



**DO PARADIGMA CLÁSSICO DE CORPORATE
GOVERNANCE À INGERÊNCIA
POR PARTE DOS CREDORES FINANCIADORES**

Tânia da Silva Alves

Mestrado em Direito e Gestão (UCP Lisboa)

Working Paper No. 5/2017

Junho 2017

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

Keywords: *creditors' influence, control, covenants, financing bank, corporate governance.*

DO PARADIGMA CLÁSSICO DE CORPORATE GOVERNANCE À INGERÊNCIA POR PARTE DOS CREDORES FINANCIADORES

Tânia da Silva Alves

tania.alves244@gmail.com

Abstract

Executive Summary

The recent financial crisis has fostered the recourse to bank credit by businesses as well as their dependence on financial flows from their creditors. Given the conflict of interests between shareholders and creditors, the latter tend to include certain clauses in financing agreements (known as covenants) which allow them to influence the management of the financed company. In particular, the creditors' interference intensifies when the company goes through a difficult economic situation and does not fulfill the terms of the financing agreement. In fact, the renegotiation context of the financing agreement conditions provides creditors with a privileged position, which may give rise to a disproportionate performance for their own benefit (opportunistic behaviour).

This paper focuses on the possible consequences of the active creditor's behaviour (the one who interferes with the business management) when the company does not fulfill the terms of the financing agreement. For this purpose, this paper will first explore the mechanisms which legitimize the creditor's interference. Given the lack of response from the law and from corporate governance recommendations, this study will examine the applicability of the classic legal mechanisms to the potential opportunistic behaviour by creditors.

TABLE OF CONTENTS

INTRODUÇÃO	5
1. ENQUADRAMENTO	6
2. A ATUAÇÃO DO CREDOR ATIVISTA.....	7
3. CONSEQUENCIAS DA ATUAÇÃO DO CREDOR	11
<u>3.1.</u> A SUPERAÇÃO DA INSUFICIENCIA DA RESPOSTA LEGISLATIVA E RECOMENDATORIA.....	11
<u>3.2.</u> MECANISMOS DE RESPOSTA	12
<u>3.2.1.</u> PROPOSTAS DE SOLUÇÃO: REJEIÇÃO	12
<u>3.2.2.</u> A FIGURA DO ADMINISTRADOR DE FACTO	13
<u>3.2.3.</u> NEGOCIO USURARIO	15
CONCLUSÃO	17
BIBLIOGRAFIA	19

INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2007 fomentou o recurso ao financiamento por parte das sociedades, intensificando-se a dependência destas face aos fluxos financeiros provenientes dos respetivos credores. Tal realidade fáctica trouxe igualmente repercussões para o governo das sociedades que merecem desenvolvimento.

De forma a salvaguardar os seus interesses, os credores tendem a revestir os contratos de financiamento de cláusulas que lhes permitem influenciar a gestão e governo da sociedade financiada. Deste modo, a par dos dois poderes que classicamente interferem na gestão da sociedade – poderes dos acionistas e administradores – surge o poder do credor financiador.

A ingerência desta categoria de credores encontra a sua força legitimadora na prática contratual, realidade que não poderá ser esquecida. A necessidade de uma reconstrução do paradigma clássico do governo das sociedades – que se centra na figura de dois protagonistas – parece, portanto, clara.

Com efeito, importará, em primeiro lugar, perceber os mecanismos legitimadores de tal ingerência.

Por outro lado, a exploração dos comportamentos que os credores podem adotar em tal contexto afigura-se igualmente imprescindível.

Finalmente, e não obstante o silêncio da lei e das recomendações em matéria de governo das sociedades, explorar-se-ão as implicações de potenciais atuações abusivas desenvolvidas neste contexto.

1. ENQUADRAMENTO

Paradigmaticamente, a sociedade comercial – e, em especial, a sociedade anónima – é atravessada por dois grandes poderes: o poder do administrador responsável por conduzir a gestão da sociedade e o poder dos acionistas.

Ainda neste âmbito, é igualmente de ter presente que a estrutura organizacional das sociedades comerciais é marcada por manifestos conflitos de interesses. Em especial, desde cedo têm sido detetados conflitos de interesses entre administração e acionistas e, por outro lado, entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Neste contexto, assinala-se uma relação de agência entre administradores e acionistas, motivada pela divergência entre propriedade e controlo¹. Em coerência, os mecanismos de *governance* têm sido desenvolvidos essencialmente numa lógica de proteção dos acionistas².

No que concerne à posição dos credores em particular, é de notar que as normas do Código das Sociedades Comerciais (doravante CSC) não lhes conferem papel ativo relevante na organização societária, nem expedientes para influenciar ou fiscalizar o órgão de

¹ Neste contexto, MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKING definem relação de agência como um contrato nos termos do qual uma ou mais pessoas (*principal*) contrata outra pessoa (*agent*) para desenvolver alguma atividade ou serviço em nome do primeiro, o que envolve a delegação de poder de decisão no segundo. Se ambas as partes atuarem com racionalidade económica, existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre atuará no interesse do principal. Cf. JENSEN, MICHAEL/ MECKING, WILLIAM, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4 (1976), 5, disponível em <https://ssrn.com/abstract=94043>. Na doutrina nacional, JOSÉ FERREIRA GOMES chama igualmente a atenção para a circunstância de idealmente o agente atuar no interesse do principal, mas poder não ter muito a ganhar com o benefício do principal. Neste âmbito, perante um conflito de interesses, o agente tenderá a maximizar os seus benefícios pessoais. O autor identifica igualmente aqueles que são os dois problemas de agência no âmbito das sociedades comerciais, a saber: (i) aquele que opõe os sócios aos administradores da sociedade e (ii) aquele que opõe os sócios controladores aos sócios minoritários. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos de sociedades anónimas*, Coimbra (2015), 35 e segs. Para desenvolvimento do confronto entre interesses do acionista controlador e o interesse comum dos demais, cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *Conflito de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, em *Conflito de interesses no direito societário e financeiro: um balanço a partir da crise financeira*, Coimbra (2010), 75-213. Neste âmbito, destaca-se o poder de determinação da composição da administração por parte do sócio controlador e a correlativa extração de benefícios privados por parte deste i. e., obtenção vantagens que não são partilhadas com os demais sócios na proporção das suas participações sociais.

² Cf., neste sentido, os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, aprovado em 1999 e revisto em 2004. Tal como facilmente se verifica, o foco reside na regulação dos direitos dos acionistas, tratamento equitativo dos acionistas, divulgação de informação e transparência ou responsabilidade do órgão de administração.

administração³, estipulando-se uma divisão entre *insiders* (acionistas/administradores) e *outsiders* (financiadores/investidores)⁴.

Não obstante, a verdade é que se tem verificado um papel ativista por parte dos credores financiadores que não pode ser ignorado⁵. Efetivamente, atendendo à dependência da sociedade face ao financiamento a conceder, a instituição financiadora encontra-se, a montante do financiamento, numa posição que lhe permite mais facilmente incorporar no contrato o conteúdo que entender⁶. É precisamente neste contexto que se tem entendido que ao papel do credor durante a vida sã da sociedade – tendencialmente ignorado – se contrapõe o seu ativismo num cenário em que a sociedade atravessa situação financeira difícil⁷.

2. A ATUAÇÃO DO CREDOR ATIVISTA

O ponto de partida para a atuação ativa por parte de credores financiadores é a constatação de conflito de interesses entre estes e acionistas/administradores. Com efeito, no âmbito do desenvolvimento da Agency Theory of Covenants (ATC), Michael Bradley e Michael Roberts⁸ enumeram a título exemplificativo alguns conflitos de interesses, a saber: (i) distribuição inesperada de dividendos, na medida em que o valor da empresa pode descer nessa sequência; (ii) constituição de novas garantias, que implicam redução do valor das garantias dos credores anteriores; (iii) substituição de ativos, aceitando projetos com risco mais elevado que aquele que tinha sido antecipado pelos credores quando contrataram; (iv) sobreinvestimento, retendo cash-flows para financiar projetos com VAL⁹ negativo; (v) subinvestimento, renunciando a projetos com VAL positivo que apenas beneficiam os

³ A assembleia de obrigacionistas (art. 359.º CSC) consubstancia uma exceção, mas cujo papel se reduz, *grosso modo*, ao direito de informação.

⁴ Tal divisão é caracterizada por assimetrias informativas porquanto os primeiros têm informação sobre toda a situação patrimonial da sociedade aquando da contratação (seleção adversa) ou posteriormente (*hidden knowlegde*). Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra (2015), 19-20.

⁵ Está excluída do âmbito do presente trabalho a relação que se estabelece entre a sociedade emitente de dívida e obrigacionistas e outros investidores titulares de título de dívida, em particular a ingerência que os segundos podem ter na primeira. Neste contexto, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS sublinha que mesmo que por via de *side letters* ou outro tipo de acordos esta categoria de credores goze de alguma influência, será indiscutível que tal influência será sempre mais ténue do que aquela os bancos de investimento e entidades similares estão em condições de exercer. Para mais desenvolvimentos, cf. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder*, em *III Congresso DSR* (2014), 359-385.

⁶ Neste sentido, DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *ibidem*, 372.

⁷ Cf. MATOS, INÉS SERRANO, *Debt governance – o papel do credor ativista em Direito das Sociedades em revista*, Ano 7, Vol. 14, Coimbra (2015), 165.

⁸ Não obstante a análise dos autores se referir ao conflito de interesses com obrigacionistas, as suas conclusões valem da mesma forma para as entidades bancárias, porquanto os conflitos de interesses que se suscitam se identificarem.

⁹ Abreviatura para Valor Atual Líquido.

credores¹⁰. Paulo Câmara estuda igualmente o assunto, acrescentando a potencial alteração da política de investimentos ou do objeto social, no sentido da assunção de um maior risco pela sociedade ou ainda a modificação da política de investimentos, implicando a não realização de investimentos previstos¹¹.

Acresce que os acionistas têm incentivo para tomar decisões de investimento mais arriscadas, porquanto terão pouco mais a perder em caso de fracasso, mas muito a ganhar em caso de sucesso, enquanto que credores, tendo remuneração fixa, ambicionam simplesmente a solvabilidade da empresa, sendo mais avessos ao risco¹². A ocorrência de tal atuação ocorrerá com maior probabilidade quando a sociedade atravessa uma situação económico-financeira frágil, sendo mais crítica quando a sociedade recorre a *leveraged finance*¹³ ou dívida *distressed*.

Perante tal circunstancialismo, facilmente se compreende a necessidade de os credores financiadores se protegerem mediante a inclusão de determinadas cláusulas – conhecidas por *covenants* – no contrato de financiamento, que atribuem tipicamente direito a interferir na gestão da sociedade financiada durante a vigência do crédito.

Os exemplos de cláusulas com este propósito são inúmeros, estando a sua configuração concreta submetida à liberdade contratual¹⁴. Todavia, é de anotar que tais cláusulas gozam de tipicidade social¹⁵ e traduzem-se em obrigações acessórias¹⁶ para a sociedade financiada – a par da obrigação principal de reembolso do capital mutuado acrescido de juros.

¹⁰ Cf. BRADLEY, MICHAEL/ ROBERTS, MICHAEL, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, 2004, 4-5, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=585882>.

¹¹ Cf. CÂMARA, PAULO, *O regime jurídico das obrigações e a proteção dos credores obrigacionistas*, em *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Vol. XLIV, n.ºs 1 e 2 (2003), 123-124.

¹² Cf., neste sentido, SILVA, FRANCISCO PINTO DA, *A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade*, em *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6, Vol. 12, Coimbra (2014), 234-235.

¹³ Neste sentido, CÂMARA, PAULO, *op. cit.*, 124. Uma situação de *leveraged finance* configura um financiamento com fundos superiores aos considerados normais, implicando um risco também mais elevado, com custos financeiros acrescidos. Destacam-se, em particular, os *leveraged buy-outs*, destinados tipicamente à obtenção de objetivos temporários. A dívida *distressed* ou *distressed debt* traduz-se, por seu turno, em dívida da sociedade em situação económica difícil, que apresenta, por conseguinte, maior risco de incumprimento e elevada taxa de juro. Como facilmente se percebe, tais situações consubstanciam em particular oportunidades para tomar controlo sobre a sociedade. Cf., neste sentido, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Os credores e governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?*, em *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, Coimbra (2009), 98-100.

¹⁴ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS nota que o poder de influência dos financiadores na vida da sociedade pode manifestar-se e ter impacto ao nível da *governance* da dívida – i. e., no que respeita ao modo de gestão do financiamento e das suas vicissitudes) – e na *governance* da sociedade – ou seja, no que concerne ao modo de gestão da organização da sociedade, de modo a assegurar o seu desempenho. Apenas a sua dimensão é objeto do presente estudo. Cf. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *op. cit.*, 374.

¹⁵ A análise da admissibilidade de tais cláusulas à luz do ordenamento jurídico português escapa ao âmbito do presente estudo. De facto, as cláusulas em apreço conhecem a sua origem nos EUA, ordenamento no qual o órgão de administração goza manifestamente de mais autonomia face à assembleia geral e decide sobre leque variado de matérias, do que sucede no ordenamento jurídico português. A validade de tais disposições é, por conseguinte, posta em causa quando versam sobre matérias da competência da assembleia geral em relação às quais o órgão de

Neste âmbito, entre os *covenants* apontados como mais frequentes destacam-se as cláusulas: (i) que exigem entrega de cópias dos documentos contabilísticos ou a comunicação de eventos relevantes, tipicamente factos que possam por em causa a satisfação do crédito, v.g. modificações na estrutura acionista (*reporting covenants*); (ii) tendentes a garantir a solvência da sociedade em sentido contabilístico, limitando designadamente a ultrapassagem de determinados limites de endividamento (*financial covenants*); (iii) que proíbem a alienação de certos ativos; (iv) que proíbem a alteração da estrutura acionista da sociedade (*ownership clause*); (v) que dificultam a alteração substancial do negócio da sociedade (*change of business covenant*); (vi) nos termos das quais a sociedade assegura ao credor que o seu crédito se encontra em pé de igualdade com os demais credores comuns de que é devedor (*pari passu*); (vii) que impedem a constituição de novas garantias (*negative pledge*)¹⁷; (viii) que implicam o vencimento da obrigação em caso de incumprimento do pagamento da dívida ou a violação de outra obrigação contratualmente estabelecida (*events of default*); (ix) que reconhecem ao credor a possibilidade de exigir o vencimento antecipado do contrato, pelo facto de o devedor não ter cumprido tempestivamente outros empréstimos ou porque ocorreram determinados factos que provocaram o seu vencimento antecipado (*cross-default*)¹⁸. Outro tipo de cláusula – não tão frequente, mas com particular impacto – é a consagração do direito de o credor nomear administrador para a sociedade financiada¹⁹.

Perante a presença de cláusulas com tal configuração nos contratos de financiamento, uma primeira conclusão se impõe: as disposições contratuais em análise legitimam a ingerência do credor – de forma ativa e intensa –, ao ponto de este não poder ser considerado *outsider*²⁰.

administração está a permitir ingerência, por via contratual. Sem qualquer pretensão de exaustividade, tenha-se presente a posição de FRANCISCO PINTO DA SILVA que propõe em primeira linha – a título de solução – a vinculação prévia dos acionistas. Em concreto, no caso de cláusula de restrição à fusão, cisão ou transformação da sociedade – matérias da competência da assembleia geral nos termos dos arts. 103.º/1 CSC, 120.º CSC e 133.º CSC respetivamente –, se interpretar como limitação da elaboração e apresentação por parte do conselho de administração à assembleia geral dos projetos. Tratando-se de cláusula que limita a distribuição de dividendos, ser interpretada como restrição à proposta de aplicação de resultados, prevista no art. 376.º/1 b) CSC. Para mais desenvolvimentos, cf. SILVA, FRANCISCO PINTO DA, *op. cit.*, 241-242.

¹⁶ Em concreto, poderão impor a *adoção* de comportamentos positivos ou a *abstenção* de comportamentos previamente fixados, sendo estas últimas de utilização mais reiterada. Cf. CÂMARA, PAULO, *op. cit.*, 132.

¹⁷ Neste âmbito, a sociedade devedora assume a obrigação de não constituir durante toda a vida do contrato garantias reais a favor de outros credores ou utilizar qualquer outro mecanismo que permita criar *de jure* ou *de facto* preferências a favor de terceiros. Cf., neste sentido, DIAS, JOANA PEREIRA, *Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou de segurança: a pari passu, a negative pledge e a cross default*, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Vol. IV, Coimbra (2003), 907.

¹⁸ Cf. por todos, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Os credores...*, 103-104 e DIAS, JOANA PEREIRA, *ibidem*, 907.

¹⁹ Cf. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *op. cit.*, 373.

²⁰ Pronunciando-se no sentido da erosão da distinção – meramente formal – de *insiders* e *outsiders*, justificada pelo poder de influência que o credor pode em concreto possuir, cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra (2017), 27-28.

Sob outro ponto de vista, a incorporação de disposições com tal fisionomia é o ponto de partida para potenciais comportamentos oportunistas por parte do credor. Com efeito, perante incumprimento por parte da sociedade de qualquer cláusula – detetável com mais facilidade por parte do credor atendendo à adicional teia de deveres de informação a que a sociedade está vinculada por via do contrato – o credor assume uma posição privilegiada²¹.

Neste contexto, deparando-se com situação de incumprimento, uma de duas vias parece emergir: ou acionará a cláusula do vencimento antecipado da obrigação principal ou renegociará o *covenant*, de forma a extrair da situação condições mais vantajosas para a sua posição, intensificando-se o seu poder de ingerência. A primeira via – que permitirá a satisfação imediata, ainda que parcial, do crédito – poder-se-á revelar desproporcional em muitos cenários. Com efeito, é altamente penalizadora para a sociedade financiada que poderá não ter a liquidez suficiente para proceder ao reembolso – cenário mais provável. Ademais, o vencimento antecipado transmite mensagem para o mercado, prejudicando a imagem da empresa junto deste e, em particular, transmitir um sinal a outros credores, atuais ou potenciais. Poderá, no limite, conduzir à insolvência prematura da sociedade, quando ainda existem mecanismos de recuperação²². Note-se que em cenário de vencimento antecipado, a situação da sociedade poderá ficar mais crítica se no(s) financiamento(s) a que acedeu foram vertidas cláusulas de *cross-default*. Mais frequente é, em definitivo, a segunda via²³ que, pese embora seja menos onerosa para a sociedade financiada, não está isenta de potencial aproveitamento por parte do credor financiador, na medida em que perante a alternativa de vencimento antecipado – com todas as suas implicações –, a sociedade tenderá a ceder às exigências daquele. Em particular, o credor poderá exigir a renegociação do contrato, nos termos da qual reclame garantias adicionais ou introduza imposições que podem implicar perda de valor da empresa financiada (v.g., alteração da taxa de juro).

²¹ Neste âmbito, DANIEL FISCHER sublinha que « [o]pportunistic behavior occurs whenever one party attempts to obtain, at the expense of the other, a benefit not contemplated by the initial agreement, either explicitly or implicitly. Thus, whenever a lender attempts to renegotiate with the borrower for better terms when there is no basis for doing so, the lender is behaving opportunistically». Cf. FISCHER, DANIEL, *The Economics of Lender Liability*, in *Yale Law Journal*, Vol. 99 (1989), 138.

²² Neste contexto, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS chama a atenção para a circunstância de a insolvência ser muitas vezes favorável aos credores, atendendo à possibilidade que abre à satisfação dos respetivos créditos – mediante alienação de ativos e realização do valor líquido – em momento oportuno. Cf. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *op. cit.*, 373.

²³ Cf., neste sentido, HARNER, MICHELLE, *Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, n.º 69 (2008), disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1147643>, 84-85 e OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Os credores...*, 105.

3. CONSEQUÊNCIAS DA ATUAÇÃO DO CREDOR

3.1. A SUPERACÃO DA INSUFICIÊNCIA DA RESPOSTA LEGISLATIVA E RECOMENDATÓRIA

O apuramento das consequências jurídicas decorrentes da atuação do credor financiador – no contexto de renegociação – que cause danos à sociedade financiada afigura-se imperioso²⁴.

Chegados a este ponto, a primeira referência a tecer prende-se com o silêncio da lei (*hard law*) e códigos recomendatórios²⁵ (*soft law*). A nosso ver, o silêncio da lei em nada surpreende. De facto, a partir do momento que a lei não reconhece nenhum expediente que legitime a ingerência dos credores na gestão das sociedades com a intensidade descrita, não consagra – por coerência – qualquer tipo de consequência para tal atuação. O controlo do credor financiador conhece a sua força legitimadora no contrato, realidade que a lei desconsidera. A influência destes credores na sociedade eleva-os a um dos protagonistas da realidade societária, a par dos administradores e acionistas, tendo poder para em certas circunstâncias e reunidos certos pressupostos influenciar a gestão e destino da sociedade com mais intensidade que os dois poderes classicamente referidos. Desta forma, a capacidade de resposta por parte do *hard* e *soft law* é impreterível e aconselhável.

A título de exemplo, parece-nos ser de ponderar a emissão de recomendações que visem reforçar a informação aos acionistas relativa ao conteúdo dos contratos de financiamento e, em especial, a forma como os pressupostos da intervenção dos financiadores na gestão ou no governo da sociedade são desenhados. Paralelamente, será ainda – e sobretudo – oportuna a consagração de mecanismos de sancionamento da atuação desproporcionada dos credores em benefício próprio no âmbito da renegociação do *covenant* objeto de incumprimento ou da renegociação do próprio contrato.

Neste âmbito, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS²⁶ vai mais longe, considerando igualmente oportuna a emissão de recomendações pelo regulador sobre o próprio conteúdo dos contratos de financiamento e, em particular, sobre o tipo de cláusulas suscetíveis de introduzir algumas distorções no governo da sociedade. Adotamos, neste tema, uma posição mais contida. A incorporação das cláusulas estudadas nos contratos de financiamento posiciona-se no coração

²⁴ O objeto do presente estudo incidirá apenas sobre o apuramento das consequências da atuação do credor financiador no contexto de renegociação e não quando, na sequência de vencimento antecipado, a sociedade poderá entrar em insolvência. Tal opção impôs-se não só porque tais situações correspondem à esmagadora maioria dos casos, como também por se considerar que face ao silêncio absoluto da lei a situação da sociedade financiadora se apresentar mais frágil. Todavia, quando os mecanismos do direito insolvencial não tiverem aplicação, designadamente por falta de pressupostos, as considerações que se propõem no presente estudo poderão valer, em função da configuração do caso concreto.

²⁵ Cf, em primeira linha, por um lado, Código das Sociedades Comerciais e, por outro, Regulamento da CMVM n.º 4/2013 relativo ao Governo das Sociedades, Código de Governo das Sociedades da autoridade do Instituto Português de Corporate Governance e ainda os já aludidos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades.

²⁶ Cf. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *op. cit.*, 381-382.

da liberdade contratual e permite que a sociedade financiada aceda a crédito com remuneração menos onerosa²⁷. Desta forma e ponderados os interesses em questão, parece-nos que a posição dos acionistas sai suficientemente protegida com a intensificação de mecanismos de sancionamento da atuação abusiva dos credores, sem se correr o risco de se inibir a existência de tais cláusulas – que facilitam o acesso ao financiamento beneficiando igualmente as sociedades que dele necessitam.

3.2. MECANISMOS DE RESPOSTA

3.2.1. Propostas de solução: rejeição

Pese embora a inclusão de cláusulas que legitimam a influência do credor na gestão e governo da sociedade financiada ocorrer no âmbito contratual – atravessado pelo princípio da liberdade contratual –, a verdade é que comportamentos abusivos por parte do credor financiador não podem ser ignorados.

Perante tal cenário, cabe questionar se, não obstante o silêncio da lei, existirão mecanismos que permitem valorar o comportamento abuso do credor financiador. A resposta é, a nosso ver, afirmativa.

Neste âmbito, eleva-se, desde logo, uma tese que sufraga a primazia do contrato. Nestes termos, entende-se que aquando da execução do contrato, as partes devem poder exercer os direitos que dele advém sem restrições. A imposição da boa fé como padrão de comportamento exigido às partes criaria um elevado grau de incerteza na medida em que a valoração do comportamento do credor variará de intérprete para intérprete. Por outro lado, a aposição de tais cláusulas pode igualmente ser posta em causa – e, com isso, também a possibilidade de crédito menos oneroso –, porquanto o credor saber de antemão que o exercício dos direitos conferidos pelos contratos não lhes seria efetivamente permitido ou que o seu exercício poderia levar a que fosse responsabilizado²⁸. Tal tese não pode, naturalmente, ter acolhimento atendendo às regras e princípios que atravessam o ordenamento jurídico português. Não obstante a amplitude da liberdade contratual, será de ter sempre presente que está balizada pelos «*limites da lei*» (cf. art. 405.º, n.º1 do Código Civil, doravante CC), pelo que nada obsta à nulidade do contrato (cf. v.g., arts. 280.º e 294.º, ambos do CC) ou à possibilidade de se desencadear em abstrato responsabilidade contratual (cf. arts. 798.º e seguintes, CC), devendo as partes atuar sempre de boa fé, nos termos do art. 762.º, n.º2, CC.

²⁷ Neste âmbito, DANIEL FISCHER sublinha o seguinte: «[i]t is important to understand that these bonding mechanisms limiting the discretion of the borrower are not "unfair" to the borrower in any meaningful sense." The opposite is true, because the borrower obtains credit on more advantageous terms as a result of the protections afforded the lender by the loan covenants (...) Therefore, to avoid prohibitively expensive contract terms and gain more favorable interest rates, borrowers are willing to concede such provisions to lenders.». Cf. FISCHER, DANIEL, *op. cit.*, 136-137.

²⁸ Cf., neste sentido, Cf. FISCHER, DANIEL, *ibidem*, 140-142.

Por outra banda, defende-se a vinculação do credor a deveres de lealdade. Entre nós, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA considera que a lealdade decorre não da relação de confiança, que a seu ver não existe, mas do poder de ingerência que a ligação especial entre controlador e controlado gera, sendo irrelevante se o controlador é simultaneamente sócio ou não. Em coerência, sustenta que o poder de influência adquirido por via dos covenants justifica a imposição de deveres de lealdade aos credores, existindo ligação especial entre credor controlador e sociedade controlada equivalente àquela que liga acionistas controlador e sociedade controlada²⁹. Uma vez mais, não se sufraga tal tese. A consideração de que o credor financiador está sujeito a deveres de lealdade nos mesmos termos do acionista controlador é suscetível de conduzir a situações perversas. O credor e a sociedade financiada são entes autónomos, com interesses divergentes, razão pela qual os credores se protegem mediante a inclusão de cláusulas que lhes permitem aceder a informação privilegiada relativa à saúde económico-financeira da sociedade e interferir no governo e gestão desta. Por outras palavras, a relação entre o credor e a sociedade financiada baseia-se num conjunto de interesses contraditórios, que o contrato de financiamento visa alinhar³⁰. Desta forma, submeter o credor ao dever de lealdade e considerar que este está vinculado ao objeto e fim da sociedade financiada³¹ poderá – com forte probabilidade – colidir com os seus próprios interesses, podendo no limite o dever de lealdade dos administradores da sociedade credora ser posto em causa (cf. v.g. art. 74.º do RGICSF³² e art. art. 64.º, n.º1, alínea b), CSC).

3.2.2. A figura do administrador de facto

A nosso ver, o ponto de partida é, necessariamente, a atuação concreta do credor. Desta forma, será de ponderar em primeiro plano a sua responsabilidade na qualidade de administrador de facto.

Na esteira de RICARDO COSTA, poderá ser qualificado como administrador de facto, o sujeito que (i) atua como administrador de direito, mas cujo título 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 direito³³. Os credores

²⁹ Cf., em especial, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Os credores...*, 123 e segs.

³⁰ Cf. ponto 2, primeiro e segundo parágrafos.

³¹ Defendendo vinculação do credor ao fim da sociedade financiada ANA PERESTRELO DE, *Os credores...*, 132 e 133.

³² Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.

³³ Cf. COSTA, RICARDO, *Responsabilidade civil societária dos administradores de facto*, em *Temas societários*, Coimbra (2006), 29-30.

financiadores que nos ocupam reduzir-se-iam à última categoria, também conhecida por compreender a figura do *shadow director*³⁴.

Ainda na mesma linha, impor reter os traços caracterizadores da figura do administrador de facto, saber: (i) o exercício positivo de funções de gestão similares ou equiparáveis às dos administradores formalmente instituídos; (ii) atuação com autonomia decisória que é própria dos administradores de direito, o que se manifesta em soberania para exercer as funções de direção, impondo as suas decisões ou influenciando a gestão de forma determinante e (iii) certa permanência e sistematicidade durante significativo intervalo temporal³⁵.

Procedendo a um confronto entre atuação de ingerência do credor financiador e os traços caracterizadores *supra* referidos, facilmente se reconduz a figura do credor financiador à do administrador de facto. Acrescente-se que para se qualificar determinado sujeito como administrador de facto indireto será de exigir não só um efetivo exercício de funções de administração, como também um *grau mínimo* de influência na gestão. Tal premissa facilmente se compreende: a construção dogmática da figura opera à margem do esquema societário legalmente consagrado, pelo que por imperativos de segurança se impõem requisitos exigentes³⁶.

Desta forma, se ao longo da vida do financiamento³⁷ ou, em especial, em cenário de renegociação – momento propício a lançamento de exigências adicionais –, o credor financiador instruir a administração da sociedade financiada a praticar determinados atos de gestão com impacto para a vida da sociedade³⁸, a recondução do credor a administrador de facto impõe-se³⁹.

³⁴ A par do *administrador direto* que pode ter ou não notoriedade (enquanto administrador) perante terceiros, i. e., aquele que *aparece* na vida interna e externa da sociedade, mas neste último ostenta uma qualidade diversa da de administrador, surge o *administrador indireto ou oculto – shadow director* –, que conduz a vida societária “escondido” por detrás de um administrador direto (e não necessariamente um administrador de direito). Cf. DIAS, RUI PEREIRA, *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas – uma análise de direito material e direito de conflitos*, Coimbra (2007), 129.

³⁵ Cf. COSTA, RICARDO, *op.cit.*, 29-39.

³⁶ Cf., *v.g.*, COSTA, RICARDO, *Administrador de facto e representação das sociedades*, em *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. XC, II, Coimbra (2014), 722 e segs e NOGUEIRA, GONÇALO, *Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos de sociedade financiada*, em *RDS*, Ano VIII (2016), n.º 4, 997.

³⁷ A título de exemplo, imagine-se a circunstância de o órgão de administração da sociedade financiada submeter a aprovação do credor a alienação de determinado ativo ou implementação de determinado projeto, por se ter vinculado a fazê-lo no âmbito do contrato.

³⁸ Neste contexto, poderá estar em causa a imposição de políticas gerais a adotar pela sociedade financiada no que concerne, *v.g.*, à distribuição de dividendos ou redução de custos específicos.

³⁹ Defendendo igualmente a recondução do credor financiador à figura do administrador de facto, cf. SILVA, FRANCISCO PINTO DA, *op. cit.*, 248 e segs. A título adicional, note-se que as considerações tecidas para o credor financiador na qualidade de *shadow director* valem igualmente para aquele que no âmbito de um Credit Default Swap assume a posição de vendedor. Este, não obstante ser juridicamente alheio à relação principal de crédito que se

Apelando ao princípio que estabelece a correlação poder-responsabilidade, o resultado final será a responsabilização – estando preenchidos os pressupostos da responsabilidade civil – do credor financiador nos termos dos arts. 72.º e segs CSC, seja diretamente, seja por remissão do art. 80.º CSC⁴⁰. Note-se, contudo, que tal responsabilização deverá operar apenas em situações-limite, sob pena de desencadear situações perversas, tais como restringir a incorporação de tais cláusulas nos contratos e, com isso, o acesso ao financiamento por parte das empresas ficar limitado ou torná-lo mais oneroso.

3.2.3. Negócio usurário

Considerando que as circunstâncias fácticas o permitem, a aplicação do regime dos negócios usurários será de equacionar, não só a eventuais negócios que o credor exija que a sociedade financiada celebre, como à renegociação dos próprios *covenants* da qual resulta necessariamente um novo acordo.

Para o efeito, a qualificação de determinado contrato como usurário depende da verificação de três requisitos, a saber: (i) existência de situação de necessidade ou inferioridade; (ii) exploração dessa situação de inferioridade e (iii) obtenção de benefícios excessivos ou injustificados⁴¹.

Neste âmbito, entende-se que a *necessidade* de índole económica não terá que ser real, bastando perigo ou ameaça. Não obstante análise casuística, a *necessidade* deverá sempre reportar-se a necessidades mínimos de sustento, aproximando-se do carácter de dependência⁴². Aqui chegados, a sociedade financiada deverá demonstrar que a sua declaração negocial tem como antecedente circunstância de *necessidade* ou *dependência económicas*⁴³.

estabelece entre a sociedade e o seu financiador, tem, por força do derivado, interesse e incentivos para participar gestão da sociedade financiada.

⁴⁰ Efetivamente, a doutrina tem vertido muita tinta no plano da interpretação do art. 80.º do CSC, discussão que escapa, todavia, ao objeto do presente estudo. Sem pretensão de exaustividade, tenha-se presente, *v.g.*, a posição de MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO que parece reconhecer a aplicação da norma ao administrador de facto, nomeadamente estando em causa sócio que assegura funções de gestão. Cf. RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA, *A tutela dos credores das sociedades por quotas e a “desconsideração da personalidade jurídica”*, Coimbra (2012), 470.

⁴¹ Utilizamos o termo “necessidade ou inferioridade” por questões de simplificação. A lei prevê, por outras palavras, «*situação de necessidade, inexperiência, ligeireza, dependência, estado mental ou fraqueza de carácter de outrem*». Cf. art. 282.º, n.º2, CC.

⁴² Cf., neste sentido, EIRÓ, PEDRO, *Do negócio usurário*, Coimbra (1990), 30. Considera-se igualmente que tal situação aproveita tanto a pessoas singulares como a pessoas coletivas.

⁴³ Por princípio, a sociedade tende a aceitar as exigências do credor financiador de modo a evitar a alternativa – vencimento antecipado – o que aponta para dependência económica. Ademais, a circunstância de ter alguma das obrigações contratuais a que se encontrava adstrita aponta igualmente para situação de *necessidade*. Logicamente que, ainda assim, tais considerações não dispensam análise casuística, que com pouca probabilidade apontará em sentido contrário.

Por seu turno, a exploração da situação de inferioridade parece apontar para o conhecimento de tal circunstância por parte, *in casu*, do credor⁴⁴. O seu conhecimento parece ser nítido, na medida em que por força dos *reporting covenants* tem acesso aos documentos que ilustram a situação económico-financeira da sociedade⁴⁵.

Por fim, o último requisito aponta inequivocamente para análise casuística e parece exigir que a celebração do negócio implique um prejuízo para a sociedade financiada, o que certamente não será difícil de demonstrar⁴⁶.

Em conclusão, uma vez estando preenchidos os pressupostos, a sociedade financiada terá opção de anular ou modificar o contrato⁴⁷. A modificação do controlo parece ser a opção mais desejável, na medida em que pressupõe o restabelecimento da justiça contratual, permitindo a manutenção das vantagens provenientes do contrato⁴⁸.

⁴⁴ A interpretação deste segmento normativo não é linear, dividindo a doutrina. A nosso ver, não só a lei parece apontar no sentido da consciência da exploração, como também se deve impor, sob pena de ser excessivamente oneroso para quem *efetivamente* usufrua de situação precária alheia, sem dela ter conhecimento.

⁴⁵ Por outro lado, o credor estará igualmente consciente que a alternativa que resta à sociedade financiada será o vencimento antecipado. Ainda assim, a análise casuística não será dispensada.

⁴⁶ O pressuposto obtenção de benefícios excessivos ou injustificados parece igualmente apontar para desequilíbrio no plano da justiça contratual. Para mais desenvolvimentos, cf., CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil, II - Parte Geral: Negócio Jurídico*, 4.ª ed. (Coimbra), 2014, 497 e segs.

⁴⁷ Cf. art. 283.º, CC.

⁴⁸ Igualmente neste sentido COELHO, DIOGO, *Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?*, em *RDS*, Ano VII (2015), 3/4, 829.

CONCLUSÃO

1. No plano da relação que se estabelece entre sociedade financiada e credor financiador sublinhou-se que o ponto de partida é a existência de múltiplos interesses conflitantes, razão pela qual os credores financiadores sentem necessidade inclusão de determinadas cláusulas – *covenants* – que atribuem o direito a interferir na gestão da sociedade financiada durante a vigência do crédito.

2. Por outra banda, a presença de tais disposições contratuais pode desencadear potenciais comportamentos oportunistas por parte do credor. Neste plano, destacou-se igualmente que perante incumprimento por parte da sociedade de qualquer cláusula, o credor poderá acionar cláusula do vencimento antecipado da obrigação principal ou renegociará o *covenant*, sendo a segunda opção mais frequente.

3. A atenção incidiu sobre a segunda via de atuação que o credor poderá assumir. Em concreto, frisou-se que tal cenário não é isento de potencial aproveitamento por parte do credor financiador, na medida em que perante a alternativa de vencimento antecipado – com todas as suas implicações –, a sociedade tenderá a ceder às exigências daquele.

4. Na presença de tais premissas, a procura das consequências para a potencial atuação abusiva por parte do credor impôs-se com naturalidade. Perante o silêncio da lei e códigos recomendatórios, propôs-se em primeira linha (i) a ponderação da emissão de recomendações que visem reforçar a informação aos acionistas relativa ao conteúdo dos contratos de financiamento e, em especial, a forma como os pressupostos da intervenção dos financiadores na gestão ou no governo da sociedade são desenhados e (ii) a consagração de mecanismos de sancionamento da atuação desproporcionada dos credores em benefício próprio no âmbito da renegociação.

5. De outra parte, rejeitou-se a tese que sufraga a primazia do contrato e, bem assim, aquela que advoga a vinculação do credor a deveres de lealdade, nos mesmos termos a que o acionista controlador está sujeito.

6. No plano da procura de mecanismos de resposta, avançou-se, em primeiro lugar, com a responsabilização do credor financiador na qualidade de administrador de facto. Todavia, um ponto deverá ficar claro: a responsabilização deverá operar apenas em situações-limite. A inclusão de *covenants* nos contratos de financiamento facilita o acesso a crédito menos oneroso. Desta forma, deverá haver lugar a responsabilidade do credor em situações em que algum princípio estruturante do ordenamento jurídico é atingido, sob pena de desencadear situações perversas, tais como restringir, no limite, o acesso a crédito menos oneroso.

7. Em forma de complementaridade, propõe-se ainda aplicação do regime dos negócios usurários, a que haverá apenas lugar estando os três pressupostos de aplicação preenchidos, que permitirá repor o equilíbrio contratual.

8. Naturalmente que tanto a possibilidade de responsabilidade na qualidade de administrador de facto, como a possibilidade de aplicação do regime dos negócios usurários dependerá das circunstâncias do caso concreto. Todavia, atendendo à configuração fáctica típica que se desenvolve entre os sujeitos envolvidos, os mecanismos propostos são, entre os expedientes ao dispor, os que responderão de forma mais eficiente.

9. Em jeito de conclusão, apela-se a uma resposta por parte da *governance*, que poderá ocorrer desde logo no plano das recomendações, atendendo à flexibilidade que lhes é típica. Neste âmbito, dever-se-á ter em consideração não só os interesses em confronto, como também as vantagens económicas que decorrem dos *covenants*, impondo-se uma solução equilibrada.

BIBLIOGRAFIA

- BRADLEY, Michael; ROBERTS, Michael, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants* (2004), 1-30, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=585882>;
- CÂMARA, Paulo, *O regime jurídico das obrigações e a protecção dos credores obrigacionistas*, em *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Vol. XLIV, n.os 1 e 2 (2003), 109-142;
- COELHO, Diogo, *Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?*, em *RDS*, Ano VII (2015), 3/4, 793-833;
- CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil, II - Parte Geral: Negócio Jurídico*, 4.^a ed., Coimbra (2014);
- COSTA, Ricardo, *Administrador de facto e representação das sociedades*, em *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. XC, II, Coimbra (2014), 719-756;
- COSTA, Ricardo, *Responsabilidade civil societária dos administradores de facto*, em *Temas societários*, Coimbra (2006), 23-43;
- DIAS, Gabriela Figueiredo, *Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder*, em *III Congresso DSR* (2014), 359-383;
- DIAS, Joana Pereira, *Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou de segurança: a pari passu, a negative pledge e a cross default*, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Vol. IV, Coimbra (2003), 879-1029;
- DIAS, Rui Pereira, *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas – uma análise de direito material e direito de conflitos*, Coimbra (2007);
- EIRÓ, Pedro, *Do negócio usurário*, Coimbra (1990);
- FISCHEL, Daniel, *The Economics of Lender Liability*, in *Yale Law Journal*, Vol. 99 (1989), 131-154;
- GOMES, José Ferreira, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos de sociedades anónimas*, Coimbra (2015);

- GOMES, José Ferreira, *Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador, em Conflito de interesses no direito societário e financeiro: um balanço a partir da crise financeira*, Coimbra (2010), 75-213;
- HARNER, Michelle, *Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, n.º 69 (2008), disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1147643>;
- JENSEN, Michael; MECKING, William, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4 (1976), 1-78, disponível em <https://ssrn.com/abstract=94043>;
- MATOS, Inês Serrano, *Debt governance – o papel do credor activista*, em *Direito das Sociedades em revista*, Ano 7, Vol. 14, Coimbra (2015), 161-198;
- NOGUEIRA, Gonçalo, *Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos de sociedade financiada*, em *RDS*, Ano VIII (2016), n.º 4, 983-1015;
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra (2015);
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra (2017);
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Os credores e governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?*, em *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, Coimbra (2009), 95-133;
- RIBEIRO, Maria de Fátima, *A tutela dos credores das sociedades por quotas e a “desconsideração da personalidade jurídica”*, Coimbra (2012);
- SILVA, Francisco Pinto da, *A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade*, em *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6, Vol. 12, Coimbra (2014), 231-265.