

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**ESCOLA DE LISBOA**



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

**A PROBLEMÁTICA DOS CREDORES**  
**CONTROLADORES**

Eliane Nadine Teixeira Luís

---

Mestrado em Direito Empresarial

*Dissertação para obtenção do grau de Mestre, sob a orientação da*  
*Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira*

Maio | 2021



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL

**A PROBLEMÁTICA DOS CREDORES**

**CONTROLADORES**

Eliane Nadine Teixeira Luís

*Dissertação para obtenção do grau de Mestre, sob a orientação da*

*Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira*

Maio | 2021

*“When a corporation receives a \$10.000 loan from a bank it has got itself a full-fledged banker. But when that same corporation receives a \$10.000.000 loan from a bank, not only does it have a full-fledged banker, but also something akin to a partner.”*

**Professor Robert G. Turner**

– Professor of Banking at Florida State University,  
Lecture (Spring Term, 1984).

*À minha adorada mãe, Fátima de Brito Teixeira*

*Aos meus familiares e amigos*

*Ao Pedro Alexandre, pelo apoio incondicional*

*À Professora Ana Perestrelo de Oliveira, pela  
orientação e disponibilidade*

### **Resumo**

No contexto da Corporate Governance das Sociedades Anónimas é tradicionalmente relevante abordar a figura do acionista e a do administrador enquanto influenciadores ou atores da gestão e controlo societário. No entanto, certas fontes legitimam o intervencionismo do credor e são susceptíveis de explorar a vulnerabilidade destas empresas. Propomo-nos a fazer a análise destes mecanismos e discutir a suscetibilidade de responsabilização por uma atuação abusiva do credor e em que termos, por meio das soluções doutrinárias existentes e princípios orientadores do Direito das Sociedades Comerciais Português.

**Palavras-chave: credores controladores, covenants, administrador de facto, influência, responsabilidade do credor.**

### **Abstract**

In the context of the Corporate Governance of Public limited companies, it is traditionally relevant to approach the shareholder and the administrator as influencers or actors in management and corporate control. However, certain sources legitimize the creditor's intervention and are likely to exploit the vulnerability of these companies. We propose to analyze these mechanisms and to discuss the susceptibility of liability for an abusive performance by the creditor and under what terms, through existing doctrinal solutions and guiding principles of Portuguese Corporate Law.

**Keywords: controlling creditors, covenants, de facto administrator, influence, lender liability.**

### **Siglas e Abreviaturas**

AAVV	– Autores Vários
Ac.	– Acordão
Apud	– Citado por
CC	– Código Civil
CDS	– Credit Default Swap
Cfr.	– Confira
CIRE	– Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
Cit.	– Citado(a), Citação
Coord.	– Coordenação
CSC	– Código das Sociedades Comerciais
DL	– Decreto-Lei
DSR	– Direito das Sociedades em Revista
Ed.	– Edição
Ibidem	– Mesma Obra
Idem	– Mesmo autor
Ob.	– Obra
p.	– Página(s)
RDS	– Revista de Direito das Sociedades
ROA	– Revista da Ordem dos Advogados
SA	– Sociedade Anónima
Ss.	– Seguintes
Vol.	– Volume

## Índice

<b>Introdução</b> .....	6
<b>Capítulo 1 – Aspectos preliminares sobre a organização das SA e o seu controlo</b> .....	8
1.1 – Visão geral da posição dos acionistas e administradores na estrutura societária .....	8
1.2 – O controlo sob o prisma do sistema jus-societário positivo .....	12
1.3 – A necessidade de financiamento externo: impacto na gestão societária .....	17
<b>Capítulo 2 – Os credores e as vias de aquisição do controlo</b> .....	21
2.1 – <i>Covenants</i> : aspetos essenciais .....	23
2.2 – Breve nota sobre os acordos parassociais .....	28
2.3 – <i>Credit Default Swap</i> : o problema do <i>empty creditor</i> .....	28
2.4 – Possíveis condutas do credor controlador .....	31
<b>Capítulo 3 – Soluções preconizadas pela Doutrina e Jurisprudência</b> .....	35
3.1 – Teoria da relação de agência .....	35
3.2 – Teoria da primazia do contrato .....	36
3.3 – Aplicação do regime do negócio usurário .....	37
3.4 – Teoria dos grupos de facto .....	38
3.5 – Teoria da instrumentalidade .....	40
3.6 – Teoria do administrador de facto .....	41
3.7 – Teoria dos deveres de lealdade .....	44
3.8 – Posição Adotada .....	46
<b>Conclusão</b> .....	50
<b>Referências Bibliográficas</b> .....	51

## Introdução

“As crises económico-financeiras são consabidamente cíclicas ...”<sup>1</sup> O mundo não estava ainda completamente recuperado da crise económico-financeira que eclodiu em 2007, quando a Organização Mundial da Saúde qualificou a emergência de saúde pública ocasionada pela doença Covid-19 como uma pandemia internacional, constituindo uma calamidade pública<sup>2</sup>. Com o agravar do estado epidemiológico, assistimos Portugal, e o resto do mundo, adoptar medidas de confinamento para redução dos níveis de contaminação.

Em tempos de grande incerteza, considerou-se indispensável desenhar um conjunto de medidas excepcionais para as empresas<sup>3</sup>, com intuito de assegurar o reforço da sua tesouraria e liquidez. Dentre elas, temos um regime específico de moratória em vigor até 31 de Março de 2021<sup>4</sup>. Na sua análise, refere Nuno Nogueira Da Silva<sup>5</sup> que esta intenção de aliviar a tesouraria das empresas é na verdade “*para lhes dar tempo, na expectativa de que a curva de recuperação económica fosse relativamente rápida*”. Tendo em conta que já nos encontramos

---

<sup>1</sup>Cfr. PAULO CÂMARA , «Covid-19, Administração e Governação de Sociedades» in PAULO CÂMARA [coord.], *Administração e Governação das Sociedades*, Almedina, 2020, p. 15. Em outro texto, o autor ainda refere que o atual contexto serviu para confirmar que “*os deveres fiduciários dos administradores se estendem não apenas à tutela dos interesses dos acionistas, mas também à proteção dos trabalhadores e da comunidade em geral*” Cfr *Coronavirus e Corporate Governance*, Ver (20-03-2020), Acedido em 22 de Janeiro de 2021 em: <https://www.ver.pt/coronavirus-e-corporate-governance/>

<sup>2</sup> Cfr. WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19 - 11 March 2020 (11-03-2020), Acedido em 01 de Fevereiro de 2021 em: <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020> ; Decreto do Presidente da República n.º 14-A/2020, de 18 de Março de 2020

<sup>3</sup> Cfr. Decreto-Lei n.º 10-J/2020 de 26 de Março, Decreto-Lei n.º 10-G/2020 de 26 de março, Resolução do Conselho de Ministros n.º 10-A/2020, de 13 de Março, Resolução do Conselho de Ministros n.º 11-A/2020, de 23 de Março, Despacho Normativo n.º 4/2020, de 25 de Março

<sup>4</sup> Sobre este regime especial Cfr. MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, *O regime da moratória decorrente do Dec.-Lei n.º 10-J/2020, de 26 de março*, Observatório Almedina (24-04-2020), Acedido em 02 de Fevereiro de 2021 em: <https://observatorio.almedina.net/index.php/2020/04/24/o-regime-da-moratoria-decorrente-do-dec-lei-n-o-10-j-2020-de-26-de-marco/>

<sup>5</sup> Cfr. NUNO NOGUEIRA DA SILVA, « Financiamento e depois das moratórias?» in EY, *Conhecer os desafios ajuda a encontrar o caminho?* (18-Dez-2020), Acedido em 02 de Fevereiro de 2021 em: [https://www.ey.com/pt\\_pt/news/2020/12/ey-identifica-os-principais-desafios-de-portugal-para-2021](https://www.ey.com/pt_pt/news/2020/12/ey-identifica-os-principais-desafios-de-portugal-para-2021)



na terceira vaga da pandemia, “*atendendo a que o fim da moratória legal não coincidirá, com certeza, com o fim da crise económica, é expetável, senão mesmo provável, que as restrições de liquidez enfrentadas pelas empresas sofram novo agravamento e assim, aquando do termo da moratória, e do início do reembolso das linhas de apoio entretanto recebidas, não consigam fazer face ao seu serviço de dívida e honrar as suas responsabilidades*”.

Obviamente, fatores como a escassez de fontes de financiamento, os níveis de risco de crédito e o jogo de interesses entre os diferentes *stakeholders*, abrem espaço para o debate em torno da *Debt Governance*, em especial nas SA que são o foco da presente dissertação.

Instrumentos como os *Covenants* são fundamentais para mitigar o risco de crédito e conflito de interesses entre acionistas/administradores e os credores da sociedade financiada. Tratam-se de cláusulas que impõem certas obrigações à sociedade financiada – prestação de contas, reporte de informação, prestação de novas garantias, manutenção de certo nível de solvabilidade – e por outro lado, podem atribuir ao credor um direito ao vencimento antecipado da obrigação de pagamento, em caso de incumprimento das obrigações constantes de tais cláusulas.

A ameaça de vencimento antecipado funciona como incentivo para a sociedade devedora que não quer perder a oportunidade de financiamento (muitas vezes difícil de obter), mas é também caminho para que o credor detenha certo poder sobre a ela, o que pode levar a que, eventualmente, este credor use a sua posição de modo “oportunistico”. A questão é ainda mais complicada se por meio de instrumentos financeiros derivados, se realizar a transferência do risco para um terceiro, transformando o credor num *empty creditor*, que atua na verdade em função dos interesses da contraparte que assume o risco do crédito por si. Não raras as vezes, estes atores terão interesses divergentes face aos da sociedade financiada, e podem pôr em causa o seu valor ou ainda forçá-la à insolvência.

Temos claramente um ponto de encontro entre a Corporate Governance e Corporate Finance, e no entanto nenhuma solução legal expressa. Importa-nos, por isso, a busca por um mecanismo que efetivamente garanta a tutela dos interesses em causa, a partir das soluções doutrinárias existentes e, impreterivelmente, dos valores e princípios subjacentes ao sistema jus-societário português.

## Capítulo 1

### Aspetos preliminares sobre a organização das SA e o seu controlo

#### 1.1 Visão geral da posição dos acionistas e administradores na estrutura societária

A criação de uma sociedade comercial envolve a participação de uma ou mais pessoas jurídicas<sup>6</sup>, um substrato patrimonial, o exercício de uma atividade *económica* lucrativa que se traduz na prática de atos de comércio<sup>7</sup>. Do cumprimento da obrigação de entrada<sup>8</sup> – realizado conforme o tipo de sociedade comercial em causa – resulta o nascimento da “*relação jurídico-participativa*”<sup>9</sup> entre a sociedade comercial, enquanto ente jurídico, e os seus membros, os sócios. Designamos **participação societária** a “*posição que detém uma pessoa por ser sócia de uma sociedade; ou, noutros termos, o conjunto unitário de direitos e obrigações de um sócio enquanto tal*”<sup>10</sup>.

Do conteúdo ativo e passivo que compõe o *status socii*, EVARISTO MENDES<sup>11</sup> esquematiza quatro ramificações da participação societária:

- 1) Uma participação contributiva que inclui obrigações de entrada, prestações suplementares e/ou acessórias;
- 2) Uma participação no valor (residual ou líquido) da sociedade, que implica para o sócio benefícios e perdas, podendo sintetizar-se no direito a certa quota-valor da sociedade, que se concretiza no direito ao lucro, no direito à quota de liquidação, no direito a receber antecipadamente o contravalor da participação quando se verifique por exemplo a exclusão de sócio;
- 3) Uma participação orgânica e de influência, também dita administrativa ou corporativa, que significa ser parte na formação da vontade coletiva;

---

<sup>6</sup> Art. 7º, nº2 do CSC

<sup>7</sup> Cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso De Direito Comercial, Vol. II, Das Sociedades*, 2ª ed., Almedina, 2007, p 5 e ss.; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Almedina, 2019, p 11

<sup>8</sup> Para mais desenvolvimentos sobre o tema Cfr. ARMANDO MANUEL ANDRADE DE LEMOS TRIUNFANTE, *O Regime Das Entradas Na Constituição Das Sociedades Por Quotas E Anónimas*, 1ª ed., Coimbra Editora, 2014.

<sup>9</sup> Cfr. EVARISTO MENDES, *Participação Social: Noção E Breve Caracterização Geral*, 2017 Disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

<sup>10</sup> Cfr. EVARISTO MENDES, *Participação Social...* cit.

<sup>11</sup> *Ibidem*

- 4) Uma participação na fiscalização/controlo da atividade social, mais ou menos acentuada na medida em que exista ou não um órgão de fiscalização.

Geralmente, a doutrina refere-se à posição de sócio como uma **posição jurídico-societária complexa**<sup>12-13</sup>, por incluir uma pluralidade de direitos, deveres, vinculações e outras situações jurídicas como ónus e expectativas jurídicas. Assim, o acionista é titular de uma acervo de direitos e deveres que resultam do contrato de sociedade, da lei e do título (se este existir). As ações de que um acionista é titular determinam o conteúdo da participação social<sup>14</sup>, devendo recorrer-se a aspetos quantitativos (pela titularidade da maioria das ações) e qualitativos (ações de que categoria? privilegiadas?).

Cada sociedade comercial tem a sua estrutura organizatória. Visto tratarem-se de pessoas coletivas, a lei exige que atuem por meio de órgãos, cada um deles com competências próprias para o funcionamento do ente ao qual pertencem. Temos três órgãos fundamentais: o **órgão deliberativo** – órgão de base responsável pela formação da vontade coletiva, comumente designado de Assembleia Geral (AG), cujos membros são todos os sócios –, o **órgão de administração** – que assume a gestão da atividade e representa a sociedade perante terceiros –, e o **órgão de fiscalização** – obrigatório em certos casos, é responsável pelo controlo da atuação da administração<sup>15-16</sup>.

---

<sup>12</sup> Cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso De Direito...* cit., p 220-221; EVARISTO MENDES, *Participação Social...* cit.; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*cit., p 295 e ss

<sup>13</sup> Sobre os direitos dos sócios Cfr. Art. 21º, 24º, 59º, 67º, 77º, 266º/458º, 156º, todos do CSC; COUTINHO DE ABREU classifica os direitos dos sócios quanto à função (direitos de participação, direitos patrimoniais e direitos de controlo) e quanto à titularidade (direitos gerais e direitos especiais) Cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso De Direito...* cit., p 208 e ss. Sobre os deveres dos sócios Cfr Art. 20º, 209º, 210º, 287º, 477º, todos do CSC; Sobre autores que reconhecem a existência do dever de lealdade ou também designado dever de atuação compatível com o interesse social Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A Lealdade No Direito Das Sociedades» in *ROA*, Ano 66, vol. III, 2006; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *ob.cit.*, p 310 e ss.; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual De Governo Das Sociedades*, Almedina, 2018, p83 e ss

<sup>14</sup> Cfr. EVARISTO MENDES, *ob.cit.*, PAULO OLAVO CUNHA, *ob.cit.*, p443

<sup>15</sup> Sobre os modelos de organização das sociedades comerciais Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, *Das Sociedades em Especial*, 2.ª ed., Almedina, 2007; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso De Direito...* cit, p57 e ss.; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*cit, p545 e ss

Os administradores são eleitos pelos acionistas reunidos em AG ou Assembleia Constitutiva (art. 391º/1 do CSC), designados no contrato de sociedade (art. 391º/1 do CSC), nomeados judicialmente (art. 394º do CSC), nomeados pelo Estado (art. 392º/11 do CSC), eleitos pelos acionistas minoritários (art. 392º do CSC) ou ainda segundo as regras de substituição de administradores (art. 393º do CSC).

No que concerne à gestão da sociedade, a lei enumera a título exemplificativo um conjunto de atos considerados tipicamente como atos de gestão a cargo do Conselho de Administração (art. 406º do CSC), sem prejuízo da possibilidade de delegação de poderes e da constituição de mandatários ou procuradores da sociedade com vista a prática de atos determinados (art. 391º/6-7 do CSC). Estas competências englobam “*tomadas de decisões estratégicas relativas à organização dos meios produtivos, as políticas empresariais de produção e de distribuição, políticas de angariação de financiamento, bem como todas as decisões necessárias para a sua execução*”<sup>17</sup>. Ao mesmo tempo, é função deste órgão representar a sociedade perante terceiros com quem cruza no tráfego jurídico, tais como clientes, fornecedores, credores, trabalhadores e Estado, ficando a sociedade vinculada nos termos dos art. 408º e 409º do CSC<sup>18</sup>. Os administradores estão adstritos a deveres legais, gerais (art. 64º do CSC) e específicos (379º/4, 398º, 405º, 410º do CSC), e deveres estatutários, cuja violação implica a sua responsabilização nos termos da lei e dos estatutos (art. 72º do CSC)<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Os acionistas podem também participar nos órgãos de gestão ou de fiscalização, cumpridas as regras legais e estatutárias de designação dos membros deste órgãos

<sup>17</sup> Cfr. LEONILDO JOÃO LOURENÇO MANUEL, «Os Administradores de Facto e a questão da qualificação dos credores controladores» in PAULO CÂMARA [coord.], *Administração e Governação das Sociedades*, Almedina, 2020, p455

<sup>18</sup> Cfr. LEONILDO JOÃO LOURENÇO MANUEL, «Os Administradores de Facto...cit., p.456

<sup>19</sup> Para mais desenvolvimentos sobre os deveres dos administradores Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades» in *ROA*, Ano 66, vol. II, 2006; RICARDO COSTA, «Deveres gerais dos administradores e “gestor criterioso e ordenado”», in *AAVV*, *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2011; HUGO MOREDO SANTOS e ORLANDO VOGLER GUINÉ, «Deveres fiduciários dos administradores: algumas considerações (passado, presente e futuro)» in *RDS*, ano V, nº4, 2013, p691-711; FILIPA NUNES PINTO, «A responsabilidade civil dos administradores das sociedades – A concretização dos deveres legais que origina essa responsabilidade» in *RDS*, ano VII, nº 1, 2015, p85-107; RUI PINTO DUARTE,

Cabe a cada sociedade em concreto escolher o modelo de organização (art.272º/g) do CSC) que se mostre mais eficiente e adequado às suas necessidades em termos de estruturação do órgão de administração e do órgão de fiscalização.<sup>20</sup> No atual contexto de governo das SA, matérias de gestão são da competência tendencialmente exclusiva do órgão de administração, sendo que os acionistas intervêm apenas a pedido deste órgão (art.373º/3 do CSC).

A SA, com aptidão para a afetação permanente à atividade produtiva de uma grande massa de recursos económicos e financeiros<sup>21</sup> (e lembre-se: de responsabilidade limitada), atualmente assume o papel de “*tipo social paradigmático*”<sup>22</sup> do Direito das Sociedades Comerciais. É sobretudo nelas que a Corporate Governance identifica e trata dos chamados problemas de agência, classicamente assentes na separação entre propriedade e controlo – acionistas e administradores, respetivamente –, hoje com âmbito mais lato.

Inicialmente, os conflitos de agência focavam no alinhamento de interesses entre acionistas, proprietários da empresa que suportam o risco de capital, e administradores, aqueles a quem se confia a direção efetiva ou gestão da atividade empresarial.<sup>23-24</sup> No entanto, as SA evoluíram e tornaram-se suscetíveis de assumir um cariz familiar ou fechado, uma dimensão pequena, média ou grande, ou mesmo enquadrar a categoria de sociedade aberta (cotada ou não)<sup>25</sup>. Da mesma forma, multiplicaram-se os modelos de acionista em função do

---

«Os deveres dos administradores das sociedades comerciais» in *Católica Law Review*, Vol. II, n.º 2, 2018, p73-98

<sup>20</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, «Os modelos de governo das sociedades anónimas» in AAVV, *Reformas do Código das Sociedades*, IDET, Colóquios nº3, Almedina, 2007, p179-242; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...cit*, p795 e ss

<sup>21</sup> Cfr. EVARISTO MENDES, *Breve introdução histórica ao direito comercial português*, 2017, Disponível em: [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

<sup>22</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, op. cit, p.76; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso De Direito... cit*, p68

<sup>23</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual De Governo ...cit.*, p. 19. Para FREDERICK TUNG a abordagem centrada no acionista é compreensível, pois enquanto credores residuais sentem mais intensamente os benefícios e encargos dos sucessos e fracassos da sociedade. Cfr. «Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance» in *UCLA Law Review*, vol.57, 2009, p 1 e 8

<sup>24</sup> **Agency Problem** – in Dictionary, *Investopedia* (24-05-2020), Acedido em 20 de Fevereiro de 2021 em: <https://www.investopedia.com/terms/a/agencyproblem.asp>

<sup>25</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, ob. cit, pp64-67

seu papel e objetivos dentro da estrutura societária-empresarial; temos a distinção entre acionista maioritário ou controlador e acionista minoritário, segue-se a distinção entre sócio empresário, que intervém ativamente da gestão, e o sócio investidor, com um papel tradicionalmente passivo, a distinção entre o acionista controlador simples e o acionista controlador com interesses empresariais externos (eventualmente conflitantes), a distinção entre o acionista minoritário tradicional ou passivo e o acionista minoritário ativo (com interesse em intervir na sociedade)<sup>26</sup>.

A Corporate Governance, na busca por um ponto de equilíbrio<sup>27</sup>, estende a sua análise não apenas para a gestão de conflitos de interesses entre os acionistas, investidores, administradores, mas também os conflitos que envolvem outros *stakeholders* como os investidores dos investidores (“conflitos de agência múltiplos”) e os credores sociais. São estes últimos e o modo como os seus interesses são avaliados em confronto com os da sociedade, acionistas e administradores, o ponto de interesse na presente abordagem.

## 1.2 O controlo sob o prisma do sistema jus-societário positivo

Entende-se por controlo sobre uma sociedade o poder de agir diretamente sobre o seu governo, isto é, o poder de exercer influência dominante sobre a administração da sociedade<sup>28</sup>. Nas SA são os administradores os responsáveis pela gestão da atividade empresarial (art. 405.º do CSC), contudo, existem meios jus-societários de fazer este poder de gestão deslocar-se para um sócio ou grupo de sócios, e os mesmos são resultantes do exercício de direitos e poderes próprios do direito societário.

---

<sup>26</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual De Governo ...cit.*, p. 50; DIANA SERRINHA ROSA, *Acionistas Minoritários E Governo Societário: Um estudo breve sobre a posição do “acionista investidor” nas sociedades em Portugal*, Dissertação de Mestrado Científico apresentada a Univerdidade de Lisboa, 2018, p60 e ss. Refere também BLUMBERG que “(...)com o crescimento da dimensão da sociedade e o número substancialmente maior de acionistas, os acionistas eram cada vez mais investidores, e não participantes da gestão.” (tradução nossa) Cfr. PHILLIP BLUMBERG, «The transformation of modern corporation law: the law of corporate groups», *Connecticut Law Review*, vol. 37, nº3, 2005, disponível em: [https://opencommons.uconn.edu/law\\_papers/192](https://opencommons.uconn.edu/law_papers/192)

<sup>27</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob.cit.*, p. 12-13

<sup>28</sup>Cfr. JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo» in *RDS*, ano V, nº1-2, 2013, p.85; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos de Sociedades* (Reimpressão), Almedina, 2018, pp15 e 28

Segundo João Dias Lopes, estamos diante de um **acionista de controlo** se o mesmo pode dirigir ou influenciar de forma determinante as decisões do órgão de administração. Como fizemos referência anteriormente, o conteúdo de direitos e deveres de uma participação social é variável, e assim sendo pode um único acionista (ou grupo de acionistas) ter influência significativa sobre a administração, se primeiramente controlar o órgão deliberativo, seja por deter participação maioritária das ações, seja por deter a maioria dos direitos de voto, o que conseqüentemente leva à aquisição do poder de nomear mais da metade dos membros do órgão de administração. Obviamente surge a possibilidade de exercício abusivo deste controlo para benefício próprio e em detrimento da sociedade. A prevenção de tais condutas passa necessariamente pela observância dos deveres de cuidado e lealdade no interesse da sociedade, a que os administradores estão legalmente vinculados (art.64.º do CSC), e é também hoje amplamente reconhecido na doutrina o dever de lealdade dos sócios nas relações entre si e com a sociedade, fundado no *status socii* enquanto complexo de direitos e deveres dos sócios inerentes à sua participação social.<sup>29</sup> Do ponto de vista de repressão do exercício abusivo do controlo em detrimento do interesse da sociedade, o CSC tem regras próprias de responsabilização dos administradores e do sócio ou sócios controladores (arts.72.º e ss. e art. 83.º do CSC).<sup>30</sup>

Em sede de Direito dos Grupos de Sociedades, se por exemplo a sociedade A é detentora de participação totalitária no capital da sociedade B, temos o que o CSC designa por **domínio total** (art.488.º). A tem o controlo ou influência dominante sobre o governo societário de B, isto é, o poder de dirigir a gestão e definir as políticas de B, ocorrendo assim uma deslocação do poder de direção de B para A, sociedade-mãe<sup>31</sup>. Importa frisar que o

---

<sup>29</sup>Cfr. JOÃO DIAS LOPES, *Governo da sociedade anónima...cit.*, p.153; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A Lealdade No Direito Das Sociedades» in *ROA*, Ano 66, vol. III, 2006

<sup>30</sup> Note-se que é comum na doutrina o uso da expressão “controlo interempresarial” para os casos em que uma pessoa, singular ou coletiva, que exerce uma atividade comercial própria, tem o controlo de uma sociedade, e a expressão “controlo intersocietário” no contexto de grupos de sociedades. Cfr. JOÃO DIAS LOPES, *ob.cit.*, p.81

<sup>31</sup> Quando se trata de averiguar a existência de um grupo (art. 488.º e ss. do CSC), o legislador adota um conceito legal estritamente formal. Embora o grupo se caracterize pela existência de direção económica unitária, que envolve como fatores o controlo, a integração económica, a interdependência administrativa, a interdependência financeira, a interdependência de trabalhadores e a projeção de uma imagem comum, “*não releva saber se existe materialmente direção unitária, desde que se verifique uma das situações legalmente tipificadas como relação*

legislador prefere o uso dos termos “domínio” ou “influência dominante”, que são, na verdade, os equivalentes semânticos do termo “controlo”<sup>32</sup>.

Nos casos acima descritos, o controlo assenta em mecanismos jus-societários, pelo que se diz “controlo institucional”<sup>33</sup>. Todavia, tratando-se de um produto da realidade económica e da vida comercial<sup>34</sup>, instrumentos gerais do direito civil e comercial (p. ex. contratos de franquia, contratos de licença, contratos de crédito) podem de forma eficiente dar origem a um poder de influência equivalente ou paralelo ao jus-societariamente organizado. A este último, designamos “controlo económico”<sup>35</sup>. Nasce não apoiado na detenção de participações sociais ou de poderes de voto, mas sim em virtude da celebração de contrato de financiamento, outro contrato civil ou comercial ou existência de posições estratégicas de mercado<sup>36</sup>.

Se olharmos para o **contrato de franquia**<sup>37</sup>, um dos seus principais elementos é o controlo da atividade do franqueado para com o franqueador, de forma a assegurar o cumprimento por parte deste último de todas as suas obrigações, garantindo a qualidade dos produtos e a sua boa imagem empresarial, simultaneamente tendo em vista a satisfação do interesse de cada um dos membros da cadeia franquizada. Reconhece-se doutrinariamente a obrigação do franqueador de suportar tal controlo e que os vínculos decorrentes deste contrato levam a uma subordinação económica do franqueado em relação ao franqueador (relação de dependência fáctico-económica), que conserva desta forma uma posição dominante em relação aos seus franquizados<sup>38</sup>. Em alguns casos concretos, pode até o contrato permitir a formação de uma empresa “da mesma maneira que a relação de propriedade entre empresa-mãe e empresa-filha o permite”.

---

de grupo”. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos de Sociedades*, Reimpressão, Almedina, 2018, p.14-17

<sup>32</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.25

<sup>33</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob.cit.*, p.28

<sup>34</sup> Cfr. JOÃO DIAS LOPES, *ob.cit.*, p.83.

<sup>35</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob.cit.*, p.28

<sup>36</sup> Cfr. JOÃO DIAS LOPES, *ob.cit.*, p.83

<sup>37</sup> Cfr. L. M. PESTANA DE VASCONCELOS, *O Contrato de Franquia – (Franchising)*, 2.ª ed., Almedina, 2010, p.27

<sup>38</sup> Cfr. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *O Contrato de Franquia*, Almedina, 2001, p.191-194; L. M. PESTANA DE VASCONCELOS, *ob.cit.*, p.43-44, 89-90



Também é possível que por meio de **contrato de financiamento** se permita ao credor social intervir na gestão da sociedade financiada. O *covenants*, como veremos adiante, “*permitem aos credores determinar contratualmente a condução dos assuntos sociais dos respetivos devedores*”<sup>39</sup>, levando à obtenção de um poder muitas vezes intenso, que surge frequentemente em caso de *leveraged finance* e aquisição de dívida *distressed*<sup>40</sup>. Em muitos dos casos, a sociedade financiada o permite em razão de dificuldades de acesso ao crédito ou mesmo como último recurso para saída de uma situação económica difícil.

De facto, estas situações e outras análogas, são suscetíveis de originar uma situação de controlo equiparável aos casos de controlo institucional. Concordamos assim com Ana Perestrelo de Oliveira quando diz que “*a diferença formal da fonte do controlo não afeta nem o âmbito nem as características e intensidade da influência exercida (real ou potencialmente)*”<sup>41</sup>. No entanto, apenas o controlo jus-societariamente organizado é relevante para efeitos do Direito das Sociedades Comerciais, o que traz uma enorme lacuna no Direito dos Grupos face aos perigos de tipo puramente económico.

O controlo sobre o governo de sociedades pode hoje ser considerado um “*bem valioso*”<sup>42</sup> para o qual existe um mercado<sup>43</sup>, na medida em que “*os investidores valorizam a possibilidade de controlarem a sociedade e, por esse motivo, estão dispostos a pagar o valor pelo controlo, que excede o valor da participação social*”<sup>44</sup>. São na verdade transacionadas as participações de controlo, cuja subida do preço evidencia a eficiência da administração e resultante diminuição do risco de *takeover*<sup>45</sup>.

---

<sup>39</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.30.

<sup>40</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015, Versão e-book, p.15-18.

<sup>41</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?», in *RDS*, ano I, nº 1, 2009, p.111.

<sup>42</sup> Cfr. HENRY G. MANNE, «Mergers and the market of corporate control», in *Journal of Political Economy*, Vol. 73, no. 2, 1965, *apud* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...cit.*, p.225.

<sup>43</sup>**Mercado do controlo** – mercado (não em sentido físico) em que são transacionadas as participações de controlo, de tal maneira que a propriedade e o controlo das empresas são transferidos de um grupo de investidores e administradores para outro. Cfr ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.326

<sup>44</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...cit.*, p.224.

<sup>45</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...cit.*, p.224. Considera-se *Takeover* quando uma empresa assume o controlo ou adquire propriedade sobre outra (*target*) in Dictionary, *Investopedia* (24-11-2020), Acedido em 01 de Março de 2021 em <https://www.investopedia.com/terms/t/takeover.asp>

O controlo societário faz parte dos domínios de exercício dos *hedge funds*<sup>46</sup>, que são conhecidos pelo seu ativismo e agressividade enquanto investidores. Segundo Marcel Kahan e Edward B. Rock, estes têm sido particularmente ativos em transações envolvendo potenciais mudanças no controlo societário, seja como “*blocking acquirers*”, “*blocking targets*” ou assumindo diretamente a posição de oferente<sup>47</sup>. Igualmente, os *hedge funds* são o tipo de investidor institucional mais ativo do mercado de dívida *distressed*, servindo-se desta para influenciar decisões financeiras e operacionais da empresa e com isso aumentarem o retorno do seu investimento, correndo a empresa risco de sofrer a tomada do controlo pelos credores – *debt based takeover*<sup>48</sup>. Estes empréstimos são muitas vezes apelidados de “*loaning or lending to own*”, pois entende-se que o investidor adquire a dívida com interesse em adquirir a propriedade da empresa<sup>49</sup>. Diz-nos Inês Serrano de Matos<sup>50</sup> que:

“(…) Se alguns Autores vislumbram a possibilidade de obtenção de um plano de recuperação aceitável, outros encaram estes investidores como “abutres”, que apenas querem o controlo da sociedade à custa dos demais actores sociais. Os *hedge funds*, pelas características que lhes são inerentes, são figuras que muitas vezes são apelidadas como tal.”

---

<sup>46</sup> Embora as inúmeras definições, achamos proveitoso partilhar a noção apresentada por J. ENGRÁCIA ANTUNES na obra «Os “Hedge funds” e o governo das sociedades», in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Coimbra editora, 2009, p. 14: “(…) os *hedge funds* podem ser definidos como estruturas organizativas de investimento coletivo legalmente atípicas, que recorrem a conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objetivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória.”

<sup>47</sup> Cfr. MARCEL KAHAN E EDWARD B. ROCK, «Hedge funds in corporate governance and corporate control», p. 134, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, Nº 5, 2007; NYU, Law and Economics Research Paper No. 06-37; ECGI - Law Working Paper No. 76/2006, p. 1021-1093, disponível em [http://ssrn.com/abstract\\_id=919881](http://ssrn.com/abstract_id=919881); INÊS SERRANO DE MATOS, «Hedge fund: o accionista que nunca dorme?», in *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LVII, Tomo II, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2014, p.2236-2237

<sup>48</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.29 ( nota 32), 288 e 290.

<sup>49</sup> Cfr. MICHELLE M. HARNER, «Trends in the distressed debt investing: an empirical study of investors’ objectives», in *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, No. 69, 2008, p.97 , disponível em <http://ssrn.com/abstract=1147643>

<sup>50</sup> Cfr. INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance – O papel do credor activista», in *DSR*, Ano 7, Vol. 14 Semestral, Outubro/2015, p. 171

### 1.3 A necessidade de financiamento externo: impacto na gestão societária

Em matéria de finanças societárias ou *corporate finance*, uma empresa pode optar por obter financiamento por meio de:

a) Capitais próprios (*equity finance*)<sup>51</sup>: englobam as entradas dos sócios (incluindo os ágios ou prémios de emissão), as prestações acessórias, as prestações suplementares e as reservas, não são objeto de restituição, de tal maneira que não têm prazo, não obrigam a pagamentos regulares que possam gerar incumprimento e são reembolsados, sendo caso disso, apenas após pagos os restantes credores;

b) Capitais alheios (*debt finance*)<sup>52</sup>: provenientes de financiadores exteriores à empresa, têm em princípio pagamentos regulares associados, são onerados, têm um prazo de vencimento e são reembolsados com prioridade relativamente aos capitais próprios (empréstimos, emissão de obrigações, crédito dos fornecedores);

c) Instrumentos híbridos<sup>53</sup>: apresentam características mistas de capitais próprios e de capitais alheios (ações preferenciais sem voto, tracking stock, obrigações convertíveis, obrigações com warrant, obrigações perpétuas, entre outros).

Cabe, em princípio<sup>54</sup>, ao órgão de administração decidir sobre o recurso, a forma de obtenção, modalidade e outras componentes do financiamento<sup>55</sup>. A estes conceitos associa-se a distinção entre financiadores internos (através de capitais próprios) e financiadores externos, onde estes (*outsiders*), em princípio, não têm poder algum de influenciar o governo da sociedade financiada, limitam-se a verificar se os contratos asseguram o retorno do respetivo investimento a uma taxa razoável (*passive cash collectors*)<sup>56</sup>. Entretanto, certos fatores trouxeram o esbatimento desta distinção, como veremos de seguida.

São diversos os fatores que condicionam a estrutura de capital de uma empresa, dentre estes o risco empresarial, um tratamento fiscal mais favorável ao endividamento, custos de

---

<sup>51</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p31 e ss

<sup>52</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, p102 e ss

<sup>53</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, p131 e ss

<sup>54</sup> Cfr. O art. 350º do CSC atribui aos acionistas o poder de decidir sobre a emissão de obrigações, como bem observa INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance – O papel do credor activista», in *DSR*, Ano 7, Vol. 14 – Semestral, Outubro/2015, p. 166 (nota 18)

<sup>55</sup> Cfr. INÊS SERRANO DE MATOS, *ob. cit.*, p.166

<sup>56</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p. 13 e 16

agência, a dimensão da empresa, as condições de mercado, taxas de juro, etc<sup>57</sup>. O eclodir da crise financeira no início do século, cujas causas identificadas reconduzem à falhas ao nível do governo das sociedades, associado a fenómenos de fraude e rotura financeira de grandes sociedades, bem como a criação de uma regulação mais restritiva na concessão de financiamento por instituições sujeitas a supervisão e a indisponibilidade de instrumentos de financiamento de longo prazo, trouxeram um impacto negativo na confiança dos investidores nas empresas e uma crescente escassez de fontes e mecanismos de financiamento<sup>58</sup>.

Assim, têm sido recorrentes as dificuldades de financiamento das empresas e a predisposição destas para acatar as vontades dos financiadores, dada a sua vulnerabilidade financeira e o impacto da contribuição destes para a sobrevivência da empresa. O cenário catapulta para níveis mais agressivos quando nos deparamos com uma profunda crise económica e financeira que atravessa fronteiras, deixando todo um tecido empresarial com enormes dificuldades a vários níveis. Como referimos acima, a presente situação que se vive a nível mundial em virtude da pandemia causada pela Covid-19, exigiu de todos uma mudança de planos e de atitude. Quanto às empresas, em especial, “*obrigou súbita e dramaticamente a um teste e a uma avaliação sobre a governação de sociedades*”, bem como salientou a necessidade de alinhamento de interesses dos acionistas e demais “*sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade*” (art.64.º/1, b) do CSC)<sup>59</sup>; ideia esta que vale também em sede de *Debt governance*, área que diz respeito às vicissitudes e ao modo de gestão do financiamento<sup>60</sup>.

O facto é que de um lado, o crescente recurso à capitais alheios tem assumido formas diversificadas, através de contratos e instrumentos de financiamento cada vez mais complexos e sofisticados (financiamento estruturado, instrumentos híbridos de capital, *credit default swaps*...) <sup>61</sup> com vista a mitigar os riscos e flutuações do mercado financeiro; e por outro lado,

---

<sup>57</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, p. 22-25

<sup>58</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder», in AAVV, *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2014, p.361-364

<sup>59</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, «Covid-19, Administração e Governação de Sociedades» in PAULO CÂMARA [coord.], *Administração e Governação das Sociedades*, Almedina, 2020, p. 16, 30-31

<sup>60</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, ««Financiamento...cit.», p.374

<sup>61</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento...cit.», p.364; e para mais desenvolvimentos Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015, Versão e-book

nos últimos anos têm sido identificadas deficiências ao nível do governo das sociedades que, segundo Gabriela Figueiredo Dias, “apontam a necessidade de reconhecer um novo e relevante papel à monitorização das decisões da administração das sociedades pelos respetivos credores, os quais se encontram frequentemente melhor posicionados do que os próprios acionistas para a implementação de mecanismos de controlo mais apertados e mais eficazes do que aqueles à disposição dos acionistas”<sup>62</sup>.

Se olharmos para os grandes investidores institucionais, refere a mesma autora, que estes encontram-se frequentemente obrigados a prestar contas aos respetivos acionistas e aos reguladores, o que implica o recurso a operações de *Due Diligence* dirigidas à obtenção de um vasto e profundo conhecimento da situação financeira da entidade financiada, suscetível de sustentar e justificar as decisões de financiamento, e por outro lado, através de cláusulas inseridas nos contratos de financiamento, são elaborados e instituídos mecanismos de reação contra decisões ou situações ao nível da sociedade financiada que possam comprometer a respetiva capacidade de reembolso do crédito, o que leva à aquisição de um poder de intervenção, de modo mais ou menos decisivo, a montante de certas decisões sobre o governo e gestão da sociedade, condicionando-as ou determinando-as, ou a jusante das mesmas<sup>63</sup>. Estas circunstâncias colocam os credores numa posição privilegiada em relação à posição dos acionistas numa dimensão informativa e em sede do poder de reagir e intervir perante decisões societárias que possam colocar em risco a posição dos credores<sup>64</sup>.

Se é verdade que os administradores, com toda a informação que possuem sobre a sociedade que gerem, nem sempre atuam no interesse dos acionistas, também o é em relação ao interesse dos credores. Não se pode perder de vista que a aspiração máxima do financiador

---

<sup>62</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento...cit.», p.366, destaca as seguintes deficiências, em razão do impacto que apresentam:

“i)A predisposição dos administradores para uma exposição excessiva a riscos nas decisões de gestão e administração;

ii)A prossecução de interesses de curto prazo pelos administradores e, com frequência crescente, pelos próprios acionistas, em prejuízo de decisões e um envolvimento societário assentes em critérios de longo prazo;

iii)A ineficácia dos mecanismos de monitorização, pelos accionistas, da actividade da administração, designadamente no que respeita à exposição excessiva ao risco, deficiências na informação financeira, transacções entre partes relacionadas, etc.”.

<sup>63</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento...cit.», p.366-368

<sup>64</sup> *Ibidem*

é o reembolso do capital mutuado acrescido do juro fixado nos termos do contrato de financiamento, enquanto que os acionistas (*residual claimants*) ganham mais com a melhoria do desempenho societário, tendo inclusive maiores incentivos para vigiar a gestão da mesma, e por isso o art. 64.º do CSC tutela o interesse dos credores num plano secundário em relação à salvaguarda dos interesses de longo prazo dos acionistas<sup>65</sup>. É deste modo que a monitorização por parte dos credores visa assegurar um equilíbrio entre os interesses de *insiders* (mutuários, empresários, gerentes) e *outsiders* (financiadores, investidores), mitigando desta forma o chamado “*risco moral*”, decorrente dos incentivos que os administradores têm para a adoção consciente de comportamentos arriscados e prejudiciais ao credor<sup>66</sup>, além da inevitável assimetria de informação e do risco de crédito<sup>67</sup> já subjacente ao contrato em causa. Justifica-se assim o uso dos contratos de financiamento para monitorar e intervir na gestão da sociedade financiada, e como já descrevemos acima, são suscetíveis de colocar na mão do credor o controlo económico da sociedade. Assim, a *Corporate Finance* atende aos conflitos de interesses entre *insiders* e *outsiders*, bem como a possibilidade dos últimos converterem-se em *insiders* e a respetiva necessidade de resposta aos problemas que daí possam advir.

---

<sup>65</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ªed., Almedina, 2016 p155-156

<sup>66</sup> O risco moral pode, na realidade, surgir sob diversas formas, desde o esforço insuficiente ao aproveitamento de benefícios privados, de investimentos ineficientes a manipulações contabilísticas e de valor de mercado. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p. 12 e ss

<sup>67</sup> Risco de crédito – risco de incumprimento; grau de capacidade de o devedor para reembolsar o capital e os juros. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p. 331

## Capítulo II

### Os credores e as vias de aquisição do controlo

As decisões empresariais de uma sociedade que tenha sido financiada, tais como a alteração da política de investimentos no sentido da assunção de um maior risco ou não realização de investimentos previstos, a contração ulterior de dívida ou a mudança para uma política de distribuição generosa de dividendos, podem criar conflitos de interesses entre insiders e os credores, e trazer nestes últimos motivação para buscar um poder acrescido sobre a sociedade. Quando o equilíbrio financeiro da sociedade começa a resvalar, os seus credores ganham motivação para colaborar no governo societário de forma a garantir a salvaguarda dos seus interesses. A apatia tende a manter-se apenas para os credores que tenham garantias especiais sobre o seu crédito, estando defendidos (total ou parcialmente) em relação ao risco de insolvência<sup>68</sup>.

Das circunstâncias donde mais frequentemente surge este controlo por parte do credor, destacam-se os casos de *leveraged finance*, um tipo de financiamento com fundos superiores aos que seriam considerados normais para a sociedade, gerando uma dívida também superior e implicando, portanto, um risco mais elevado, com custos acrescidos. Esta forma de financiamento envolve tipicamente (i) empréstimos alavancados (*leveraged loans*), com elevadas taxas de juro, que refletem o risco mais elevado e (ii) obrigações de alto rendimento/alto risco (*high-yield / junk bonds*), cujo rating é inferior ao *investment grade*<sup>69</sup>.

Importam também os casos em que se está diante de dívida *mezzanine* ou dívida *in between*, que é uma dívida graduada entre dívida senior e capital próprio, de carácter subordinado<sup>70</sup> e com um prazo alargado (em regra de 5 a 10 anos), o que significa que o seu valor deve apenas ser restituído após o completo pagamento de algumas ou de todas as outras dívidas da sociedade, podendo falar-se em «quase capitais próprios»<sup>71</sup>. Fatores que tornam este investimento atrativo são as taxas de juro mais altas em relação as que se praticam em

---

<sup>68</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos ...cit.*, p.154

<sup>69</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.16

<sup>70</sup> Sobre a dívida subordinada enquanto instrumento híbrido Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *Principles of Corporate Finance Law*, 2ª ed., Oxford University Press, 2014, p.51

<sup>71</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.17

sede de financiamento não subordinado, e frequentemente convencionam-se opções de compra de ações e direitos de conversão<sup>72</sup>.

Também destaca-se na doutrina o financiamento por meio de aquisição de dívida *distressed*<sup>73</sup>. Nestes casos relevam as dívidas de sociedades em situação financeira difícil<sup>74</sup>, onde podem haver maiores tentações de aplicar estratégias de elevado risco para superar as dificuldades<sup>75</sup>, havendo também elevado risco de incumprimento e, em contrapartida, uma elevada taxa de juro. Como já tivemos oportunidade de referir, os *hedge funds* são o tipo de investidor institucional mais ativo do mercado de dívida *distressed*, servindo-se desta para influenciar decisões financeiras e operacionais da empresa e com isso aumentarem o retorno do seu investimento, correndo a empresa risco de sofrer a tomada do controlo pelos credores – *debt based takeover* – em virtude de *covenants* excessivamente restritivos ou que lhes atribuem direitos de veto ou de controlo, etc. Adquirem a dívida da empresa a um valor inferior ao seu valor nominal, obtendo lucro essencialmente com a respetiva revenda posterior, com a sua recuperação no processo de reestruturação ou com a sua conversão em capital após a reorganização (*debt-equity swap*)<sup>76</sup>. Acrescenta Ana Perestrelo de Oliveira:

“A forte influência que estes investidores obtêm leva a que se utilize, a respeito destes empréstimos, a expressão *lending to own*: figuradamente,

---

<sup>72</sup> Fala-se em *Kickers* para designar *warrants*, *options*, direitos de conversão e outros mecanismos adicionados ao investimento principal para aumentar a sua atratividade e rentabilidade. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?», in *RDS*, ano I, nº 1, 2009, p.98-99; Cfr. **Kicker** – in Dictionary, *Investopedia* (22-12-2020), Acedido em 30 de Março de 2021 em: <https://www.investopedia.com/terms/k/kicker.asp>

<sup>73</sup> Sobre o impacto da *distressed debt* no governo das sociedades Cfr. MICHELLE M. HARNER, «Trends in the distressed debt investing: an empirical study of investors’ objectives», in *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, No. 69, 2008, p.97, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1147643>; MICHELLE M. HARNER, «The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing», *Fordham Law Review* 703, Vol. 77, Issue 2, article 14, 2008, disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol77/iss2/14>

<sup>74</sup> Nos termos do CIRE, Art. 17.º-B, encontra-se em situação económica difícil a empresa que enfrentar dificuldade séria para cumprir pontualmente as suas obrigações, designadamente por ter falta de liquidez ou por não conseguir obter crédito

<sup>75</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos ...cit.*, p.151

<sup>76</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.287-289



tudo se passa como se os investidores estivessem a emprestar dinheiro a si próprios.”

Nestes tipos de financiamento, os *covenants* assumem um papel de destaque tanto na aquisição como na intensidade do poder de controlo do credor, como veremos de seguida.

## 2.1 *Covenants*: aspetos essenciais

*Covenants* são cláusulas incluídas nos contratos de financiamento que impõem restrições e exigências (positivas ou negativas) quanto à atuação do devedor e estabelecem condições que implicam um elevado grau de controlo do credor, por vezes equivalente ao controlo que os acionistas exercem em virtude dos votos associados às respetivas ações<sup>77</sup>.

Com origem no espaço anglo-americano, os *covenants* são “*restrições contratuais impostas por meio dos termos pelos quais o capital alheio é fornecido*”<sup>78</sup>, e têm como função “*buscar restringir o mutuário na condução da sua empresa e assim dar ao financiador algum controlo sobre a maneira pela qual aquela empresa é gerida*” de forma a garantir que o *rating* do crédito não decaia enquanto durar o empréstimo, que o devedor permaneça capaz de cumprir com as suas obrigações subjacentes ao financiamento e não engaje em condutas que possam prejudicar esta capacidade<sup>79</sup>.

---

<sup>77</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.318. Os *covenants* podem surgir enquanto contratos e, em certos casos, tratam-se de cláusulas implícitas como refere EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *Principles of Corporate Finance Law*, 2ª ed., Oxford University Press, 2014, p.292 e 293. Para PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Almedina, 2019, p. 985, são instrumentos que apresentam semelhanças com os acordos parassociais

<sup>78</sup> Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *Principles of ... cit.*, p.49. Importa salientar que os *covenants* presentes em contratos de empréstimo tendem a ser mais restritivos do que os presentes em obrigações (*bonds*), visto que seria difícil obter o consentimento de um número elevado e disperso de grupos de investidores para a renegociação das cláusulas, todavia trazem níveis mais baixos de proteção do credor-obrigacionista. No entanto, têm surgido estruturas dirigidas a mitigar os problemas que nascem da necessidade de negociar com grupos alargados de obrigacionistas. Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob.cit.*, p. 453-454 *apud* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.123 (nota 237)

<sup>79</sup> Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob.cit.*, p.282-283. Diz-nos KLAUS SCHMIDT, «The Economics of covenants as a mean of efficient creditor problem», *European Business Organization Law Review (EBOR)*, Vol. 7, (p. 89–94), 2006, que “*o efeito desejado é que previna atos oportunistas da parte do mutuário que destruam o valor da empresa às expensas do credor mas em benefício do devedor (...) Contudo, podem existir efeitos colaterais indesejados(...) Portanto, renegociação de covenants é importante*”

*Covenants* surgem como uma “*alternativa às tradicionais garantias especiais, como resposta às necessidades de flexibilizar o peso do formalismo inerente às formas habituais de garantia do cumprimento e sua onerosidade*”<sup>80</sup>, e por meio da pressão da integração e globalização dos mercados financeiros que movem as práticas negociais em direção aos modelos anglo-americanos, certos estudos apontam para uma tendência crescente do seu uso na Europa Continental<sup>81</sup> e, nos dizeres de Ana Perestrelo de Oliveira, “*tornando inequívoca a importância da análise do tema no âmbito de investigação incidente sobre o controlo interempresarial e os problemas que resultam do desalinhamento dos interesses da empresa controladora e os da empresa controlada, aqui particularmente claro, como a teoria da agência aplicada aos covenants (agency theory of covenants) demonstrou*”<sup>82</sup>.

A Teoria da Agência Aplicada aos *Covenants*<sup>83</sup> veio justificar a presença destas cláusulas nos contratos de financiamento:

“(…)a ATC assenta na premissa de que existem incentivos para os administradores agirem no interesse dos acionistas, aumentando os riscos de comportamentos lesivos para os interesses dos credores; simplesmente, segundo a ATC, estes sujeitos antecipam tal comportamento oportunístico por parte dos administradores, atribuindo o preço à dívida em conformidade. Assim, os acionistas pagam *ex ante* (quando a dívida é emitida) qualquer «expropriação» levada a cabo *ex post*.”<sup>84</sup>

---

<sup>80</sup> Cfr. SÉRGIO COIMBRA HENRIQUES, «Cláusulas de garantia e segurança. Entre a autonomia da vontade e o dever de cumprir – Alguns aspetos», in *RDS*, ano VI, 2014, nº 3-4, p.657

<sup>81</sup> Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob.cit.*, p.283

<sup>82</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.109

<sup>83</sup> *Agency Theory of Covenants* (ATC) foi desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), Myers (1977) e Smith/Warner (1979) Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário... cit.», p.105.

<sup>84</sup> Embora uma das conclusões da ATC leve a crer que haverá uma redução do custo da dívida *ex ante* em função da redução da discricionariedade dos acionistas e dos administradores *ex post*, na verdade, os administradores atuarão, em caso de conflito de interesses, potencialmente em benefício dos credores (v.g., obrigacionistas) e não dos accionistas. De qualquer modo, os credores, nas suas decisões respeitantes ao crédito, consideram e calculam esta possibilidade. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit.», p.105-106 (nota 27)

Os *covenants* são em sentido amplo divididos em positivos e negativos, consoante exijam do devedor um *facere* ou um *non facere*, isto é, a realização de uma conduta ou uma abstenção. Podemos encontrar *covenants* que incluem limitações aos níveis de endividamento da sociedade, restrições ao pagamento de dividendos, cláusulas *negative pledge*, limitações à faculdade da sociedade de dispor dos seus ativos ou de mudar significativamente a natureza dos seus negócios, proibição de fusões, restrições ao investimento, etc<sup>85</sup>.

São comumente encontrados nos contratos de financiamento os seguintes<sup>86</sup>:

a) *Reporting Covenants*: estas cláusulas têm que ver com o fornecimento de informação, exigindo da sociedade devedora a entrega de cópias dos documentos de prestação de contas e outros documentos necessários para a monitorização da atividade da sociedade, os solicitados pelo credor, bem como a comunicação de eventos relevantes; estes *covenants* são, eventualmente, mais extensos e regularmente e prontamente mais atualizados face às divulgação de informações e auditorias legalmente exigidas;

b) *Financial Covenants*: visam garantir a solvência da sociedade, de forma a que seja capaz de pagar imediatamente a dívida (*cash-flow solvency*), o que implica que os bens excedam, razoavelmente, as responsabilidades (*working capital covenant*) e que exista solvência também em sentido contabilístico (*tangible networth covenant*)<sup>87</sup>;

c) *Disposals of Assets Covenant*: cláusulas que proibem a disposição de bens sociais, incluindo reafetações intragrupo, como por exemplo a transferência de bens da sociedade-mãe devedora para outras sociedades do grupo<sup>88</sup>;

d) *Change of Business Covenant*: visam preservar a identidade da sociedade devedora durante a vigência do empréstimo, de forma a que sem o consentimento do credor não se

---

<sup>85</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...*cit.*, p.103 e *Manual de Corporate... cit.*,p.110

<sup>86</sup> Seguimos a sistematização apresentada por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*,p.110. Não podemos deixar de referir que a estrutura contratual escolhida depende de um ranque de variáveis como maturidade e histórico do mutuário, dimensão e duração do financiamento, (in)existência de garantias especiais e pressões competitivas mais amplas Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob. cit.*, p.296

<sup>87</sup> Podem também existir cláusulas limitativas da distribuição de bens aos acionistas, mais comuns nos EUA do que na Europa, o que pode ser justificado pela existência, em diversos ordenamentos europeus, de restrições legais à distribuição de lucros, impostas pela 2.<sup>a</sup> Diretiva, como aponta EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob. cit.*, p.283, também mencionado por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*,p.123 (nota 239)

<sup>88</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*,p. 110

mude o escopo ou natureza da empresa de tal forma que teria um efeito desfavorável relevante em seus negócios, ativos ou condição financeira<sup>89</sup>;

e) *Negative Pledge Covenant*: impedem a constituição de novas garantias, podendo estender-se para o proibição de aumento do valor das garantias existentes, bem como estender-se para outras sociedades em relação de grupo com a sociedade devedora<sup>90</sup>;

f) *Events of Default*: estas cláusulas preveem o vencimento da obrigação em caso de incumprimento, incluindo este o não pagamento da dívida ou a violação de outra obrigação contratualmente estabelecida com o credor, valorando-se frequentemente também comportamentos das filiais, no caso de a sociedade devedora ser uma *holding*. Vale mencionar também os casos de *cross-default*, situações de “incumprimento cruzado”, surgindo, assim, hipóteses em que o incumprimento de outras obrigações financeiras da sociedade perante terceiros permite considerar que houve incumprimento do covenant<sup>91</sup>.

g) *Ownership Clause*: cláusulas que proíbem a alteração da estrutura de propriedade da empresa e que determinam modificações ao nível do órgão de gestão no caso de recuperação informal da empresa<sup>92</sup>.

Sudheer Chava e Michael R. Roberts falam também em *covenants* para prevenir reduções de valor da sociedade em resultado da conduta dos administradores e *covenants* definindo direitos de controlo, sendo que nestes últimos fazem parte do pacote de incentivos oferecidos à administração, onde o “bom” comportamento dos administradores significa manter o controlo e os benefícios que lhe estão associados, e o “mau” comportamento implica a perda do controlo e inerentes benefícios<sup>93</sup>.

Atendendo que nos é referência o ordenamento jus-societário português, poder-se-á questionar a licitude destas cláusulas, tendo em conta que “o *Código das Sociedades Comerciais parece adotar uma postura de restritividade no que respeita à deslocação do poder de direção social*”, com destaque para o princípio da independência da administração e a limitação do conteúdo dos acordos parassociais quanto à conduta dos administradores (art.

---

<sup>89</sup>Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob. cit.*, p.283

<sup>90</sup> *Ibidem*, p.284

<sup>91</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p. 110

<sup>92</sup> *Ibidem*

<sup>93</sup> Cfr. SUDHEER CHAVA e MICHAEL R. ROBERTS, *How does financing impact investment? The role of debt covenants*, AFA 2007 *Chicago Meetings Paper*, 2007, disponível em <http://ssrn.com/abstract=854324>

17.º/2 do CSC)<sup>94</sup>. Deve também considerar-se os casos que envolvam matérias da competência da AG. Embora se reconheça uma óbvia lacuna regulatória, “*para esta questão tem-se entendido que, no âmbito da autonomia privada, previsto no artigo 405º do Código Civil, que também postula sobre a liberdade de fixação do conteúdo contratual, as partes, em comum acordo, podem introduzir qualquer cláusula no contrato, observando sempre o princípio da boa-fé os limites decorrentes da Lei*”<sup>95</sup>. Assim, concordamos com Servatius, que na esteira de Fleisher escreve que “*a sociedade deve decidir por si qual o seu melhor interesse*”<sup>96</sup>, sem prejuízo da análise casuística das cláusulas à luz da autonomia privada e dos interesses em jogo, como devido respeito aos princípios jus-societários vigentes.

No que concerne à cláusulas que incidem sobre matérias da esfera de competências da AG, seguimos o pensamento de Francisco Pinto da Silva quando indica a possibilidade de paralela à sociedade, existir uma vinculação dos acionistas, concebível em SA com poucos acionistas ou capital pouco disperso como é o comum em Portugal. Em específico quanto às restrições à fusão, cisão ou transformação da sociedade e restrições à distribuição de dividendos, diz o mesmo autor que fará sentido interpretar tais cláusulas, respetivamente, como limitando a elaboração e apresentação por parte do Conselho de Administração à AG de projectos de fusão ou cisão ou de relatório justificativo da transformação da sociedade, e como limitando a apresentação de proposta de distribuição de dividendos pelo Conselho de Administração<sup>97</sup>.

Sendo lícito ao credor acordar com o devedor a introdução de *covenants* no contrato de financiamento para que melhor salvaguarde os seus interesses, representando por si uma influência significativa na gestão da sociedade financiada, o incumprimento de tais cláusulas pode tornar “particularmente intensa” a influência do credor sobre a administração. Eilís Ferran e Look Chan Ho consideram os *covenants*, em sentido amplo, “*o equivalente em termos de financiamento por dívida (debtfinance) ao controlo que os acionistas têm o direito*

---

<sup>94</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.112

<sup>95</sup> Cfr. LEONILDO JOÃO LOURENÇO MANUEL, «Os Administradores de Facto... cit.», p.467

<sup>96</sup> Cfr. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch covenants*, Tübingen, 2008, p 82 e 88 *apud* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário... cit.», p.110

<sup>97</sup> Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade», in *DSR*, Ano 6, Vol.12, 2014, p 241-242

de exercer através dos votos associados às respetivas ações”<sup>98</sup>. Para certos autores, esta estreita ligação entre os intervenientes, não obstante formalmente diversa, não se distingue substancialmente da ligação entre sócio e sociedade<sup>99</sup>, outros chegam a qualificar estes credores como administradores de facto da sociedade financiada.

## 2.2 Breve nota sobre os acordos parassociais

Os acordos parassociais aparecem no CSC regulados pelo art. 17º, fazendo referência somente aos acordos “entre todos ou entre alguns sócios”. Todavia, autores há que defendem que devem ser admitidos como “parassociais” os acordos em que intervenham também terceiros, aplicando-se-lhes por analogia o mesmo art. 17º<sup>100</sup>.

Logo, os acordos parassociais, entendidos neste sentido, celebrados entre o credor e os acionistas em causa, podem incluir cláusulas de *drag along* e /ou *tag along*, de forma a condicionar a transmissibilidade de ações<sup>101</sup>.

## 2.3 Credit Default Swap: o problema do *empty creditor*

Em *Corporate Finance*, concretamente na área de finanças estruturadas, encontramos os instrumentos financeiros derivados, a par dos valores mobiliários e dos instrumentos monetários, que se caracterizam por serem construídos em função de um outro ativo subjacente (não obstante a sua autonomia e abstração) do qual depende o respetivo valor<sup>102</sup>.

---

<sup>98</sup> Cfr. EILÍS FERRAN e LOOK CHAN HO, *ob.cit.*, p.49-50

<sup>99</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.112

<sup>100</sup> Neste sentido Cfr. MARIA DA GRAÇA TRIGO, *Os acordos parassociais sobre o exercício do direito de voto*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 1998, p.147; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso De Direito Comercial, Vol. II, Das Sociedades*, 2ª ed., Almedina, 2007, p. 155; INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance – O papel do credor activista», in *DSR*, Ano 7, Vol. 14 – Semestral, Outubro/2015, p. 172

<sup>101</sup> Cfr. INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance... cit, p. 173

<sup>102</sup> São três as principais do conjunto finalidades possíveis: (i) finalidade de proteção (*hedging*) ou cobertura de risco (ii), finalidades especulativas (*trading*), (iii) finalidades arbitragistas: exploração das ineficiências dos mercados Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p.158. O *hedge* é um tanto análogo a fazer uma apólice de seguro. Cfr. **Hedge** – *In Dictionary, Investopedia* (25-03-2021), Acedido em 15 de Abril de 2021 em: <https://www.investopedia.com/terms/h/hedge.asp>

Esta categoria inclui os derivados de crédito, sendo o *Credit Default Swap (CDS)* o “mais comum e amplamente negociado derivado de crédito”<sup>103</sup>.

Os *CDS* são contratos através dos quais uma das partes (vendedor de proteção) se obriga perante outra parte (comprador de proteção) a efetuar o pagamento de montante pecuniário, predeterminado ou predeterminável, em caso de ocorrência de um evento futuro e incerto associado à posição creditícia do devedor durante o prazo contratualmente definido (evento de crédito), contra o pagamento de uma contrapartida pecuniária única ou periódica (prémio)<sup>104</sup>. É o caso do mutuante A que financia a sociedade Z, e decide transferir o risco de incumprimento deste empréstimo para o investidor B usando um *CDS*. Legalmente não deixou de ser titular do crédito sobre a sociedade Z, podendo esta nem se aperceber da transação. B, vendedor da proteção, concorda em proteger A no caso de incumprimento da sociedade Z, e A o compensa por meio do pagamento regular e periódico de um prémio, cujo valor varia em função do nível risco assumido. Se B se beneficia pelo pagamento do prémio, A beneficia-se com a ocorrência de um evento de crédito que resulta no dever de B pagar o montante contratualmente determinado, que pode corresponder ao valor que a sociedade Z efetivamente deve ao credor A ou um valor superior, tratando-se de *overhedged*<sup>105</sup>.

Opera-se assim a separação entre o risco económico do empréstimo (vendedor de proteção) e os riscos jurídicos do incumprimento (comprador da proteção)<sup>106</sup>. Naturalmente esta dissociação acarreta um impacto na *debt governance* e na *corporate governance* da sociedade financiada. O credor, munido de direitos de controlo, deixa de ter interesse no exercício diligente e responsável destes mesmos direitos, transformando-se em *empty creditor* ou “credor vazio”: “*um credor sem incentivos para levar a cabo uma gestão responsável da*

---

<sup>103</sup> Cfr. FREDERICK TUNG, «Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance» in *UCLA Law Review*, vol.57, 2009, p.52, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1356662>

<sup>104</sup> Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, 2ª ed., Almedina, 2014, p.171 *apud* INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance... cit, p. 182

<sup>105</sup> Significa comprar mais proteção do crédito do que o montante subjacente na relação principal. Cfr. FREDERICK TUNG, «Leverage in the board room...cit., p.53; YESHA YADAV, «The Case for a market in debt governance», *Vanderbilt Law Review* 771, Vol 67, 2014, disponível em <http://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol67/iss3/3>

<sup>106</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *ob.cit.*, p.375

*sociedade e sem qualquer comprometimento no governo da dívida*<sup>107</sup>. Surge no caso um *moral hazard*, na medida em que o credor pode adquirir um interesse negativo, usando os poderes que tem no sentido de promover o incumprimento por parte da sociedade financiada e recuperar o seu crédito por via do acionamento do *CDS*<sup>108</sup>, inclusive recusar a renegociação em caso de violação de *covenants*<sup>109</sup>.

Doutro lado, o “vendedor de proteção” que é um terceiro face à relação de crédito principal, adquire um incentivo ao envolvimento ativo na gestão da sociedade financiada para controlo dos riscos e exposição por ele assumidos aquando da celebração do *CDS*. Sendo um terceiro à sociedade, a sua atuação será de modo indireto. Esta figura ganha a designação de “*shadow lender*” na doutrina americana. Enquanto este tem interesse no cumprimento da obrigação por parte da sociedade, o credor visa a rápida recuperação do seu crédito, tendo em conta os custos de monitorização e os custos de pagamento do prémio ao “vendedor de proteção”<sup>110</sup>. Estudos há que demonstram que a participação dos obrigacionistas que contratam *CDS* na reestruturação societária decresce 29% em relação aos que não tenham contratado *CDS*<sup>111</sup>.

No entanto, uma colaboração entre ambos pode beneficiá-los, e por isso, deverá o credor ter em conta a importância da sua reputação no mercado, a influência de outros credores na estrutura de capital da sociedade, bem como a possibilidade de se negociar a divisão dos custos decorrentes do controlo de sociedades viáveis e a partilha de influência acompanhada de eventual redução no preço do *CDS* ou ampliação dos termos de proteção<sup>112</sup>. Nas palavras de Yesha Yadav “*não é fácil empurrar empresas viáveis para a insolvência*”,

---

<sup>107</sup> Cfr. INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance... cit, p. 181

<sup>108</sup> Cfr. YESHA YADAV, «The Case for a market in debt...cit., p 804-805

<sup>109</sup> Cfr. FREDERICK TUNG, «Leverage in the board room...cit., p.52

<sup>110</sup> *Hedge funds* usam *CDS* estrategicamente para maximizar ganhos nas condições atuais de mercado Cfr. YESHA YADAV, *obcit.*, p. 800

<sup>111</sup> Cfr. ANDRÁS DANIS, «Do empty creditors matter? Evidence from distressed exchange offers», 2013 *apud* INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance...cit, p. 184

<sup>112</sup> Cfr. YESHA YADAV, «The Case for a market in debt...cit., p 806



sendo benéfico para o credor partilhar o fardo da governação (uma variedade de custos a longo prazo) com o “vendedor de proteção”<sup>113</sup>.

## 2.4 Possíveis condutas do credor controlador

Os contratos de financiamento têm subjacente um risco de crédito, sendo os *covenants* fundamentais para mitigar este mesmo risco, através do controlo dos conflitos de interesses entre acionistas/administradores e os credores da sociedade financiada, da monitorização da situação financeira da sociedade, das políticas de investimento e financiamento da sociedade, sendo que em contrapartida a sociedade tem acesso ao crédito ou obtém-no de forma menos onerosa<sup>114</sup>. Tratando-se de cenários como os referidos nas situações acima (p.ex. *leveraged finance*, *dívida distressed...*), há uma válida preocupação do credor com o risco moral, “*aquele decorrente dos incentivos para a adoção consciente de comportamentos arriscados e prejudiciais ao credor*”<sup>115</sup>.

É desta forma que são configuradas cláusulas nos contratos de financiamento que legitimam a ingerência do credor de forma ativa e intensa, ao ponto de não mais ser considerado um *outsider*, adquirindo direitos de controlo em termos análogos às situações de controlo com origem em instrumentos de direito societário. Neste sentido, fala-se na diluição da clássica distinção entre capital externo e capital interno, motivada por novas formas de financiamento e, mais amplamente, pelo poder de influência em geral adquirido pelo “grande

---

<sup>113</sup> Cfr. YESHA YADAV, «The Case for a market in debt...cit., p 809-811 “Recall that the CDS trade between the lender and the protection seller is supported by the constant provision of collateral. Importantly, the protection seller must provide collateral as an underlying debtor becomes riskier. This assures the lender that the CDS protection seller can pay out in the event that the CDS is triggered. When borrowers become risky, even if they remain viable, CDS protection sellers may end up facing capital costs of their own(...)With this in mind, protection sellers can help themselves by working to maintain borrower creditworthiness and efficiency. If a borrower operates efficiently and shows sound credit risk management, it is likely to enjoy more stable CDS spreads (...) Protection sellers may become liable to pay out on CDSs across a number of borrowers and industries owing to increased risks attaching to a single important borrower. Large borrowers can interconnect with other enterprises. Firms in similar industries or linked through supply chains may come to be seen as being more risky simply because they are linked to a prominent borrower”

<sup>114</sup> Há uma pressão de facto exercida por potenciais investidores, impondo condições para atribuição do financiamento, sobretudo se forem investidores institucionais. Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *ob.cit.*, p.369

<sup>115</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*,p. 12

credor”, poder este que aparece desde já pela posição fática que a disponibilização dos fundos necessários à sociedade por si faculta e a suscetibilidade de manipulação do momento e termos da sua restituição<sup>116</sup>. Então, há que se olhar pela própria posição de vulnerabilidade que a sociedade apresenta aquando da negociação, que não passa despercebida pelo credor.

Esta monitorização levada a cabo pelo credor pode acarretar efeitos positivos, na medida em que a capacidade de intervenção na gestão atribuída seja usada em benefício de uma eficaz gestão do crédito, dos conflitos de interesses que muitas vezes lhe são inerentes e dos acionistas em geral, e sirva também como mecanismo de mitigação dos incentivos da administração para a assunção de riscos excessivos, tenha um impacto positivo sobre a política de investimentos da sociedade financiada e estabeleça limitações importantes à discricionariedade da gestão por parte da administração<sup>117</sup>, o que eventualmente acaba por beneficiar outros *stakeholders*.

Contudo, se os *covenants*, em si, representam uma intromissão nos assuntos sociais da sociedade devedora, a sua violação pode levar a que o credor adquira uma influência ainda mais intensa. A sua inserção no contrato acaba por se tornar ponto de ignição para potenciais comportamentos designados oportunistas, onde o credor usa e abusa da sua posição e da informação a que teve acesso para fazer prevalecer os seus objetivos, prejudicando o devedor ou outros *stakeholders*<sup>118</sup>.

Perante uma situação de incumprimento de *covenants* é usual como primeira via que no contrato seja estipulado que o seu incumprimento é causa de **exigibilidade antecipada** de todo o empréstimo. É uma consequência altamente penalizadora para a sociedade financiada, pois esta certamente não terá liquidez para reembolsar o credor, e simultaneamente lança um sinal para o mercado, podendo levar outros credores a exigirem também o pagamento

---

<sup>116</sup> *Ibidem*, p 112 e 126 (nota 250)

<sup>117</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *ob.cit.*, p.377-378

<sup>118</sup> “*O comportamento oportunista ocorre sempre que uma parte tenta obter, às custas da outra, um benefício não contemplado pelo acordo inicial, seja explícita ou implicitamente. Assim, sempre que um credor tenta renegociar com o tomador de empréstimo melhores condições, quando não há base para fazê-lo, o credor está se comportando de maneira oportunista*”. Cfr. DANIEL FISCHER, «The economics of lender liability», in *Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989, p.138

antecipado em caso de estar previsto um *cross default* nos respetivos contratos<sup>119</sup>. O vencimento antecipado pode ser suficiente para precipitar a sociedade numa situação de insolvência, tanto por si só, como pelo efeito dominó que pode provocar nas restantes obrigações da sociedade<sup>120</sup> ou pelo alerta que representa para os potenciais credores.

Todavia, como bem refere Ana Perestrelo de Oliveira, “*em regra, a antecipação do vencimento do empréstimo não surge como consequência automática e não é, na prática, feita atuar pelo credor (que concede um waiver)*”<sup>121</sup>. A sociedade precisa de dinheiro, o que cria um universo de oportunidades para o investidor, que encontra nos pedidos de financiamento adicional, *waivers*<sup>122</sup> etc., amplas oportunidades para tomar o controlo da sociedade<sup>123</sup>. Mais do que forçar o pagamento imediato do capital mutuado, a ameaça de vencimento antecipado tem o propósito (e efeito) de assegurar uma posição de supremacia negocial para imporem constrangimentos adicionais<sup>124</sup>, tais como aumento do juro remuneratório, garantias adicionais ou *covenants* ainda mais restritivos<sup>125</sup>. Desta forma, utiliza o incumprimento para **renegociar os covenants**, em termos que mais intensamente favorecem o respetivo controlo sobre a sociedade, e esta tenderá a ceder às exigências.

A insolvência da sociedade é muitas vezes favorável aos credores, pela possibilidade que abre de alienação de ativos e realização de valor líquido em momento oportuno<sup>126</sup>.

<sup>119</sup> Cfr. RAQUEL CAPA DE BRITO, *A ingerência do credor controlador no governo societário*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, 2011, p.18 e ss.; TÂNIA DA SILVA ALVEZ, «Do paradigma clássico de corporate governance à ingerência por parte dos credores financiadores», in *Governance Lab*, Working paper n°5/2017, 2017, p.9 e ss

<sup>120</sup> Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários ...cit., p. 237

<sup>121</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit., p.105

<sup>122</sup>Cfr. **Waiver** são cláusulas juridicamente vinculativas em que qualquer uma das partes em um contrato concorda em desistir voluntariamente de uma reivindicação sem que a outra parte seja responsável – in Dictionary, *Investopedia*, (29-01-2021), Acedido em 17 de Abril de 2021 em: <https://www.investopedia.com/terms/w/waiver.asp>

<sup>123</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate... cit.*, p. 18

<sup>124</sup> Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, *ob.cit.*, p. 238

<sup>125</sup> “(...) moving from quarterly to monthly, or even weekly, compliance reports (...) a tightening credit constraint” Cfr. SUDHEER CHAVA e MICHAEL R. ROBERTS, «How does financing impact investment? The role of debt covenants», *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*, Agosto 2007, p 13-15, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=854324>

<sup>126</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *ob.cit.*, p.373

Em alguns casos, o credor é detentor de uma carteira de investimento heterogénea, com diversas posições em relação à mesma empresa, que despoletam conflitos de interesses<sup>127</sup>, e aproveita-se da informação detalhada a que tem acesso de forma traçar estratégias para influenciar ou controlar o processo de decisão na sociedade e obter a máxima rentabilidade possível das suas posições em instrumentos financeiros, em detrimento do interesse social<sup>128</sup>.

O controlo de informação é mais preocupante em relação à financiadores que são entidades não sujeitas ao dever de segredo ou confidencialidade, como acontece com as instituições bancárias, pelo que deve ser acordado entre as partes a devida confidencialidade sobre as informações reportadas ao credor e as respetivas penalizações contratuais, independentemente de outras possíveis repercussões legais.

Na prática não é simples distinguir comportamentos oportunistas dos não oportunistas, e como refere Daniel Fischel “*um credor nunca vai admitir que suas ações foram projetados para obter um benefício não para negociar no acordo inicial. Pelo contrário, o credor alegará que a sua recusa em continuar a financiar se baseou na sua avaliação do devedor e na probabilidade de incumprimento*”<sup>129</sup>.

---

<sup>127</sup> Cfr. RAQUEL CAPA DE BRITO, *ob.cit.*,p21-22

<sup>128</sup> “*Considere-se, por exemplo, as situações em que o financiador é credor de várias sociedades simultaneamente e exerce a influência em sentido desfavorável a uma sociedade, embora favorável a outra, ou pense-se naqueles outros casos em que uma sociedade financia uma empresa sua fornecedora e utiliza o poder de influência para impor preços de transferência*” Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...cit.*,p 113-114

<sup>129</sup> Cfr. DANIEL FISCHEL, «The economics of lender liability», in *Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989, p141-142

### Capítulo III

#### Soluções preconizadas pela Doutrina e Jurisprudência

##### 3.1 Teoria da relação de agência

De acordo com esta teoria, a relação entre credor controlador e devedor traduz-se numa relação de agência, na qual o primeiro assume o papel de principal e o segundo o de agente. O controlo do processo de decisão da empresa financiada por parte do credor, torna a empresa e a sua administração em agentes do credor, na medida em que atuam em nome deste e no seu interesse, e nestes termos, considera-se que o credor está sujeito aos mesmos deveres de lealdade em que estaria o principal de uma relação de agência<sup>130-131</sup>.

Esta proposta de solução apresenta-se incompatível com a realidade da relação credor controlador e devedor. Perante uma relação de agência, pressupõe-se que o agente atue no interesse do principal sendo que os seus atos se repercutem na esfera jurídica deste último. Já a sociedade financiada, ainda que sob a influência do controlo do credor, deve atuar somente de acordo com o seu próprio fim ou objeto social. O problema em causa cinge-se à salvaguarda de interesses contraditórios, e não a absorção de um dos interesses pelo outro. Se assim o fosse, ao invés do pretendido, não seria possível evitar as eventuais condutas abusivas por parte do credor que potencialmente surgem neste tipo de relações<sup>132</sup>.

---

<sup>130</sup> Cfr. WILLIAM LAWRENCE, «Lender Control Liability: an analytical model illustrated with applications to the relational theory of secured financing», in *Southern California Law Review*, n.º62, 1989, p 12-14 *apud* DIOGO COELHO, «Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?», in *RDS*, Vol. VII, n.º3-4, 2015, p. 816

<sup>131</sup> Cfr. O caso *A. Gay Jenson Farms Co. v. Cargill, Inc.* - 309 N.W.2d 285 (Minn. 1981) onde da relação credor-devedor a Suprema Corte de Minnesota (EUA) entendeu existir uma relação de agência

<sup>132</sup> Acrescenta RAQUEL CAPA DE BRITO que “(...) as vantagens decorrentes de tal analogia seriam, ainda assim, difíceis de discernir. Com efeito, o regime do contrato de agência, aquando da consagração dos direitos e deveres do agente e do principal, impõe que a conduta das partes se pautem pela boa fé. Quanto a este ponto, o referido Diploma nada acrescenta em relação à fórmula prevista no artigo 762.º, n.º 2, que impõe esses mesmos deveres às relações contratuais em geral” Cfr. Art. 6º do Decreto-Lei 178/86 de 03 de Julho (alterado pelo DL n.º 118/93 de 13 de Abril) e art. 762º n.º2 do CC; RAQUEL CAPA DE BRITO, *A ingerência do credor controlador...cit.*, p.24; DIOGO COELHO, «Financiamento Societário, Covenants...cit., p.816; DIOGO CRUZ SIMÕES, *A Cláusula De Cross Default: Da Admissibilidade Ao Controlo Societário*, Dissertação de Mestrado em Direito, Universidade de Lisboa, 2016, p65-66

### 3.2 Teoria da primazia do contrato

Esta teoria assenta na premissa de que as partes, no âmbito da sua autonomia privada, negociam os contratos da forma que consideram mais apropriada para regular a sua relação, prevendo, neste contexto, os direitos e deveres de ambas, pelo que devem poder exercer os direitos que lhes são conferidos pelo contrato sem restrições.

Segundo a teoria em apreço, certo comportamento apenas poderia ser considerado como oportunístico caso violasse o contrato, devendo a boa-fé apenas intervir para evitar que se retirem vantagens abusivas através da utilização de lacunas no contrato, mas nunca para impedir que as partes possam usar as prerrogativas conferidas pelo próprio contrato, sob pena de extinguir as vantagens decorrentes da inserção de *covenants* nos contratos de mútuo, dado que os credores saberiam que o uso destas poderiam gerar responsabilidade por comportamentos oportunistas. Entende-se que a imposição da boa-fé como padrão de comportamento exigido às partes criaria um elevado grau de incerteza por, na maioria dos casos, ser deveras difícil (se não impossível) averiguar se o credor adoptou um comportamento oportunista, uma vez que ele próprio não o irá assumir<sup>133</sup>.

Importa rebater esta tese lembrando que na execução dos contratos, devem as partes atuar sempre de boa fé, nos termos do art. 762.º/2 do CC o que implica atuar de acordo com deveres acessórios de conduta: informação, lealdade e proteção. Desta forma, esta teoria não coaduna com as regras e princípios que atravessam o ordenamento jurídico português, onde a liberdade contratual está sujeita aos limites legais<sup>134</sup>. Como bem refere Gil Valente Maia<sup>135</sup>:

“O contrato não é visto como uma espécie de museu, cristalizada, distante da realidade de uma particular comunidade. Ao invés, a introdução destes deveres acessórios parece ter o condão de, em muitos casos, transplantar para a realidade do contrato considerações marcadamente sociais, conteúdos éticos ou ético-jurídicos que o

---

<sup>133</sup> Cfr. RAQUEL CAPA DE BRITO, *ob.cit.*, p.29 e ss.; DIOGO COELHO, *ob.cit.*, p.817; ; DIOGO CRUZ SIMÕES, *ob.cit.*, p. 81-82; TÂNIA DA SILVA ALVEZ, «Do paradigma clássico de corporate governance...cit.», p.12

<sup>134</sup> Cfr RAQUEL CAPA DE BRITO, *ob.cit.*, p.29 e ss; DIOGO COELHO, *ob.cit.*, p.817; TÂNIA DA SILVA ALVEZ, «Do paradigma clássico de corporate governance...cit.», p.12

<sup>135</sup> Cfr. GIL VALENTE MAIA, «Boa fé e responsabilidade civil decorrente da violação de deveres acessórios de conduta: o critério do «perímetro contratual» na delimitação do regime de responsabilidade aplicável», in *Julgare online*, Janeiro, 2020, p. 11, disponível em <http://julgar.pt/>

complementam e o perspectivam de um prisma mais abrangente e completo. No fundo, e com as necessárias cautelas, tais deveres aportam para a realidade contratual outras realidades, cuja intersecção se revela profícua e indispensável para a compreensão da primeira. Uma dessas realidades será a atenção devida ao comportamento dos contraentes, cuja leitura tem, igualmente, de ser feita em termos marcadamente axiológicos”.

### 3.3 Aplicação do regime do negócio usurário

Para os defensores desta posição, a resposta ao problema de responsabilização dos credores que exercem controlo sobre o devedor e em detrimento deste, está na aplicação do regime dos negócios usurários, nos termos do art. 282º/1 do CC<sup>136</sup>.

Raquel Capa de Brito defende esta tese e realça que “*o facto de a empresa financiada aceitar um novo acordo e a celebração de negócios aparentemente desvantajosos pode advir do facto da opção alternativa (o pagamento integral imediato) implicar a insolvência da empresa*”, e segue afirmando que um negócio, apesar de objetivamente injusto, poderá convir ao seu lesado, nomeadamente pela existência de factores externos (como acontece neste tipo de casos por nós analisados), devendo, por isso mesmo, ser dada às partes a última palavra relativamente à subsistência do mesmo (regime de anulabilidade e modificabilidade e não da nulidade). Portanto, no seguimento do regime legal em causa, poderão ser considerados usurários quaisquer negócios celebrados pela empresa financiada, por exigência do credor controlador, quer sejam celebrados com este ou com outras entidades, independentemente de implicarem benefícios para aquele ou para terceiros, tendo o credor conhecimento de que se encontra a explorar a situação de inferioridade da empresa financiada<sup>137</sup>.

Todavia, levanta-se imperiosamente uma questão: como responsabilizar o credor quando por via da renegociação dos termos do contrato de financiamento não se exija ao devedor a celebração de determinados negócios jurídicos, quer com o próprio credor, quer

---

<sup>136</sup> Para mais desenvolvimentos Cfr. PEDRO EIRÓ, *Do negócio usurário*, Almedina, 1990

<sup>137</sup> Cfr. RAQUEL CAPA DE BRITO, *ob.cit.*, p32-39

com terceiros<sup>138</sup>? Diogo Coelho defende a aplicação do regime “*ao próprio contrato (ao “novo” acordo) que resulte da renegociação entre as partes em causa, podendo, dessa forma, ficar abrangidos pela tutela do regime retratado quaisquer matérias e conteúdos sobre que verse o novo acordo*” e que “*deve ser feito um juízo global sobre o novo acordo resultante da eventual renegociação*”<sup>139</sup>.

Reconhecemos o mérito da aplicação do regime do negócio usurário como forma de reestabelecer o equilíbrio contratual das partes, mas não somos de opinião que será simples, na maioria dos casos, comprovar a usura na relação credor-devedor, atendendo ao benefício que a sociedade tira ao evitar o pagamento integral imediato ou mesmo a insolvência.

### 3.4 Teoria dos grupos de facto

Em virtude do critério formal utilizado no CSC, a doutrina distingue os grupos de direito (art. 488.ºss do CSC) dos grupos de facto, consoante a direção económica unitária resulte ou não de um instrumento expressamente previsto na lei<sup>140</sup>. Dessa forma, uma sociedade em relação de domínio com outra (art. 486.º), se vier a exercer sobre ela direção económica unitária, existirá um grupo de facto.

Com o que vimos anteriormente sobre o controlo, podemos aferir que do contrato de financiamento poderá originar controlo de cariz económico que, embora não releve para efeitos de Direito das Sociedades, se pode concretizar com a mesma intensidade que o controlo de tipo institucional, trazendo, por isso, a suscetibilidade da relação credor-devedor consubstanciar-se efetivamente num grupo de facto. O sistema de grupos de sociedades apresenta situações lacunares na medida em que é marcante a preocupação do legislador em criar um regime para os grupos de direito face as outras situações que geram controlo<sup>141</sup>, e

---

<sup>138</sup> Basta pensar nos casos em que a renegociação incide sobre políticas quanto à distribuição de dividendos, alterações na estrutura da sociedade e na composição dos seus órgãos nível de solvabilidade da sociedade ou ainda a obrigação da prestação de informações. Cfr. DIOGO COELHO, ob.cit., p819-820

<sup>139</sup> *Ibidem*, p831-832

<sup>140</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.25

<sup>141</sup> Note-se no ordenamento alemão os “contratos de subordinação ocultos”, onde são considerados os acordos que originam controlo paralelo ao jus-societário, sem correspondente no direito português Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.28



fica por resolver o problema da proteção da sociedade controlada, dos seus acionistas e dos restantes credores da sociedade.

Na ausência de um regime para grupos de facto análogo ao regime dos grupos de direito, assente na possibilidade de emissão de instruções desvantajosas prevista no art. 503.º, responsabilidade por dívidas prevista no art. 501.º e responsabilidade por perdas prevista no art. 502.º, poderia entender-se serem ilícitos todos os grupos de facto em que a sociedade-filha é instrumentalizada em seu desfavor. Em alternativa, Ana Perestrelo de Oliveira traz a alternativa de legalização destes grupos, considerando o interesse que a promoção destes tem para a realidade económica, e assim seguiríamos os passos dos legisladores italiano e alemão<sup>142</sup>. Desta aceitação dos grupos de facto sucederia a legitimidade da emissão de instruções desvantajosas, desde que sejam respeitados os deveres de lealdade para com as sociedades do grupo, bem como a responsabilidade perante os credores da sociedade-filha, para o qual a mesma autora analisa as diversas vias de responsabilização<sup>143</sup>.

A problemática do controlo com origem em contrato de financiamento e a dos grupos de facto carregam pontos de proximidade quanto à existência de um perigo qualitativamente idêntico ao «perigo do grupo»<sup>144</sup> e quanto à busca pela proteção dos interesses em jogo, nomeadamente a proteção da sociedade controlada, dos seus acionistas e dos restantes credores da sociedade. Este controlo adquirido pelo credor pode criar qualidades equivalentes, em termos de domínio e de subserviência, àquelas que caracterizam a relação entre a sociedade-mãe e as suas subsidiárias<sup>145</sup>. Estes contratos são instrumentos idóneos para originar uma situação de controlo ou influência dominante. Esta, por sua vez, nos dizeres de Ana Perestrelo de Oliveira, “*legítima de facto um poder de direção unitária das sociedades*

---

<sup>142</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.249; Art. 2359.º do Codice Civile

<sup>143</sup> *Ibidem*, p 249 e ss e 272 e ss

<sup>144</sup> O controlo, o desenvolvimento coletivo de atividade sob a forma de empresa economicamente integrada, o uso de uma imagem comum e a interdependência administrativa e financeira são factores que uma vez verificados, justificam o tratamento conjunto do controlo externo e do controlo interno Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit.», p.116; PHILLIP BLUMBERG, «The transformation of modern corporation law: the law of corporate groups», *Connecticut Law Review*, vol. 37, nº3, 2005, p 605-615

<sup>145</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Administração de facto: Do conceito geral à sua aplicação aos grupos de sociedades e outras situações de controlo interempresarial» in PAULO CÂMARA [coord.] *A designação de administradores*, Almedina, 2020, p.238

*coligadas*” e “*por isso, em diversas legislações estrangeiras presume-se a direção unitária – e , portanto, a existência de um grupo (de facto) – a partir da influência dominante*”<sup>146</sup>. Assim sendo, entendemos que a responsabilidade do credor controlador e os grupos de facto podem ser consideradas situações próximas e convergentes nos casos em que a relação credor controlador-devedor seja capaz de criar ou efetivamente crie uma direção unitária, de forma a que mereça a designação de “grupo”, pois não se pode esquecer que: “*os grupos de facto correspondem, na lei portuguesa, a hipóteses de relações de domínio*”<sup>147</sup> e o controlo económico não é reconhecido para efeito de Direito das Sociedades. Ainda que possamos remeter a responsabilização do credor pelo controlo para as soluções dadas em sede da responsabilidade nos grupos de facto, voltariamos ao mesmo entrave que é a necessidade de buscar mecanismos alternativos de tutela da sociedade e, bem assim, dos seus sócios, credores e outros *stakeholders*, face a inaplicabilidade do direito positivo dos grupos. São muitas a semelhanças, mas não temos desde já soluções previstas por lei, pelo que confiamos no labor da doutrina e da jurisprudência para o desenvolvimento da temática, cientes que nas questões levantadas pelo controlo interempresarial de base económica, justifica-se um tratamento integrado do «conflito do grupo» *stricto sensu* e das situações a ele análogas<sup>148</sup>.

### 3.5 Teoria da instrumentalidade

Com origem na doutrina e a jurisprudência americanas, esta teoria –“*mere instrumentality*” ou “*alter ego*”<sup>149</sup>– impõe responsabilidade ao credor pelo facto de este, por via do excessivo endividamento do devedor, deter o controlo absoluto da sociedade financiada e pela utilização da sociedade dominada como forma de prosseguir os seus próprios fins. *Krivo Industrial Supply Co. v. National Distillers & Chemical Corp.* é o caso principal estabelecendo os parâmetros da doutrina da instrumentalidade no contexto de uma relação devedor-credor entre duas sociedades<sup>150</sup>. Neste caso, a corte entende que a mera participação no controlo, mesmo a gestão ativa, não é suficiente. O controlo deve ser total e

---

<sup>146</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.26

<sup>147</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit.», p.118

<sup>148</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Administração de facto...cit.», p. 237

<sup>149</sup> Cfr. J. DENNIS HYNES, «Lender Liability: The Dilemma of the Controlling Creditor», in *Tennessee Law Review*, Vol. 58, Issue 4, 1991, p. 646, disponível em <https://scholar.law.colorado.edu/articles/891>.

<sup>150</sup> *Ibidem*, p.646; DIOGO CRUZ SIMÕES, *ob.cit.*, p. 67

reclamante deve provar o uso indevido do controlo bem como os danos que lhe foram causados<sup>151</sup>. Dito doutro modo, o controlo deve revelar uma intensidade tal que o credor domine completamente as finanças, a política societária e a vida corrente da sociedade financiada ao ponto de não se conseguir reconhecer a sua independência nem interesses próprios<sup>152</sup> – confusão de esferas jurídicas<sup>153</sup>.

Esta teoria é, na verdade, uma forma da jurisprudência americana aplicar a doutrina de “*piercing the corporate veil*”, designada na doutrina portuguesa como desconsideração ou levantamento da personalidade jurídica, pode ser uma das formas de ultrapassar as barreiras legais na análise dos grupos de facto, e sempre que se verifique uma instrumentalização do devedor não vemos porque não admitir esta forma de responsabilizar o credor<sup>154</sup>.

No entanto, esta categoria não cobrirá a maioria dos casos de controlo do credor e do ponto de vista nacional e internacional não tem demonstrado ser uma fórmula de sucesso na medida em que pressupõe requisitos apertados quanto à aplicação e quanto à questão da prova<sup>155</sup>, por isso tem uma aplicabilidade residual, isto é, constitui um “*instituto de aplicação de última ratio*”; deve sempre ceder na presença de outro preceito, norma ou instituto que responda inteiramente ao problema.

### 3.6 Teoria administrador de facto

Para os defensores desta teoria, o credor controlador seria na verdade um administrador de facto da sociedade financiada. Primeiramente, cabe-nos caracterizar os administradores de facto. Trata-se de determinado sujeito que, “*sem provimento, esteja no exercício positivo, real e efetivo da administração, com autonomia decisória e sob conhecimento e econsentimento dos sócios e dos administradores de direito da sociedade*”<sup>156</sup>.

---

<sup>151</sup> Cfr. J. DENNIS HYNES, «Lender Liability...cit., p.649

<sup>152</sup> Cfr. DIOGO CRUZ SIMÕES, *ob.cit.*, p. 67

<sup>153</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.274

<sup>154</sup> Cfr. DIOGO CRUZ SIMÕES, *ob.cit.*, p. 68

<sup>155</sup> Sobre os requisitos de aplicação do levantamento da personalidade jurídica e a questão da prova Cfr. RITA TERRÍVEL, «O Levantamento da Personalidade Coletiva nos Grupos de Sociedades», in *RDS*, ano IV, nº4, 2012, pág. 983 e ss. ; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos...cit.*, p.274 e ss

<sup>156</sup> Cfr. LEONILDO JOÃO LOURENÇO MANUEL, «Os Administradores de Facto ...cit., p.463. “*Poderá ser qualificado como administrador de facto, o sujeito que (i) atua como administrador de direito, mas cujo título*

A doutrina usualmente distingue *administrador de facto direto*, aqueles que se apresentam perante terceiros como administrador da sociedade e praticam atos como se o fossem, de *administrador de facto indireto*, aqueles que não obstante não praticar de forma direta atos próprios da função de administrador, acaba por condicionar (de forma determinante) a administração da sociedade<sup>157</sup>. Num sentido amplo, é possível englobar a categoria dos *administradores na sombra* ou *shadow directors* no direito anglo-saxónico, “aqueles que apesar de não aparecerem publicamente como administradores, exercem o seu poder de administração através da influência e domínio que possuem sobre os administradores de jure, dando instruções, mas mantendo-se na sombra (...) controlam de facto a administração da sociedade através do exercício de uma influência determinante sobre os administrador de direito”<sup>158</sup>.

Nestes termos, o credor controlador seria então um *shadow director*. Segundo Gonçalo Nogueira<sup>159</sup>, serão assim relevantes os casos em que o credor ultrapassando os limites contratualmente fixados ou renegociando esses limites de modo a que se verifique uma transferência, pelo menos fáctica, dos poderes de gestão. O mesmo autor, na senda de Ricardo Costa, destaca duas situações cujo grau de ingerência do credor permite qualificá-lo como administrador de facto: (i) situações em que – com base em covenants, ou somente atendendo

---

de designação padece de vício ou irregularidade, (ii) embora estabeleça uma relação com a sociedade (v.g., diretor geral, sócio maioritário ou “gerente de comércio”) desempenha funções de gestão com a autonomia própria dos administradores de direito e ainda (iii) sem qualquer cargo na sociedade determina habitualmente atuação dos administradores de direito” Cfr. RICARDO COSTA, «Responsabilidade civil societária dos administradores de facto», in *Temas societários*, Coimbra (2006), 29-30 *apud* TÂNIA DA SILVA ALVEZ, «Do paradigma clássico de corporate governance...cit.», p.13

<sup>157</sup> Cfr. GONÇALO NOGUEIRA, «Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada», in *RDS*, ano VIII, n.º 4, 2016, p.993-994

<sup>158</sup> Cfr. LEONILDO JOÃO LOURENÇO MANUEL, *ob.cit.*, p.457-459. “Tipicamente, o shadow director distinguir-se-ia do administrador de facto (de facto director) porque “permanece na sombra atrás dos outros, os quais pretendem ser os únicos administradores da sociedade e não ele”. Contudo, em decisão do Court of Appeal afastou-se esta conceção e aceitou-se que os shadow directors pudessem não permanecer “ocultos”, o que constitui porventura um passo no sentido da sua aproximação da figura dos administradores de facto ou, pelo menos, da sua inclusão num conceito vasto de “administração de facto.”Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Administração de facto: Do conceito geral à sua aplicação ...cit.», p.230-231

<sup>159</sup> Cfr. GONÇALO NOGUEIRA, «Os credores controladores...cit.», p.1009

à importância fáctica do credor na vida da sociedade (fruto da essencialidade do seu crédito) – todas as decisões da sociedade financiada dependam da autorização do credor, ou em que este impõe alterações decisivas no funcionamento da mesma; (ii) as hipóteses em que se procede a uma substituição dos administradores da sociedade financiada, sendo que alguns (ou a totalidade) dos administradores substitutos foram escolhidos pelo credor que, assim, controla o órgão de administração da sociedade por interposta pessoa.

Desta teoria resulta que os credores ficam vinculados a deveres de cuidado e lealdade previstos no art.64.º do CSC, na medida da compatibilidade das manifestações em causa dos deveres de cuidado e de lealdade<sup>160</sup>. Estão então sujeitos às regras relativas aos administradores de direito, desde que se faça uma adaptação criteriosa e sejam compatíveis com a génese e a concreta forma de atuar do administrador de facto, sem esquecer a devida compatibilização com a espécie (e subespécie) de administrador de facto em causa no caso concreto: *o shadow director*<sup>161</sup>. Consequentemente, a discussão sobre a responsabilização do administrador de facto dar-se por aplicação direta dos arts. 72.º a 79.º do CSC ou por via do art. 72.º por remissão do art.80.º do CSC, também de aplica ao credor controlador. Para Tânia da Silva Alvez tal responsabilização deverá operar apenas em situações-limite, sob pena de desencadear situações perversas<sup>162</sup>.

É importante frisar que não é toda e nem qualquer influência, ainda que dominante e duradoura, que justifica a qualidade de administrador de facto. Diz-nos Ana Perestrelo de Oliveira que “*sempre que os administradores de direito conservem a sua margem de liberdade de gestão, não obstante a obediência a determinadas diretrizes ou políticas gerais definidas por terceiro e a instruções ocasionais, não deve convocar-se a figura do administrador de facto*”. A mesma realça que na literatura inglesa onde, apesar de ser repetidamente discutida a responsabilidade das instituições de crédito como *shadow directors*, é sempre recusada perante o caso concreto e defende que “*o recurso à figura não é necessário*

---

<sup>160</sup> Cfr. RICARDO COSTA, «Deveres gerais dos administradores e “gestor criterioso e ordenado”», in AAVV, *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2011, p.166

<sup>161</sup> Cfr. GONÇALO NOGUEIRA, «*Os credores controladores...cit*, p.1011-1014; Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários ...cit., p. 254

<sup>162</sup> Cfr. TÂNIA DA SILVA ALVEZ, «Do paradigma clássico de corporate governance...cit., p.13

*nem adequado: é o poder de influência adquirido, em si e por si, que justifica a imposição de deveres de lealdade, independentemente da qualificação como administrador de facto*”<sup>163</sup>.

### 3.7 Teoria dos deveres de lealdade

A presente hipótese de solução assenta no princípio da lealdade. Entende-se que o controlo «excessivo» do credor sobre a sociedade aproxima-o, significativamente, do acionista controlador (*quasi-controlling shareholder* ou *kontrollierende Quasi-Gesellschafter*), transformando-o num *insider* e fazendo-o necessariamente incorrer em deveres e responsabilidades equivalentes aos do sócio controlador<sup>164</sup>. O controlo económico é equiparável ao controlo exercido pelos acionistas, não podendo recusar-se a sujeição de uns e de outros a deveres de lealdade equivalentes<sup>165</sup>.

Embora o controlo tenha base económica, tal não afeta nem o âmbito nem as características e intensidade da influência, real ou potencial, exercida pelo credor, de tal forma que a fonte do controlo não releva quando em causa está impor deveres de lealdade e definir o respetivo âmbito. Tal imposição resulta da ligação especial entre credor e devedor, atendendo ao seu controlo ou influência sobre processo decisório da empresa financiada, sendo a ligação equivalente, em termos quantitativos e qualitativos, àquela que existe entre acionista controlador e sociedade controlada, fundamentando deveres de lealdade paralelos<sup>166</sup>.

Como bem refere Ana Perestrelo de Oliveira, a imposição de deveres de lealdade aos credores controladores surgiria como tradução do princípio geral, vigente no nosso ordenamento jurídico, da correlação poder-responsabilidade. Estes deveres de lealdade tipicamente societários decorrem do princípio geral da boa fé<sup>167</sup>, e implicam a omissão de

---

<sup>163</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Administração de facto...cit.», p.230 e 237-238

<sup>164</sup> Também no ordenamento norte-americano, JEFFREY JOHN HASS defendeu a sujeição de credores a deveres fiduciários análogos aos do sócio controlador, em certas circunstâncias Cfr. «Insights into lender liability: an argument for treating controlling creditors as controlling shareholders», in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 135, 1987, p1321-1363

<sup>165</sup> *Ibidem*, p.238

<sup>166</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...cit.*, p.112-113

<sup>167</sup> “O princípio da boa fé constitui princípio geral de Direito, naturalmente aplicável também no Direito societário, cuja eficácia operativa é alcançada quando se trata de prevenir danos na esfera dos sócios ou da sociedade, maxime decorrentes da posição de poder em que se encontra investido o sócio, na sua relação com

atuações danosas e dever prosseguir o fim ou interesse social. Alguns autores falam em lealdade orientada pela produção de efeitos, em virtude da possibilidade de influência (*Einflussmöglichkeit*) dos sujeitos em posição de causar danos<sup>168</sup>.

A ideia subjacente é a de que se o credor actua sobre o governo e as políticas sociais deve fazê-lo em conformidade com o fim da sociedade controlada, ainda que com as modificações determinadas pela situação de estrutural conflito de interesses em que se encontra<sup>169</sup>; e se o controlo exercido pelo mutuante é equiparável ao controlo exercido pelos acionistas, não pode recusar-se a sujeição de uns e de outros a deveres equivalentes<sup>170</sup>.

Estes deveres de lealdade tipicamente societários deverão ter o seu conteúdo determinado pela praxis societária, traduzida em decisões jurisprudenciais, o que oportunamente permitirá que haja consolidação da matéria ou a formação de casos típicos de lealdade dos credores, a par do que se tem feito em relação à responsabilização de administradores e sócios<sup>171</sup>.

A posição em causa é notavelmente aliciante, mas não está isenta de críticas por parte da doutrina, pelo que nos cabe mencionar algumas<sup>172</sup>.

Primeiramente, alguns autores contrariam esta posição por entenderem que criaria uma obrigação, em certa medida, contrária à natural relação existente entre credor e devedor.

Outra crítica é a de que o credor colocado perante tal situação, poderia estar (e provavelmente estaria) perante um conflito de deveres, pois se o conselho de administração do credor prosseguisse, de forma ativa, o interesse da empresa financiada, não sendo este coincidente com o da credora, colocaria em causa o próprio interesse social e violaria deveres de lealdade em relação aos próprios acionistas do credor.

---

os demais sócios ou com a própria sociedade” Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit., p118, 124, 126

<sup>168</sup> Cfr. MEINRAD DREHER, *Treupflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung*, ZHR 157 (1993), 150-171 (156) apud ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit., p. 124

<sup>169</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit., p. 124

<sup>170</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...cit.*, p.115

<sup>171</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...cit., p. 133

<sup>172</sup> Cfr. RAQUEL CAPA DE BRITO, *ob.cit.*, p28-29

Raquel Capa de Brito questiona qual seria o momento a partir do qual o credor ficaria vinculado a tais deveres e se considerássemos que este momento deveria ser definido pelo juiz, *ex post*, até que ponto não se estaria a criar uma fonte de incerteza para ambas as partes, no seio empresarial, prejudicial ao funcionamento harmonioso dos seus órgãos. E a mesma também argumenta que acolher tal tese equivaleria a considerar que existe uma relação de subordinação da sociedade financiada em relação ao credor controlador.

Em solo norte-americano, Frederick Tung defende que deveres fiduciários generalizados são desnecessários e seriam contraproducentes. Seria uma tarefa intratável estruturar um dever geral que permita ao financiador exercer os seus direitos contratuais explícitos e ao mesmo tempo limitá-los de tomarem ação no seu próprio interesse, em favor dos acionistas ou da empresa como um todo<sup>173</sup>.

### 3.8 Posição Adotada

Num primeiro momento, importa-nos frisar que a situação em que o credor ocupa posição de extrema relevância no governo societário da sociedade financiada é um desvio à relação que normalmente se conhece existir entre credor e devedor e é a sua peculiaridade que impõe o seu estudo. É neste sentido que a Corporate Governance deve expandir o seu discurso, deixando o seu tradicional foco, comprovadamente estreito, de forma a oferecer soluções viáveis aos crescentes e complexos fenómenos que surgem no mercado. Nas palavras de Inês Serrano de Matos, “*as regras de governação devem ser repensadas no sentido de contemplar a existência deste sujeito societário que pode revelar-se um verdadeiro pesadelo na vida da sociedade*”<sup>174</sup>.

Outro aspeto relevante é que o não reconhecimento ou relevância jus-societária do controlo de fonte económica é incompatível com a realidade que hoje se assiste no mundo empresarial, no que concerne ao controlo interempresarial. Criam-se situações que reclamam a proteção dos interesses em conflito (sociedade, administradores, credores e outros *stakeholders*) e serão privilegiadas as soluções que melhor garantirem a segurança jurídica, de forma a que não sejam frustradas as expectativas jurídicas das partes interessadas, mas que simultaneamente garantam a devida responsabilização. Outros ordenamentos jurídicos já

---

<sup>173</sup> Cfr. FREDERICK TUNG, «Leverage in the board room...cit., p.55-58

<sup>174</sup> Cfr. INÊS SERRANO DE MATOS, «Debt governance... cit, p. 197



prevêm soluções legais para o problema. No EUA, a doutrina “*equitable subordination*” ou “subordinação equitativa”, em caso de insolvência, visa deter comportamentos oportunistas do credor, autorizando que os tribunais transformem a dívida em subordinada se o mutuante obtiver uma vantagem à custa de outros credores em resultado do seu controlo sobre a administração do mutuário<sup>175</sup>. Diferentemente, o ordenamento jurídico espanhol desde 2014 que passou a prever expressamente a figura do administrador de facto e já existe sentença onde se examinou a posição do credor financeiro como administrador de facto da sociedade devedora e concluiu-se pela positiva<sup>176</sup>.

No que tange ao legislador português, consideramos impreterível a recomendação de se seguir uma abordagem defensiva, proativa e colaborativa, conforme advoga Gabriela Figueiredo Dias<sup>177</sup>.

A abordagem defensiva passa necessariamente pela proteção dos acionistas e da sociedade contra eventual influência excessiva, não transparente e interessada dos financiadores, pelo reforço da transparência quanto ao conteúdo dos acordos de financiamento e acordos laterais com terceiros (por exemplo, *CDS*), quanto ao acréscimo significativo da informação que é dada aos acionistas sobre estes acordos (em particular sobre o cumprimento do crédito e acionamento de cláusulas contratuais pelos credores) e quanto à existência de terceiros (*hedgers*) que possam intervir na gestão do crédito ou da sociedade mediante intruções dadas ao credor ou outro meio entre eles acordado.

A abordagem proativa é necessária na medida em que é preciso desenvolver mecanismos de *hard law* e *soft law* que orientem e assegurem o equilíbrio entre os riscos e poderes dos diversos sujeitos envolvidos numa relação de crédito, e simultaneamente se prossiga com a criação e dinamização de fontes alternativas de financiamento, promovendo o

---

<sup>175</sup> Cfr. GEORGE C. TRIANTIS & RONALD DANIELS, «The Role of Debt in Interactive Corporate Governance», in *University of California Law Review*, Vol. 83, 1995, p1097-1098, disponível em [http://repository.upenn.edu/law\\_series/12](http://repository.upenn.edu/law_series/12) ; Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...cit.*, p 114-115

<sup>176</sup> Cfr. Art. 236-º/3 de la Ley 31/2014, de 3 de Diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo; Sentencia 203/11, do Juzgado de lo Mercantil n.º1 de Malaga/1 Bis, de 26 de Maio de 2011; EMÍLIA RITA BRAGANÇA DA SILVA FERREIRA, *A qualificação do credor financeiro como administrador de facto*, Universidade Católica Portuguesa, Escola de Direito – Porto, Maio, 2016

<sup>177</sup> Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento...cit.», p.380-383

mercado de crédito. Para o efeito, a autora pondera a vantagem e eficácia da emissão de recomendações pelo regulador sobre o conteúdo dos contratos de financiamento e em particular, sobre certas cláusulas que possam introduzir distorções no governo da sociedade, e também pondera a criação de mecanismos que sancionem situações de abuso de poder, conflito de interesses e atuação desproporcionada dos credores em benefício próprio (por exemplo, recurso à insolvência em benefício próprio), bem como observar com cautela os casos de *empty creditor*.

Do ponto de vista da abordagem colaborativa, é importante reconhecer os benefícios da monitorização levada a cabo pelo credor, visto que pode ser decisiva para a identificação precoce de problemas de liquidez ou de solvência e que pode e deve ser articulada com a fiscalização institucional interna a que a sociedade está sujeita.

Aqui chegados, cabe-nos tomar posição quanto às teorias acima sintetizadas:

1. Entendemos ser de afastar a teoria da **relação da agência** e a **teoria da primazia do contrato**, pelas razões de incompatibilidade supracitadas.

2. A **aplicação do regime do negócio usurário** mantém-se como uma possibilidade, desde que preenchidos os requisitos legais do art.282.º do CC, mas sem preterir as situações em que o negócio, apesar de objetivamente injusto, convir ao seu lesado, nomeadamente pela existência de factores externos, como por exemplo se a alternativa à sua celebração for à apresentação da sociedade à insolvência.

3. Quanto ao tratamento do credor controlador no âmbito das soluções observadas para os **grupos de facto**, já acima nos pronunciamos no sentido de que mantém-se o entrave que é a necessidade de buscar mecanismos alternativos de tutela da sociedade e, bem assim, dos seus sócios, credores e outros *stakeholders*, face a inaplicabilidade do direito positivo dos grupos, pese embora se justifique um tratamento integrado do «conflito do grupo» *stricto sensu* e das situações a ele análogas.

4. A **teoria da instrumentalidade** (desconsideração ou levantamento da personalidade jurídica), tem uma aplicabilidade residual e embora possamos admiti-la como forma de responsabilizar o credor, não responde ao todo, e sim parcialmente, a necessidade de tutela *ex ante* e *ex post* dos interesses em causa.

5. Tanto a proposta de tratamento do credor controlador como **administrador de facto** como a **teoria que o sujeita a deveres de lealdade**, mostraram-se ser, para nós, as opções

mais aliciantes. Face a necessidade de se responsabilizar o credor controlador, ambas acabam por sujeitá-los a deveres de lealdade, embora por diferentes razões de base, mas que ainda assim respeitam e traduzem o meio onde decorrem os problemas suscitados: o meio societário. Em verdade, não nos podemos esquecer que a conceção tradicional da relação credor-devedor, coloca o primeiro como um estranho face à sociedade, um *outsider*; é pelo poder que adquire com os *covenants*, pela informação privilegiada de que dispõe, pela sua posição de predisposição a explorar a vulnerabilidade da sociedade devedora, que acaba por se converter em *insider*.

Os argumentos que se teceram sobre uma teoria e outra foram para nós convincentes. Não obstante, entendemos que cada uma delas é suscetível de ser aplicado a situações diferentes, desde que se responda a questão de saber se a posição do credor controlador encontra-se, no caso concreto, mais próxima do administrador ou do sócio.

Seguimos o entendimento que a lealdade do administrador e do sócio têm, *última ratio*, fundamentos equivalentes, tornando possível afirmar a unidade essencial dos deveres de lealdade, confirmada pela identidade do ponto de partida dogmático, consubstanciado pelo princípio da boa fé e pelo critério base de operatividade jurídica: a existência de uma “ligação especial”, independentemente da respetiva fonte<sup>178</sup>. E o dever de lealdade é, em boa medida, reflexo da correlação poder-responsabilidade<sup>179</sup>. Desta forma, faz sentido que um credor com tamanhos poderes de controlo seja comparado ao acionista controlador. Mas tal não afasta a possibilidade de nos mesmos termos em que acontece com um acionista, o credor vir a ser qualificado como administrador de facto em função do grau e modo de ingerência na administração da sociedade financiada.

---

<sup>178</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Dos fundamentos dos deveres de lealdade dos acionistas» in PAULO CÂMARA [coord.] *Acionistas e Governação das Sociedades*, Almedina, 2019, p61-62

<sup>179</sup> *Ibidem*, p. 80

### Conclusão

A presença de fatores como a escassez de fontes de financiamento, os níveis de risco de crédito e o jogo de interesses entre os diferentes stakeholders, tornam os *Covenants* em instrumentos fundamentais para mitigar o risco de crédito e conflito de interesses entre acionistas/administradores e os credores da sociedade financiada.

A exploração da situação de vulnerabilidade da empresa financiada cria caminhos para que o credor use a sua posição de modo “oportunístico”, especialmente em épocas de crise como a que temos vindo a lidar nos últimos tempos, com as restrições ao exercício de (quase) todas as actividades económicas durante um período de tempo tão longo e (ainda) com fim indeterminado.

Não é de hoje que a *Debt Governance* tem chamado atenção para o significado de dívida enquanto modalidade de obtenção de controlo na vida societária. A dívida é, de facto, uma peça importante da corporate governance e entender os seus efeitos é ainda um desafio face aos novos e complexos instrumentos de crédito, os financiamentos alavancados e os casos de *dívida distressed*. Mas há também benefícios de uma participação ativa do credor no aumento da produtividade da sociedade e disciplina do órgão de gestão, que quando propriamente exercida pode resultar no efetivo uso de capital disponível aumentando a lucratividade e aumentando os preços das ações<sup>180</sup>.

Perante a possibilidade de uso dos poderes do credor para benefício próprio, em detrimento da sociedade, e a interferência de terceiros, contrapartes do credor, na gestão da sociedade financiada, é imperativa a busca por soluções à luz da *Debt Governance*, com o devido respeito pelos princípios e regras que norteiam o ordenamento jurídico português.

Portanto, na presente dissertação nós advogamos a sujeição destes credores a deveres de lealdade nos mesmos termos que o acionista controlador, mantendo-se a possibilidade de ser qualificado como administrador de facto, com o intuito de contribuir para a discussão do tema e futuros desenvolvimentos das regras de *Debt Governance* e *Corporate Governance*.

---

<sup>180</sup> Cfr CHARLES K. WHITEHEAD, «Creditors and Debt Governance», in *Cornell Law School Legal Studies Research Paper Series*, research paper n° 011-04, p 14-15

### Referências Bibliográficas

ABREU, Jorge Manuel Coutinho De - *Curso De Direito Comercial, Vol. II, Das Sociedades*, 2ª ed., Almedina, 2007

ALVES, Tânia da Silva - «Do paradigma clássico de corporate governance à ingerência por parte dos credores financiadores», in *Governance Lab*, Working Paper N° 5/2017, Junho 2017, Disponível em: <https://governancelab.org/do-paradigma-classico-de-corporate-governance-a-ingerencia-por-parte-dos-credores-financiadores/>

ANTUNES, J. Engrácia - «Os “Hedge funds” e o governo das sociedades», in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Coimbra editora, 2009

ARMOUR, John, HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier - *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, Oxford University Faculty of Law Research Paper n.º 21/2009. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1436555>

AZEVEDO, Rogério - *O governo dos credores: Considerações sobre o financiamento societário; as formas de controlo das sociedades pelos seus credores; e os desafios de Corporate (Debt) Governance*, Pós-Graduação no Instituto dos Valores Mobiliários da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, Julho de 2015. Disponível em: [https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1464704469o\\_governo\\_dos\\_credores\\_ra\\_vf.pdf](https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1464704469o_governo_dos_credores_ra_vf.pdf)

BLUMBERG, Phillip - «The transformation of modern corporation law: the law of corporate groups», *Connecticut Law Review*, vol. 37, nº3, 2005, disponível em: [https://opencommons.uconn.edu/law\\_papers/192](https://opencommons.uconn.edu/law_papers/192)

BRITO, Raquel Capa de - *A ingerência do credor controlador no governo societário*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, 2011

CÂMARA, Paulo - «Covid-19, Administração e Governação de Sociedades» in CÂMARA, Paulo [coord.], *Administração e Governação das Sociedades*, Almedina, 2020

- *Coronavirus e Corporate Governance*, Ver (20-03-2020), Acedido em 22 de Janeiro de 2021 em: <https://www.ver.pt/coronavirus-e-corporate-governance/>

- «Os modelos de governo das sociedades anónimas» in AAVV, *Reformas do Código das Sociedades*, IDET, Colóquios nº3, Almedina, 2007

- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ªed., Almedina, 2016

CHAVA, Sudheer e ROBERTS, Michael R. - «How does financing impact investment? The role of debt covenants», *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*, Agosto 2007, p 13-15, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=854324>

COELHO, Diogo - « Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?», in *RDS*, Vol. VII , nº3-4, 2015, p. 793-833.

CORDEIRO, António Menezes - «A Lealdade No Direito Das Sociedades» in *ROA*, Ano 66, vol. III, 2006

- *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, *Das Sociedades em Especial*, 2.ª ed., Almedina, 2007

- «Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades» in *ROA*, Ano 66, vol. II, 2006

COSTA, Ricardo - «Deveres gerais dos administradores e “gestor criterioso e ordenado”», in AAVV, *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2011

CUNHA, Paulo Olavo - *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Almedina, 2019

DIAS, Gabriela Figueiredo - «Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder», in AAVV, *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2014

FERRAN, Eilís e HO, Look Chan - *Principles of Corporate Finance Law*, 2ª ed., Oxford University Press, 2014

FERREIRA, Abel Sequeira - «A soft law e a juridicidade dos códigos de governo das sociedades», in *RDS*, ano 10, n.º 1, 2018

FERREIRA, Emília Rita Bragança da Silva - *A qualificação do credor financeiro como administrador de facto*, Universidade Católica Portuguesa, Escola de Direito – Porto, Maio, 2016

FISCHEL, Daniel - «The economics of lender liability», in *Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989

HARNER, Michelle M. - «The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing», *Fordham Law Review* 703, Vol. 77, Issue 2, article 14, 2008, disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol77/iss2/14>

-«Trends in the distressed debt investing: an empirical study of investors' objectives», in *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, No. 69, 2008, p.97 , disponível em <http://ssrn.com/abstract=1147643>

HASS, Jeffrey John - «Insights into lender liability: an argument for treating controlling creditors as controlling shareholders», in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 135, 1987

HENRIQUES, Sérgio Coimbra - «Cláusulas de garantia e segurança. Entre a autonomia da vontade e o dever de cumprir – Alguns aspetos», in *RDS*, ano VI, 2014, n.º 3-4

HU, HENRY TC E BLACK, BERNARD - «Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications», U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 120, *European Financial Management Journal*, Vol. 14, 2008, ECGI - Finance Working Paper Series No. 207/2008, McCombs Research Paper Series, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084075>

HYNES J. DENNIS - «Lender Liability: The Dilemma of the Controlling Creditor», in *Tennessee Law Review*, Vol. 58, Issue 4, 1991, p. 646, disponível em <https://scholar.law.colorado.edu/articles/891>.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. - «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», in *Journal of Financial Economics*, Outubro, 1976, V. 3, nº4, páginas 305-360. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>

KAHAN, Marcel e ROCK, Edward B. - «Hedge funds in corporate governance and corporate control», in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, Nº 5, 2007; NYU, Law and Economics Research Paper No. 06-37; ECGI - Law Working Paper No. 76/2006, p 1021-1093, disponível em [http://ssrn.com/abstract\\_id=919881](http://ssrn.com/abstract_id=919881)

LOPES, João Dias - «Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo» in *RDS*, ano V, nº1-2, 2013

MAIA, Gil Valente - «Boa fé e responsabilidade civil decorrente da violação de deveres acessórios de conduta: o critério do «perímetro contratual» na delimitação do regime de responsabilidade aplicável», in *Julgar online*, Janeiro, 2020, p. 11, disponível em <http://julgar.pt/>

MANUEL, Leonildo João Lourenço - «Os Administradores de Facto e a questão da qualificação dos credores controladores» in CÂMARA, Paulo [coord.] *Administração e Governação das Sociedades*, , Almedina, 2020, p.455

MATOS, Inês Serrano de - «Debt governance – O papel do credor activista», in *DSR*, Ano 7, Vol. 14 Semestral, Outubro/2015

- «Hedge fund: o accionista que nunca dorme?», in *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LVII, Tomo II, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2014,

MENDES, Evaristo - *Participação social: Noção e breve caracterização geral*, 2017, disponível em: [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

MIRANDA, Cristina Maria Melo - *A (in)dependência da administração perante o coletivo acionista*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa- Escola de Lisboa, 2013



NETO, Francisco Dos Santos Amaral - «Os Grupos De Sociedades», in *ROA*, ano 47, Vol. II - Set. 1987, Livros & Temas, 1987

NOGUEIRA, Gonçalo - «Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada», in *RDS*, ano VIII, n.º 4, 2016, p. 983-1015

OLIVEIRA, Ana Perestrelo De - «Administração de facto: Do conceito geral à sua aplicação aos grupos de sociedades e outras situações de controlo interempresarial» in CÂMARA, Paulo [coord.] *A designação de administradores*, Almedina, 2020, p.277-238

- «Dos fundamentos dos deveres de lealdade dos acionistas» in CÂMARA, Paulo [coord.] *Acionistas e Governação das Sociedades*, Almedina, 2019

- «Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?», in *RDS*, ano I, nº 1, 2009, p. 95 – 133

- *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015, Versão e-book

- *Manual De Governo Das Sociedades*, Reimpressão Almedina, 2018

- *Manual de Grupos de Sociedades*, Reimpressão, Almedina, 2018

Organização Mundial da Saúde - WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19 - 11 March 2020 (11-03-2020), Acedido em 01 de Fevereiro de 2021 em: <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>

RIBEIRO, Maria de Fátima - *O Contrato de Franquia*, Almedina, 2001

ROSA, Diana Serrinha - *Acionistas Minoritários E Governo Societário: Um estudo breve sobre a posição do “acionista investidor” nas sociedades em Portugal*, Dissertação de Mestrado Científico apresentada a Univerdidade de Lisboa, 2018

SCHMIDT, Klaus - «The Economics of covenants as a mean of efficient creditor problem», in *European Business Organization Law Review (EBOR)*, Vol. 7, (p. 89–94), 2006

SILVA, Francisco Pinto da - «A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade», in *DSR*, Ano 6, Vol.12, 2014

SILVA, Nuno Nogueira Da - «Financiamento e depois das moratórias?» in *EY, Conhecer os desafios ajuda a encontrar o caminho?* (18-Dez-2020), Acedido em 02 de Fevereiro de 2021 em: [https://www.ey.com/pt\\_pt/news/2020/12/ey-identifica-os-principais-desafios-de-portugal-para-2021](https://www.ey.com/pt_pt/news/2020/12/ey-identifica-os-principais-desafios-de-portugal-para-2021)

SIMÕES, Diogo Cruz - *A Cláusula De Cross Default: Da Admissibilidade Ao Controlo Societário*, Dissertação de Mestrado em Direito, Universidade de Lisboa, 2016

STOUT, Lynn e ANABTAWI, Iman - «Fiduciary Duties For Activist Shareholders», *UCLA School of Law & Economics*, Research Paper Series Research Paper N.º 08-02, Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1089606](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1089606)

TERRÍVEL, Rita - «O Levantamento da Personalidade Coletiva nos Grupos de Sociedades», in *RDS*, ano IV, nº4, 2012

TRANTIS, George C. & Daniels, Ronald - «The Role of Debt in Interactive Corporate Governance», in *University of California Law Review*, Vol. 83, 1995, p1097-1098, disponível em [http://repository.upenn.edu/law\\_series/12](http://repository.upenn.edu/law_series/12)

TRIUNFANTE, Armando Manuel Andrade de Lemos - *O Regime Das Entradas Na Constituição Das Sociedades Por Quotas E Anónimas*, 1ª ed., Coimbra Editora, 2014

TUNG, Frederick - «Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance» in *UCLA Law Review*, vol.57, 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1356662>

VASCONCELOS, L. M. Pestana de - *O Contrato de Franquia – (Franchising)*, 2.ª ed., Almedina, 2010

VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *O regime da moratória decorrente do Dec.-Lei n.º 10-J/2020, de 26 de março*, Observatório Almedina (24-04-2020), Acedido em 02 de Fevereiro

de 2021 em: <https://observatorio.almedina.net/index.php/2020/04/24/o-regime-da-moratoria-decorrente-do-dec-lei-n-o-10-j-2020-de-26-de-marco/>

WHITEHEAD, Charles K. - «Creditors and Debt Governance», in *Cornell Law School Legal Studies Research Paper Series*, research paper nº 011-04, 2011

YADAV, Yesha - «The Case for a market in debt governance», in *Vanderbilt Law Review* 771, Vol 67, 2014, disponível em <http://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol67/iss3/3>

**Base de dados:**

- *Investopedia*- Dictionary [em linha], Disponível em: <https://www.investopedia.com/>