo, significa que o fim em concreto do negócio de financiamento, que é a subscrição ou aquisição de ações representativas do capital da sociedade, deve ainda assim ser aferido na interpretação geral da operação, para não cairmos no erro de desconsiderar determinados detalhes que poderão afetar de alguma forma a sobrevivência da sociedade. Este é um entendimento que abre espaço para a consideração da legalidade de operações de LBO com fusão.

Por sua vez, a nível europeu, há entendimentos que partem da identificação da intenção das partes no momento do empréstimo. Ou seja, se não estiver claro o destino a ser dado pela sociedade no negócio de financiamento, não poderemos aplicar o regime do artigo 322.º do CSC.

⁴⁶ Cfr. LEITE, Inês Pinto, op. cit., p. 141

5.3. As exceções à proibição de assistência financeira

As exceções ao regime proibitivo de assistência financeira estão evidenciadas no n.º 2 do artigo 322.º do CSC, que estabelece o seguinte: “*O disposto no n.º 1 não se aplica às transacções que se enquadrem nas operações efectuadas com vista à aquisição de acções pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada; todavia, de tais transacções e operações não pode resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.*”.

Esta norma, representa um retrato elucidativo do artigo 23.º, n.º 2, da Segunda Diretiva, e está alinhada com o enquadramento finalístico que já verificamos, desconstruindo a “autonomização” das exceções no quadro legal⁴⁷.

Ora, analisando o preceito em causa, resultam dois casos de exceção que merecem a nossa atenção: o primeiro, respeitante às operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras; e o segundo, relativa a operações com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada.

Quanto à primeira hipótese, a *target* deve ser qualificada como uma entidade que exerce uma atividade bancária ou qualquer outra atividade que recaia no âmbito de outras instituições financeiras ou equiparáveis, nos termos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF)⁴⁸. O ponto-chave deste primeiro caso reside na expressão “operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras”, que deve ser interpretada com base no Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, por forma a não abrir espaço para incluir as atividades de concessão de crédito no escopo dos negócios de financiamento abarcados pelo n.º 1 do artigo 322.º do CSC e criar uma contradição normativa⁴⁹. Estas “operações correntes” centram-se nas atividades elencadas taxativamente no artigo 4.º, n.º 1, do RGICSF.

Este critério de segurança jurídica foi reforçado com as novas tendências de interpretação do elemento subjetivo do n.º 1 do 322.º do CSC, pois, lendo objetivamente a lei, a finalidade inerente ao negócio de financiamento reside na subscrição ou aquisição

⁴⁷ Cfr. LEITE, Inês Pinto, op. cit., p. 157.

⁴⁸ Cfr. Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro.

⁴⁹ Segundo Ana Perestrelo de Oliveira, uma operação corrente é “aquela que a sociedade efetue habitualmente no âmbito da prossecução da sua atividade.”. Cfr. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015 p. 229.

das ações da *target*, e, desta forma, permite-nos separar com facilidade o intuito das operações correntes dos bancos e demais instituições de crédito.

Quanto à segunda hipótese, levantam-se algumas questões pertinentes, que correspondem à definição do significado de “*pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada*”, remetendo-nos, neste último caso, para o regime dos artigos 481.º e 482.º do CSC.

Na primeira parte da expressão, o legislador usou um conceito geral (“pessoal”) que inclui toda e qualquer parte interessada na vida da sociedade e trabalhadores que estejam vinculados por um contrato de trabalho, ou contrato de estágio, ou por um contrato de prestação de serviços, nos termos do Código do Trabalho, o que significa que não foi deliberadamente restringido o sentido da norma, numa tentativa de incluir o máximo de colaboradores possíveis⁵⁰. Ou seja, inclui todos os trabalhadores com os quais a sociedade comercial manteve um determinado vínculo laboral, fazendo-se cumprir com o princípio da igualdade entre trabalhadores, mas também abranger colaboradores que sejam partes interessadas na vida da sociedade, mesmo que não tenham vínculo laboral⁵¹. Esta prática, reconhece a importância da participação dos elementos que compõe a estrutura empresarial, criando a possibilidade de estes realizarem planos como os “*stock options*”⁵², cada vez mais utilizado no ecossistema societário. Este mecanismo garante aos trabalhadores da empresa o direito de compra de ações da própria sociedade, servindo

⁵⁰ Quanto à inclusão dos trabalhadores vinculados por contratos de estágio, a doutrina diverge em alguns pontos. Por um lado, defende-se que, devido ao carácter necessariamente temporário destes contratos, não se deve incluir na norma do artigo 322.º, n.º 2, do CSC, como forma de evitar uma fraude à lei. Neste sentido, cfr. PEDRO NUNES, considerando 47. Por outro lado, MARIANA DUARTE SILVA, servindo-se de uma base atualista, considera que se deve interpretar de uma forma mais lata o termo “pessoal” da sociedade, de forma a abranger os colaboradores vinculados por contratos de estágio. Cfr. SILVA, Mariana Duarte, *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, Revista de Direito as Sociedades p. 214.

⁵¹ Neste sentido, cumpre-se com o quarto princípio da OCDE em matéria de governo das sociedades, que refere que “o enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação activa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.”. Cfr. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Para consulta em https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles_pt_final.pdf

⁵² “Firms increasingly issue equity indirectly by granting stock options to their employees”. Cfr. BABENKO, ILONA, MICHAEL LEMMON, and YURI TSERLUKEVICH. “*Employee Stock Options and Investment*.” *The Journal of Finance* 66, no. 3 (2011): p. 981. <http://www.jstor.org/stable/29789805>.

como um mecanismo atrativo para os trabalhadores do ponto de vista remuneratório e benéfico igualmente para a vida societária, por valorizar as ações no mercado⁵³.

Por outro lado, não se incluem na norma os órgãos de administração, fruto da proibição presente no artigo 397.º, n.º 1, do CSC.

Por fim, o n.º 2 do artigo 322.º estabelece que “*de tais transacções e operações não pode resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.*”. Ora, por outras palavras, significa que a sociedade não pode realizar determinadas operações que façam com que o seu ativo líquido, que corresponde à diferença entre o que a sociedade tem e o que deve, caia abaixo do valor do capital inicialmente investido pelos acionistas e, de certa forma, das reservas que são obrigatórios por lei ou pelo contrato social. Neste sentido, garantimos que a empresa mantém uma base mínima de ativos, permitindo proteger os interesses dos credores e assegurando, conseqüentemente, a estabilidade económico-financeira da sociedade.

No entanto, a doutrina continua a olhar com desconfiança para este limite. Uma das justificações para este facto reside na análise contabilística da norma. Ou seja, quando a assistência financeira concedida pela sociedade assume a forma de empréstimos ou créditos a terceiros para que estes comprem as suas próprias ações, não reduz necessariamente o valor dos ativos da empresa, pois os respetivos créditos são contabilizados como ativos. Há uma compensação imediata no ativo, que significa que, apesar da empresa diminuir os ativos monetariamente, compensa essa saída através das dívidas a receber. O problema surge quando a empresa usa a maior parte dos seus ativos como créditos, criando um risco associado, pois gera-se a dívida e não um ativo propriamente seguro e manobrável. Se os terceiros não conseguirem ressarcir esses créditos, a empresa entrará em sérias dificuldades financeiras e gera-se um paradigma difícil de sustentar, responsável pela potencial utilização infinita de bens da sociedade para aquele fim, muito pela lacuna de uma reserva financeira.

⁵³ FERRARINI, Guido and UNGUREANU, Maria C., *Executive Remuneration. A Comparative Overview* (October 14, 2014). draft chapter for the Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (J. Gordon and G. Ringe eds.), Oxford University Press, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 268/201, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2509968>. p.12.

Ainda assim, dificilmente a prestação de assistência financeira atentará contra o capital social (princípio da conservação do capital social), uma vez que está sempre presente a necessidade de proteger o interesse dos credores.

5.4. As consequências da violação da figura

De acordo com o n.º 3 do artigo 322.º, “*Os contratos ou actos unilaterais da sociedade que violem o disposto no n.º 1 ou na parte final do n.º 2 são nulos.*”. Esta norma identifica o argumento que dá resposta a um cenário de violação da proibição de assistência, que reside na sanção jurídica da nulidade, que nos remete para os termos do artigo 294.º do CC.

De facto, a doutrina tem-se debatido quanto ao alcance do n.º 3 do artigo 322.º e a sua consensualidade não é evidente. Uma parte da doutrina, que sustenta a sua defesa com base na lógica do princípio da conservação dos negócios jurídicos, segue a letra da lei e entende que há uma separação de negócios jurídicos, sendo que o negócio de subscrição ou aquisição de ações é válido, enquanto, por outro lado, o negócio de financiamento é nulo⁵⁴. A outra parte da doutrina, com uma posição minoritária, considera que devem ser nulos os dois negócios, pois parte do pressuposto que há uma interdependência entre ambos⁵⁵.

Ambos os sentidos de interpretação são extremos e, portanto, é mais justo e compreensível adotar um meio termo entre ambos, por forma a retirar o maior número de benefícios possíveis. Ora, se adaptarmos o n.º 3 do artigo 322.º a um entendimento intermédio entre aquelas duas posições doutrinárias, criamos uma apreciação casuística e adaptada para cada caso em específico, apelando a uma “suavização” do desvalor jurídico suportado pela norma. Para Paulo de Tarso Domingues, deve seguir-se a lógica do artigo 292.º do CC, pois contém, para o autor, um critério de resolução do problema. Diz-nos que “*A nulidade ou anulação parcial não determina a invalidade de todo o negócio, salvo quando se mostre que este não teria sido concluído sem a parte viciada.*”. Portanto, se aferirmos que estamos perante negócios coligados, é possível demonstrar que o negócio

⁵⁴ MACEDO VITORINO, Joana – “*A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do CSC: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?*”. Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII (2021), n.º 1, p. 23.

⁵⁵ Cfr. LEITE, Inês Pinto, op. cit., p. 160-161

aquisitivo não se teria concluído se o negócio de financiamento não tivesse ocorrido⁵⁶. Num entendimento próximo, Ana Perestrelo de Oliveira faz uso de um ónus de apresentação da relação de interdependência funcional entre os negócios, num cenário em que a validade do primeiro negócio afeta a validade do segundo (“*simul stabunt, simul cedente*”⁵⁷).

Porém, a verdade é que é possível considerar a norma como uma norma de “perigo”, de pura prevenção de riscos, pois não é necessário concretizar-se a aquisição ou subscrição de ações da sociedade para que o negócio de financiamento celebrado com vista a alcançar esse fim seja nulo. Desta forma, protegem-se antecipadamente os interesses dos credores e acionistas, do património social, da fraude ao regime da aquisição de ações próprias.

Finalmente, em Portugal a violação da proibição de assistência financeira é tipificada como geradora de responsabilidade civil e penal. Na primeira situação, refira-se o artigo 72.º do CSC, relativo à responsabilidade de membros da administração para com a sociedade, pois os gerentes ou administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por atos ou omissões praticadas com preterição dos deveres legais ou contratuais, salvo se provarem que procederam sem culpa. Portanto, há uma ponderação a partir do dolo dos administradores ou gerentes, que intencionalmente violam os seus deveres societários. E, através desta ponderação, acautela-se a salvaguarda dos danos causados não só à sociedade, mas também aos credores, sócios e terceiros. Na segunda situação, atendamos ao artigo 510.º do CSC, que refere que no caso de gerentes ou administradores subscreverem ou adquirirem ações da própria 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 pena de prisão até dois anos ou com pena de multa.

5.5. Os casos de dúvida

5.5.1. O caso dos *leveraged buyout*

⁵⁶ Cfr. “*Proibição de ‘assistência financeira’ no contexto do mecanismo de proteção de credores*”, AB Instantia – Revista do Instituto do Conhecimento AB, ano I, n.º 2, outubro de 2013, 53-73, p.68.

⁵⁷ Cfr. LEITE, Inês Pinto, op. cit., p. 160.

Uma das maiores problemáticas associadas ao regime da proibição de assistência financeira no ordenamento jurídico português respeita à sua compatibilização com a figura do LBO. É por este motivo dúbio, que a doutrina é separada novamente por uns, que entendem que a operação de LBO extravasa os limites legais e, por isso, é proibida, e, por outros, que apresentam um entendimento mais otimista e que reconhecem a sua legalidade a partir da fusão da sociedade adquirida na sociedade adquirente.

Para a primeira orientação, os seus defensores argumentam que o resultado material almejado com a operação de LBO, que já vimos que se subsume à aquisição de uma participação acionista maioritária de uma sociedade na qual o custo de aquisição recai sobre a mesma, é aquele que o artigo 322.º n.º 1 do CSC pretende evitar, logo, por esta razão, estaríamos a violar indubitavelmente a lei. É indiscutível que a lei da forma como está construída, não dá a mínima hipótese às situações em que ocorre assistência financeira para a aquisição ou subscrição de ações da sua própria sociedade. Pedro Nunes acrescenta que esta orientação minoritária não distingue entre casos lícitos e ilícitos de assistência financeira, argumentando igualmente que a proteção conferida pela fusão não colhe o entendimento geral, pois o legislador não salvaguarda os casos em que a assistência financeira é admitida, além de que nos casos de fusão gera-se uma debilidade dos sócios minoritários e da garantia patrimonial da *target*⁵⁸.

Ora, mais uma vez, a posição da doutrina diverge quanto ao desvalor jurídico aplicado às operações de LBO. Para alguns, toda a operação é considerada inválida ou nula, se violar a lei. Para outros, o entendimento reside na defesa de que apenas a parte da operação referente ao financiamento seria nula, portanto, o negócio jurídico referente ao crédito (ou contrato de crédito). Nesta última circunstância, se for possível separar a parte inválida do restante conteúdo material do contrato, poderia permanecer como válido – princípio da conservação dos negócios jurídicos. Este princípio subjaz à aplicação da regra relativa à redução do negócio jurídico, prevista no artigo 292.º do CC. No entanto, se for comprovado que sem o financiamento o negócio não teria ocorrido, a operação inteira naturalmente seria considerada inválida. Portanto, a divergência entre anular todo

⁵⁸ NUNES, Pedro – *A proibição de assistência financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*. Porto: Centro de Investigação Interdisciplinar em Justiça, 2015. [Consultado em 20 de outubro de 2024]. Disponível na internet: <https://cij.up.pt/pt/red/edicoes-anteriores/2015-nordm-2/a-proibicao-de-assistencia-financeira-em-especial-o-leveraged-buyout-lbo/> ISSN 2182-9845, p. 37

o negócio ou apenas a parte referente ao financiamento, depende do grau de influência que tem relativamente à restante operação.

Por outro lado, a doutrina brinda-nos com uma posição contrária ao entendimento acima referido. De facto, os defensores da legalidade das operações de LBO afirmam que a proibição absoluta do regime da assistência financeira é injustificada, reclamando de uma interpretação restritiva da mesma, demonstrando que a assistência em causa é apenas um fim acessório de um fim maior, visado pela fusão, como iremos ver de seguida. Mas antes, importa referir que a fusão possibilita aos acionistas e credores acautelarem os seus direitos. Ora, argumenta-se igualmente que a *target* só intervém ativamente na fusão, sendo um objeto mediato das negociações, o que demonstra efetivamente que os autores que defendem esta posição partem sempre do pressuposto que o LBO é efetuado com recurso à fusão entre a *Newco*. (sociedade-veículo) com a *target*.

Neste sentido, considerando as duas orientações apresentadas, acreditamos que o posicionamento mais assertivo assenta na defesa da posição maioritária, relativa à admissibilidade das operações de *Merger LBO* face ao regime previsto no artigo 322.º do CSC.

Por conseguinte, esta norma deve ser interpretada de forma restritiva, uma vez que os fundamentos subjacentes à mesma não justificam a proibição absoluta que é feita, conforme se suspeita, e também em plena consideração do fim inerente à proteção dos credores. Estes fundamentos estão acautelados pelo regime da fusão, que se encontra previsto nos artigos 97.º e seguintes do CSC, estabelecendo um painel normativo capaz de prevenir os danos da assistência financeira a todas as partes.

Em primeiro lugar, o projeto de fusão (artigo 98.º do CSC), elaborada pelos órgãos de administração das sociedades que pretendam fundir-se, contem todo um conjunto de elementos necessários ou convenientes para o conhecimento da operação visada, o que significa que, à partida, e fazendo cumprir os princípios de boa governança a que estão adstritos por dever, saberão que está em causa uma operação complexa. Além disso, o próprio projeto de fusão é sujeito a fiscalização pelos órgãos próprios de cada sociedade participante e pelos seus sócios, nos termos do artigo 99.º do CSC, sendo, posteriormente, registado e publicado de acordo com o artigo 100.º do CSC.

Para além disso, conferiu-se a possibilidade de oposição judicial de credores (artigo 101.º-A a D do CSC), acautelando-se os seus direitos e interesses, através do

recurso a este meio. Com este mecanismo, as diligências de proteção dos credores são maiores e sempre tidas em consideração. Além do mais, o artigo 104.º do CSC alimenta a participação dos credores no projeto de fusão, pois a limitação de voto que é estabelecida no artigo em causa, garante a oportunidade de os credores minoritários impedirem a concretização da fusão, sendo um escape a potenciais decisões menos favoráveis.

Relembre-se que os administradores e os membros de fiscalização de cada uma das sociedades participantes são solidariamente responsáveis pelos danos causados pela fusão à sociedade e aos seus sócios e credores, segundo o artigo 114.º do CSC. Por sua vez, não deixa de ser também interessante a redação do artigo 117.º do CSC, que, no seu n.º 1, estabelece que a fusão só pode ser declarada por decisão judicial, com fundamento na inobservância da forma legal exigida ou na prévia declaração de nulidade ou anulação de alguma das deliberações das assembleias gerais das sociedades participantes. Ora, isto significa que a operação de *leveraged buyout* não se subsume a nenhum destes casos, pelo que só através de declaração judicial de nulidade é que a operação poderia ser nula. Segundo Pedro Nunes, a fusão pode ser tomada como um *whitewash procedure* do LBO⁵⁹.

Por conseguinte, o propósito principal de uma operação de LBO num cenário de fusão prende-se não com a obtenção da assistência financeira para adquirir ou subcrever ações representativas do capital social da *target*, mas sim adquiri-la materialmente com o intuito de a reestruturar e desenvolver, implementando um novo modelo de gestão, por forma a torna-la lucrativa. É, portanto, um fim acessório, como já havíamos verificado anteriormente.

Por outro lado, e por forma a fortalecer o nosso argumento, há que atender à natural evolução histórica da figura da proibição de assistência financeira. O legislador consagrou o regime no CSC como complemento às regras relativas às ações próprias, num cenário em que uma determinada empresa adquire as suas próprias ações.

No entanto, esta ideia tem vindo a originar uma série de confusões e distanciamentos interpretativos, que impedem uma convergência rigorosa na análise do regime entre os intérpretes. Muitos perscrutam à influência do direito europeu, através da Diretiva 2006/68/CE, que limita eficazmente essa proibição, apelando a uma

⁵⁹ Cfr. op., cit., Pedro Nunes, p. 37.

flexibilização da mesma dentro de certos limites e condições. Esta ideia está alicerçada num pensamento económico rigoroso, de pleno fomento da atividade empresarial e de puro crescimento, que não se prende apenas com a proteção de credores e acionistas.

É, por estes últimos motivos, que o regime jurídico português deve ser revisto e adaptado, por forma a possibilitar ao tecido empresarial português um crescimento económico que nos permita competir contra outras economias⁶⁰.

Assim, concluímos, à luz do ordenamento jurídico português, que é admissível adaptar as operações de LBO ao regime da proibição de assistência financeira do artigo 322.º do CSC, desde que sejam realizadas por meio da fusão entre a sociedade-veículo com a *target*. No entanto, é notório que cada caso deve ser analisado e interpretado individualmente, por influência do elemento subjetivo que leva em consideração a intenção das partes, evitando, assim, a violação da proibição de assistência financeira. Se for devidamente demonstrado que o único propósito do financiamento foi o de contornar a regra legal e, concomitantemente, fornecer assistência financeira à sociedade adquirente, a operação é naturalmente inválida por fim contrário à lei, nos termos do artigo 281.º do CC, podendo também ajustar-se através da figura da redução do negócio jurídico para preservar a parte válida (artigo 292.º CC)⁶¹.

5.5.2. A aplicabilidade da figura às sociedades por quotas

À primeira vista, a estrutura do Código das Sociedades Comerciais é clara e não deixa margens para dúvidas, pois o seu artigo 322.º foi consagrado para reger as sociedades anónimas e está exatamente localizado no título que abrange estas mesmas sociedades (Título IV). Esta “quase” unanimidade é igualmente alicerçada por outros argumentos que comprovam o veredito: i) o sentido da letra da lei é evidente, pois não há nenhuma outra disposição no CSC com uma estrutura idêntica à do artigo 322.º do CSC;

⁶⁰ Cfr. EASTERWOOD, John C., SETH, Anju., SINGER, Ronald F. «*The Impact of LBOs on Strategic Direction*» (Fall 1989): p. 38 ``*From a competitive standpoint, the core business of the ideal LBO target should have a strong potential to building competitive advantage in its markets. (...) another consideration in deciding the suitability of a buyout candidate is the level of new investment required to put the firm in a competitive position in its industry Firms which require large investments to attain their maximum competitive advantage are not good candidates for the high debt levels which accompany LBO's*” disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.2307/41166732>

⁶¹ Contudo, se for demonstrado que todos os contratos envolvidos dependem uns dos outros, por influência do financiamento, então a operação no seu todo será anulada com base na regra “*simul stabunt, simul cadent*”. Cfr. Pedro Nunes, p. 40.

ii) o artigo 322.º é uma norma excecional e, como tal, não comporta aplicação analógica, segundo o artigo 11.º do CC; iii) o próprio legislador europeu, aquando da projeção da Segunda Diretiva, decidiu estabelecer um âmbito de aplicação do regime da proibição de assistência financeira apenas direcionado para as sociedades anónimas e não para qualquer outro tipo de sociedade comercial; iv) tal como verificámos, as tendências de flexibilização do regime do artigo 322.º do CSC têm sido frequentemente associadas a uma interpretação restritiva da matéria; v) há também diferenças estruturais das sociedades anónimas para as sociedades por quotas; vi) e, por fim, não nos podemos esquecer da presunção do artigo 9.º do CC e que estabelece que o legislador soube exprimir adequada e corretamente o seu pensamento, pelo que constitui intenção de alocar este regime especificamente para as sociedades anónimas.

Neste sentido, note-se, contudo, que o regime das sociedades por quotas é mais flexível do que o das sociedades anónimas, através do amplo espaço de conformação aos sócios que podem atribuir um carácter capitalístico⁶². Por isso, esta ideia reforça a da inexistência de lacuna na questão em apreciação, pois se o legislador quisesse estender o regime às sociedades por quotas, tê-lo-ia feito, como de resto o fez a respeito do regime de ações próprias, através da remissão do artigo 220.º, n.º 4 do CSC.

Repare-se que o próprio artigo 322.º, no seu n.º 1, refere apenas “ações representativas do seu capital” e não quotas, demonstrando um posicionamento do legislador português muito distinto do que havia sido feito em Espanha quanto a esta matéria⁶³.

Porém, em Portugal, há autores que ainda assim entendem haver margem de manobra para considerar que o regime da proibição de assistência financeira é aplicável às sociedades por quotas. Com recurso a uma interpretação analógica, Paulo de Tarso Domingues faz-se apoiar na interpretação de Castanheira Neves⁶⁴, que defende que no direito as normas excecionais também podem ser aplicadas por analogia, desde que o

⁶² Cfr. SILVA, Mariana Duarte, op. cit., p. 200.

⁶³ O artigo 40.º da Lei das Sociedades de Responsabilidade Limitada – o equivalente às nossas sociedades por quotas – (Lei 2/1995, de 23 de março), atual artigo 143.º, n.º 2 da Lei de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de junho), estabelece que “*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 pertenece.*”.

⁶⁴ CASTANHEIRA NEVES, António. *Metodologia Jurídica - Problemas Fundamentais*, Coimbra Editora, 2013, p. 275

contexto seja semelhante, possibilitando uma justiça mais ajustada à realidade⁶⁵. De facto, alega-se também que a própria *ratio* do artigo 322.º do CSC é a tutela dos interesses dos credores, que é igualmente uma preocupação das sociedades por quotas⁶⁶.

Para Ana Perestrelo de Oliveira, a interpretação analógica do artigo 322.º do CSC justifica-se devido à necessidade de tutela do capital social, pois alega que o princípio da conservação do capital social é também extensível às sociedades por quotas. Porém, ao contrário daquele autor, a autora serve-se do artigo 510.º do CSC, respeitante à aquisição ilícita de quotas ou ações, para chegar a esta conclusão. Diz-nos o n.º 1 do artigo 510.º do CSC que “*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.*”.

Esta norma faz-nos querer ter em mente que, efetivamente, o próprio legislador expressou corretamente o seu pensamento e, desta forma, determinou uma regra de assistência financeira para a aquisição de quotas, da mesma forma que estabeleceu uma regra semelhante para as sociedades anónimas no artigo 322.º do CSC. No entanto, no caso do artigo 510.º do CSC, a assistência financeira acarreta uma multa de até 120 dias para o gerente, diferentemente do desvalor jurídico associado àquele regime.

Creio que esta não seja a melhor posição a ser adotada. Efetivamente, entendemos que o legislador fez não só uma escolha consciente ao definir um regime mais flexível para as sociedades por quotas, como também restringiu a proibição da assistência financeira no âmbito das sociedades anónimas, não se isolando de alguns países da União Europeia⁶⁷. Neste sentido, é evidente que o artigo 322.º, n.º 1, do CSC, estabelece uma norma materialmente excecional como verificámos, afastando-se do princípio da autonomia privada, que dita que o intérprete não poderá coartar a liberdade dos sujeitos

⁶⁵ Ainda neste sentido, entende que nas sociedades por quotas, também “as questões do controlo societário, da não observância do princípio da igualdade de tratamento dos sócios, ou da instrumentalização do património societário. Verificam de igual modo, ou, inclusive, de forma mais enérgica, devido ao maior poder dos quotistas na gestão da sociedade”, justificando a aplicação da proibição de assistência financeira por analogia.

⁶⁶ MACEDO VITORINO, Joana, op. cit., p. 27.

⁶⁷ No caso da Alemanha, a lei societária não prevê nenhuma extensão do regime da proibição de assistência financeira às sociedades por quotas (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*), mas apenas prevê a aplicação às sociedades anónimas (*Aktiengesellschaft*).

jurídicos, quando a lei não o fez – ou seja, não poderá o julgador vedar às sociedades por quotas uma conduta que é permitida por lei, à primeira vista.

Por outro lado, o facto de a violação da proibição de assistência financeira conduzir à responsabilidade criminal dos administradores da sociedade assistente, por força do artigo 510.º do CSC, parece afastar a analogia que é feita com as sociedades por quotas, por respeito ao princípio da legalidade penal *nullum crimen sine lege stricta*. Não nos podemos esquecer que este artigo se refere também à aquisição ilícita de ações ou quotas próprias, que é uma conduta que está expressamente proibida nas sociedades anónimas (artigo 316.º, n.º 1, do CSC) e nas sociedades por quotas (artigo 220.º, n.º 1 e 2 do CSC).

5.5.3. A aquisição da totalidade do capital social

A questão que se coloca aqui é determinar se um terceiro, numa situação em que é apoiado pela sociedade para adquirir a totalidade do seu capital social, configura uma situação de violação do regime da proibição de assistência financeira do artigo 322.º do CSC.

Já verificámos que a tutela do interesse dos acionistas é um dos grandes fundamentos que autonomiza a proibição de assistência financeira do regime das ações próprias. Neste sentido, Mariana Duarte Silva explica que os interesses dos credores apenas justificam a aplicação dos limites impostos pelo princípio da conservação do capital social, que a tutela da organização social não impõe um regime restritiva no âmbito das ações próprias, e que o interesse dos acionistas justifica a implementação de uma proibição em sentido amplo⁶⁸.

Ora, quando uma sociedade concede assistência financeira para que um terceiro adquira a totalidade do seu capital social, as questões relacionadas com a proteção de acionistas minoritários passarão a ser pouco relevantes, uma vez que deixam de existir mais acionistas minoritários após a aquisição completa. Portanto, a partir do momento em que o terceiro adquire a totalidade das ações, torna-se o único acionista, eliminando qualquer possibilidade de desequilíbrio ou de potencial tratamento desigual entre os

⁶⁸ Cfr. SILVA, Mariana Duarte, op. cit., p. 221.

acionistas da sociedade, pelo que deixará de ser possível afirmar que uns são beneficiados em detrimentos dos outros.

De acordo com esse entendimento, pode-se concluir que a regra proibitiva prevista no artigo 322.º, n.º 1, do CSC, não deve ser aplicada aos casos em que a assistência é fornecida para que um terceiro adquira a totalidade do capital social da própria sociedade. Se o objetivo da proibição é proteger os interesses dos acionistas, essa proibição deixa de ser relevante, quando todo o capital social passa para a esfera jurídica de um só titular.

No entanto, diferentemente desta ideia, ainda existe a necessidade de proteger os credores da sociedade. Para o efeito, deve-se continuar a aplicar a norma que consta do artigo 322.º, n.º 2, do CSC, por forma a garantir que o capital social da empresa seja então preservado⁶⁹. Este entendimento leva-nos a querer que, embora a assistência financeira para a aquisição da totalidade do capital social seja proibida pela regra geral, ela ainda deve respeitar o limite estabelecido no final do artigo 322.º, n.º 2, do CSC, pelo que só serão proibidas as operações que tornem o ativo líquido da sociedade “*inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir.*”.

Por outro lado, entende-se que, quando a assistência financeira é fornecida para que um terceiro adquira a totalidade do capital social, e esse mesmo terceiro é uma outra sociedade comercial (sociedade-veículo), pode-se inclusive argumentar que o limite estabelecido no artigo 322.º, n.º 2, do CSC, não deveria ser aplicável. Esta situação ocorre, pois, ao adquirir-se a totalidade do capital social, cria-se uma relação de domínio total entre a sociedade que presta a assistência financeira e a sociedade beneficiária.

Nesta situação de relação de grupo, gera-se uma situação que vincula juridicamente ambas as sociedades, operando sob um regime próprio, previsto especificamente para as sociedades em relações de grupo, que contém um conjunto de normas protetoras dos credores das sociedades envolvidas. Por isso, os interesses dos credores em causa, que como sabemos, são a principal razão para o limite do artigo 322.º, n.º 2, do CSC, ficam suficientemente protegidos por esse mesmo regime, alcançando-se

⁶⁹ Neste sentido, veja-se, ROCHA, Maria Victória Ferreira da. *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, 1994, p. 312. A Autora sustenta que se pretende evitar que o capital social “*seja alimentado com base no património da própria sociedade em vez de o ser com apports externos dos accionistas, tutelando o capital enquanto garantia de terceiros.*”.

o objetivo de proteção dos credores, sem que seja necessário aplicar uma proibição direta às operações de assistência financeira.

Concomitantemente, é do nosso entendimento que impedir tais operações nestas circunstâncias poderia ser prejudicial de um ponto de vista económico para ambas as sociedades, colocando em causa potenciais sinergias e circulação de recursos.

Num contexto de grupos empresariais, as sociedades beneficiam-se mutuamente em termos financeiros, o que significa que, na ocasião de uma empresa sofrer uma perda para beneficiar outra empresa do grupo, vai prevalecer o interesse global do grupo societário. Por isso, a empresa que controla todo o grupo tem o poder de dar instruções que são vantajosas para o grupo como um todo. Estas práticas são permitidas nas situações em que o benefício geral do grupo prevalece sobre o interesse de um determinado credor em específico, mesmo que resulte numa redução do património de uma das empresas.

Ainda assim, por força da remissão que opera no artigo 491.º do CSC, os credores sociais são protegidos pelo artigo 501.º do CSC, que estabelece que a sociedade diretora (ou dominante) é responsável pelas obrigações da sociedade subordinada, constituídas antes ou depois da celebração do contrato de subordinação, até ao termo deste.

Em conclusão, podemos argumentar que a regra que proíbe a assistência financeira para a aquisição da totalidade do capital social não deveria ser aplicada nas situações em que o objetivo é adquirir o controlo total da *target*. A razão que subjaz a este facto assenta na ideia de que a proibição de assistência financeira, tal como está estabelecida no artigo 322.º, n.º 1, do CSC, foi criada para proteger os interesses dos acionistas, evitando que o património da sociedade seja usado para financiar a compra das suas próprias ações. Porém, tratando-se de uma aquisição para domínio completo da *target*, essa preocupação em concreto deixa de ser relevante, pela falta de acionistas minoritários cujos interesses poderiam ser comprometidos, como verificámos.

Além disso, quando há uma relação de grupo torna-se também desnecessário aplicar o limite estabelecido no final do artigo 322.º, n.º 2, do CSC, que visa proteger os credores ao restringir atos que possam empobrecer a sociedade que concede a assistência financeira. Estes interesses, como vimos, já estão eficazmente protegidos pelo regime jurídico que regula as relações entre sociedade coligadas.

6. CONCLUSÃO

Elaborada a presente dissertação, cumpre agora refletir sobre alguns dos principais pontos levantados neste trabalho. Para o efeito, questionamo-nos sobre o sentido atual da proibição de assistência financeira no ordenamento jurídico português, numa altura em que os ventos europeus sopram num sentido de flexibilização e de admissibilidade de certas práticas, como o *merger* LBO, responsáveis por contribuírem para um intenso crescimento económico-financeiro.

Em primeiro lugar, notamos que o legislador português optou por não aderir a essa flexibilização, conclusão tomada pela não transposição da Segunda Diretiva, mantendo-se fiel a uma proibição absoluta de assistência financeira. Este facto, gerou a criação de uma *ratio* mais complexa, que continua a não ser capaz de gerar um consenso doutrinal. Neste sentido, para a maior parte da doutrina, esta proibição permanece recheada de conceitos indefinidos e injustificados, pelo que, não descurando a capacidade de tutelar os interesses dos credores sociais, o capital social, e o igual tratamento entre os acionistas da empresa, continua a ser uma proibição excessiva. Uma forma de contornar o carácter imperativo do regime é através de uma interpretação restritiva.

Em segundo lugar, no que diz respeito em particular às operações de LBO, há que traçar duas diferenças importantes. Quando estamos perante uma operação regular, simples, em que um terceiro adquire financiamento numa tentativa de controlar a *target*, sendo esta responsável por suportar o pagamento da dívida, sem uma subsequente operação de fusão, acreditamos que cairá no âmbito de incidência do regime da proibição de assistência financeira. Porém, se se tratar de uma operação que contém uma fusão (*Merger* LBO), já será admissível no ordenamento jurídico, pelo facto de ser o próprio regime da fusão a suportar a defesa e os interesses que são violados com a operação simples. Por sua vez, e conforme vimos, a finalidade suportada pela fusão é também muito maior do que a dos elementos do artigo 322.º do CSC.

Por isso, acreditamos que, com as contribuições significativas da doutrina nacional e internacional, abre-se espaço para reformar o regime jurídico da assistência financeira, tornando-o menos ambíguo para o mercado e mais capaz de catapultar o ecossistema empresarial português.

7. BIBLIOGRAFIA

ANTUNES, José Engrácia – *A transmissão da empresa e o seu regime jurídico*. Curitiba: Revista da Faculdade de Direito, 2008. [Consultado em 15 de julho de 2024]. Disponível na internet: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13521/3/15742-54316-1-PB.pdf>,

ANTUNES, José Engrácia – *A empresa como objecto de negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*. Revista da Ordem dos Advogados. ISSN 0870-8118. Vol. 2/3, n.º 68, 2008, p. 715-793.

BABENKO, Ilona, MICHAEL Lemmon, and YURI Tserlukevich. “*Employee Stock Options and Investment.*” *The Journal of Finance* 66, no. 3 (2011): <http://www.jstor.org/stable/29789805>.

CACCHI PESSANI, Stefano – *L’assistenza finanziaria per l’acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Prima Edizione, Milano: EGEA S.p.A, 2012. ISBN 978-88-238-4334-9

CASTANHEIRA NEVES, António. *Metodologia Jurídica – Problemas Fundamentais*, Coimbra Editora, 2013.

CUNHA, Paulo Olavo. *Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal*. Direito e Justiça, 2013. [Consultado a 25 de setembro de 2024]. Disponível na internet: <https://doi.org/10.34632/direitoejustica.2013.9901>

Department of Trade and Industry, *Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company: A Consultative Document* (London, March 2005), disponível em <https://www.treasurers.org/ACTmedia/file14584.pdf>

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

EASTERWOOD, John C., SETH, Anju., SINGER, Ronald F. «*The Impact of LBOs on Strategic Direction*» (Fall 1989):

FERRAN, Eilis. *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=699162>

Ferrarini, Guido and Ungureanu, Maria C., Executive Remuneration. A Comparative Overview (October 14, 2014). draft chapter for the Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (J. Gordon and G. Ringe eds.), Oxford University Press, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 268/201, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2509968>. p.12.

GALVÃO, Clemente (2005). *Proibição de assistência financeira – notas para a sua interpretação e aplicação (A propósito do Projecto de Relatório do Parlamento Europeu sobre a proposta da Comissão Europeia para alteração da Segunda Directiva)*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez, p. 107-112. Disponível em <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1482/documento/foro12.pdf?id=2079&forceDownload=true>

GIANNINO, Michele – *The Regulation of LBOs under English and Italian Company Laws*. (March 1, 2006). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1448719>

LEITE, Inês Pinto – “*Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*”. Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 5, março 2011. p. 161.

LIN, Lu, LIN, Dan. “*Agency Costs of Free Cash Flow and Bidders’ Long-run Takeover Performance*”. *Universal Journal of Accounting and Finance* 1(3): 95-102, 2013 DOI:

10.13189/ujaf.2013.010302. Horizon Research Publishing,
<https://www.hrpub.org/download/20140105/UJAF2-12201544.pdf>, p. 95.

MACEDO VITORINO, Joana – “*A proibição de assistência financeira e o artigo 6.º do CSC: um conflito por resolver ou uma compatibilidade natural?*”. Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII (2021), n.º 1. p. .22.

Mordor Intelligence. (n.d.). *Mercado Europeu de Private Equity – Tamanho, Relatório, Análise de Crescimento e Tendências*, <https://www.mordorintelligence.com/pt/industry-reports/europe-private-equity-market>

NUNES, Pedro – *A proibição de assistência financeira. Em especial o Leveraged Buyout (LBO)*. Porto: Centro de Investigação Interdisciplinar em Justiça, 2015. [Consultado em 16 de julho de 2024]. Disponível na internet: <https://cij.up.pt/pt/red/edicoes-anteriores/2015-nordm-2/a-proibicao-de-assistencia-financiera-em-especial-o-leveraged-buyout-lbo/> ISSN 2182-9845.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Para consulta em https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles_pt_final.pdf

PINTO DUARTE, Rui – *Os Deveres dos Administradores das Sociedades Comerciais*. Volume II. Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2018. Disponível em <https://revistas.ucp.pt/index.php/catolicalawreview/article/view/2004/1928>

RENNEBOOG, Luc, VANSTEENKISTE, Cara – “*Leveraged Buyouts: An Overview of the Literature*”. ECGI Finance, Working Paper N.º 492/2017, janeiro de 2017

https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2896653.pdf, p. 1, (acedido em 17 de julho de 2024).

RODRIGUES FERREIRA, Jéssica – “*A proibição de assistência financeira para aquisição de ações próprias*”, p. 60.

ROCHA, Maria Victória Ferreira da. *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, 1994, p. 312

SILVA, Mariana Duarte, *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, Revista de Direito as Sociedades, p. 153

Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 2309/16.2T8PTM.E1.S. Acessível em: <https://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/56e21a54eb27dfca802588cb004b6058?OpenDocument>

Trevor v. Whitworth (1887) 12 app cas 409.

VENTURA, João – *A Diretiva 2006/68/CE e o regime da assistência financeira: uma omissão ponderada ou uma oportunidade desperdiçada?*. Revista de Direito das Sociedades, Lisboa. ISSN 1647-1105, Ano VIII (2016) N.º 1, p. 1.

WRIGHT, Mike and SIMONS, Tomas and SCHOLES, Louise and RENNEBOOG, Luc – “**Leveraged Buyouts in the U.K. And Continental Europe: Retrospect and Prospect**” (July 2006). ECGI - Finance Working Paper No. 126/2006, CentER Discussion Paper Series No. 2006-70, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=918121> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.918121>

«The Impact of LBOs on Strategic Direction» Easterwood, John C., Anju Seth, and Ronald F. Singer 32/1 (Fall 1989): p. 38. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.2307/41166732>