



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Corporate Governance: A Influência e Responsabilização do Empty Creditor

Sofia Carvalhais Leite Pereira

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
CENTRO REGIONAL DO PORTO

Corporate Governance: A Influência e Responsabilização do Empty Creditor

Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade Católica Portuguesa-
Centro Regional do Porto, para obtenção do Grau de Mestre em Direito e
Gestão.

Sofia Carvalhais Leite Pereira

Orientadora: Professora Doutora Daniela Farto Baptista

Faculdade de Direito | Escola do Porto

Maio de 2017

À minha família.

“Não se pode criar experiência. É preciso passar por ela.”

Albert Camus

*À Professora Doutora Daniela Farto Baptista pela
orientação e disponibilidade demonstradas, aos
meus pais e família pelo apoio incondicional e ao
João pela paciência e ânimo.*

Resumo

A presente dissertação terá como principal objetivo desenvolver o tema do *empty creditor*.

Tendo em conta que o direito comercial se encontra em constante mutação e a cada dia surgem novos desafios, decidimos que não podemos deixar de reconhecer a importância do tema, uma vez que é uma figura cada vez mais frequente, nomeadamente no que concerne ao financiamento das sociedades.

Na verdade, o financiamento de sociedades através de derivados de crédito como os *credit default swaps* tem vindo a aumentar e em virtude deste aumento surgem novos desafios, para os quais a lei não tem uma solução clara, como é o caso do papel credor vazio no financiamento das sociedades.

Sendo assim, o objeto do nosso trabalho será, especificar a influência que o *empty creditor* tem dentro da sociedade e formas de mitigar os seus efeitos, procurando ao mesmo tempo abordar possíveis vias de responsabilização para estes credores.

Palavras- Chave: Credor vazio; financiamento das sociedades; *credit default swaps*;

Abstract

This dissertation will have as main objective to develop the theme of the empty creditor.

Taking into account that the law is constantly changing and every day new challenges arise, we decided that we must recognise the importance of the topic, since it is an increasingly common figure, particularly with regard to the financing of companies.

In fact, the financing of companies through credit derivatives such as credit default swaps has increased and as a result of this increase emerge new challenges, for which the law does not have a clear solution, as is the case of the empty creditor role in corporate financing.

Therefore, the object of our work will specify the influence that the empty creditor has within society and ways to mitigate their effects, looking at the same time addressing possible avenues of accountability to these creditors.

Keywords: empty creditor; financing of companies; credit default swaps;

Índice

1. Introdução	10
2. A <i>Debt Governance</i> enquanto 3º poder de Governação Societária.....	11
2.1. A influência dos financiadores nas sociedades	12
3. Os <i>Credit Default Swaps</i>	17
4. A Figura do <i>Empty Creditor</i>	19
4.1. Enquadramento Geral.....	19
4.2 Impacto e Consequências da Figura.....	20
4.3 A relação entre o <i>Empty Creditor</i> e o Terceiro (Vendedor da Proteção)	24
4.4 Hipóteses para atenuar os efeitos do <i>Empty Creditor</i>	27
4.5 Possíveis Vias de Responsabilização	31
5. Considerações Finais.....	37
6. Bibliografia	39
7. Jurisprudência	45

1. Introdução

Nos últimos anos em virtude dos fenómenos da globalização, da livre circulação de pessoas e bens e, mais recentemente, da grave crise económica que tem vindo a assolar a Europa e o mundo, as empresas cada vez mais se deparam com problemas de *corporate governance* e *debt governance*.

No entanto, uma vez que a sociedade está em constante mutação, todos os dias surgem novas dúvidas e questões dentro da *corporate governance*, uma das quais é a figura que nos propomos estudar, o *empty creditor*. Não estamos de todo a afirmar que se trata de uma figura inovadora, no entanto, as recentes transformações nos mercados financeiros e nas sociedades comerciais, fizeram esta figura sobressair, bem como as suas implicações, pelo que face à complexidade da mesma e ao facto de não haver qualquer jurisprudência no que respeita a esta figura, torna-se imperativo analisá-la.

Assim, primeiramente focar-nos-emos numa breve descrição da *corporate governance*, centrando-nos de seguida no papel que os financiadores exercem dentro das sociedades, bem como a sua influência sobre elas, através da aposição de cláusulas, os chamados *covenants*, aos contratos de financiamento. Abordaremos os *credit default swaps*, enquanto elementos de transferência de risco e enquanto elemento fundamental para a criação da figura do *empty creditor*, uma vez que é através da utilização destes derivados que emerge a figura.

Por fim, faremos o enquadramento geral, como surge e de onde deriva, quais as consequências da influência do chamado credor vazio nas sociedades comerciais, nomeadamente a falta de interesse destes credores pela gestão da sociedade, a ausência de incentivos para proceder à sua monitorização uma vez salvaguardados pelos *credit default swaps* e a tendência de impelir a sociedade financiada para a via da insolvência, como forma de recuperar o crédito investido. Em último lugar, serão apontadas possíveis soluções para os problemas provenientes desta figura, desde a hipótese da criação de um novo mercado, à aplicação analógica de normas do Código das Sociedades Comerciais para responsabilização destes credores, entre outras.

2. A *Debt Governance* enquanto 3º poder de Governação Societária

Inicialmente, para uma melhor compreensão do que se segue, cabe definir a figura da *corporate governance*, ainda que em termos muito genéricos. A sociedade anónima é particularmente afetada por problemas de *corporate governance*, provocados pelo afastamento dos sócios relativamente à gestão da empresa societária.¹ Ora, a *corporate governance* ou governo das sociedades tem origem norte-americana, mas acabou por ser integrado no direito português devido às práticas jurídicas, nomeadamente no campo das relações internacionais, pela pressão do direito europeu e ainda mediante reformas legislativas.²

Nas palavras de Paulo Olavo Cunha “o sistema de governação de sociedades ou *Corporate Governance* é o conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respectiva actividade.”³⁴ Menezes Cordeiro refere que a governação das sociedades pode abranger duas realidades, sendo a primeira a organização da sociedade e a segunda as regras aplicáveis ao funcionamento da sociedade, realidades que, segundo o autor, não se separam⁵. A sua concretização através de mecanismos de *hard e soft law*⁶ está, por norma, ligada à proteção dos acionistas e da própria sociedade.⁷⁸ No entanto, esta dissertação não se vai prender com os accionistas ou com a administração da sociedade propriamente dita, aliás tal como referido, esta foi apenas uma breve explicação, mas antes com os

¹ Ribeiro, Maria de Fátima; “Sociedades Comerciais (Responsabilidade) - Relatório sobre o programa, o conteúdo e os métodos de ensino da disciplina”; ed. Universidade Católica Portuguesa – Porto, 2015.

² Cordeiro, António Menezes; “Manual de Direito das Sociedades”; Vol. I- Das Sociedades em Geral, 2ª Ed, Almedina, 2007, p. 849.

³ Cunha, Paulo Olavo; “Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão” in: Direito das sociedades em revista, a. 2, v.4 (Set. 2010) p. 159-181.

⁴ No mesmo sentido vai Gabriela Figueiredo Dias Financiamento e Governo das sociedades (*Debt Governance*): o terceiro poder” in: III Congresso Direito das Sociedades em Revista; ed. Almedina, 2014. P. 360

⁵ Cordeiro, António Menezes; “Manual...” *Cit.* p. 849.

⁶ Nas palavras de Paulo Olavo Cunha “o sistema de governação societário é caracterizado por muitas regras que se reconduzem à chamada *soft law*, correspondente à auto-regulação que as sociedades anónimas se propõem observar na procura do (simples) reconhecimento social e, conseqüente, afirmação no mercado.” In Cunha, Paulo Olavo; “Direito das Sociedades Comerciais”; 4ª Ed., Almedina, 2010, p. 578

⁷ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit.* p. 360

⁸ Para mais considerações relativamente ao tema da *Corporate Governance* ver: Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, *Governação das Sociedades Comerciais*, 2ª ed. Almedina, Coimbra, 2010; Câmara, Paulo, *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2008; Cunha, Paulo Olavo; “Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão” e ainda Instituto Português de *Corporate Governance*, disponível através do site http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=14.

financiadores da sociedade, o chamado terceiro poder, a que faz referência Gabriela Figueiredo Dias⁹.

Nos últimos anos temos vindo a assistir a um aumento e dependência do recurso das sociedades ao financiamento que se revela cada vez mais escasso e que, por sua vez, aumenta o impacto dos financiadores junto da sociedade. Devido à necessidade das empresas em obter financiamento, uma vez concedido os financiadores acabam por se imiscuir na gestão da sociedade, visto que a concessão de financiamento tem inerente um risco de crédito, ou seja, o risco da sociedade financiada não devolver o capital em dívida e como tal é necessário uma constante monitorização da sociedade ou a inserção de certas cláusulas nos contratos de financiamento, para que aqueles possam realizar uma vigilância apertada sobre o seu crédito. Ora, tal faz com que se constitua o chamado terceiro poder¹⁰ dentro das sociedades, não deixando outra opção à sociedade financiada se não a de se subjugar a este poder.¹¹ Nas palavras de Charles K. Whitehead, “ (...) a *Debt Governance* é uma parte essencial da governação das sociedades, na medida em que pode auxiliar a produtividade através da sua capacidade de controlar os custos de agência¹² (...) mas é igualmente importante, para intermediários financeiros tradicionais, como bancos, que dependem de dívida (incluindo depósitos) para o capital.”¹³

2.1. A influência dos financiadores nas sociedades

Em consequência da grave crise financeira que tem vindo a assolar a Europa, a necessidade de uma monitorização constante da gestão das empresas por parte dos seus credores fez com que estes ganhassem uma relevância que antes não tinham. Desde

⁹ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit.* p. 363

¹⁰ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit.* p. 363

¹¹ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance- O papel do credor activista” in: *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, a.7 v.14 (Out. 2015), p.161-198.

¹² Para mais considerações relativamente aos custos de agência ver: Monteiro, António Pinto, *Contrato de Agência*, anotação, 6.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007; Meckling, H. William e Jensen, C. Michael; “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”; *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N.4, 1976, p. 5 e 6. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.

¹³ Whitehead, Charles K., “Creditors and Debt Governance” (2011). *Cornell Law Faculty Working Papers*. N.86. p. 14 e 15. Disponível em: http://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/86. (Tradução nossa)

logo, como esclarece Gabriela Figueiredo Dias¹⁴, os grandes financiadores institucionais, tais como os bancos de investimento (visto que são aqueles a que as sociedades mais recorrem devido à necessidade de obtenção de crédito¹⁵), não só realizam operações de *due diligence*, mas também de obtenção e conhecimento da situação financeira da sociedade financiada, pois antes de proceder ao financiamento os credores precisam de se munir de informações fidedignas acerca do estado da sociedade.

Através desta condição da sociedade se dar a conhecer, os investidores acabam por ficar numa posição beneficiada, na medida em que têm acesso a informação privilegiada que de outra forma apenas teria nas condições previstas no CSC. Ao mesmo tempo, acabam por se encontrar numa posição de superioridade criada com base na necessidade do financiamento, dispondo da possibilidade de inserir cláusulas no contrato de financiamento de forma a minimizar ou ver compensado o risco do seu crédito.¹⁶ Assim sendo, é perfeitamente compreensível que ao aplicar o dinheiro numa sociedade o financiador procure exercer uma influência conservadora sobre as decisões da sociedade para não correr o risco de desaproveitamento de boas oportunidades de valorização da empresa ou mesmo de desvalorização.¹⁷ Poderá dar-se o caso do financiador querer exercer uma influência arriscada, ou seja, a realização de investimentos arriscados que podem resultar em ganhos avultados, o suficiente para o financiador recuperar o seu crédito o mais rapidamente possível, mas, por outro lado, quando se trata de um investimento arriscado pode acontecer que, ao invés de ganhos avultados, haja perdas, o que irá prejudicar ainda mais a sociedade. Assim, por norma os investidores tenderão a ser mais cautelosos de forma a manter o valor da empresa.

Mais concretamente, no que concerne aos bancos enquanto investidores, estes nas palavras de Francisco Pinto da Silva¹⁸, podem influenciar indirectamente mas determinantemente, o exercício de funções de gestão que legalmente estão reservadas ao órgão de administração (conforme estipulam os artigos 278º e 405º do CSC), sem

¹⁴ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento....” *Cit.* p. 363

¹⁵ Para um conceito de crédito ver: Duarte, Susana Azevedo; “A Responsabilidade dos credores fortes na proximidade da insolvência da empresa: A celebração de acordos extrajudiciais e a tutela dos credores fracos”, in: Questões de tutela de credores e de sócios das sociedades comerciais (coordenação de Maria de Fátima Ribeiro), Coimbra: Almedina, 2013, p.190.

¹⁶ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance....” *Cit.* p. 170

¹⁷ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade” in: Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, a.6 v.12 (Out. 2014), p.231-265.

¹⁸ Silva, Francisco Pinto da; “A influência...” *Cit.* p. 251

legitimação formal e de forma continuada, com total autonomia decisória, colocando-se numa posição de domínio ou pelo menos de paridade face aos administradores de direito. Obviamente, que se coloca a questão de saber, perante este cenário de extrema ingerência por parte dos financiadores na administração das sociedades, se os mesmos poderão ser responsabilizados pelos danos causados por uma má gestão e em caso afirmativo, ao abrigo de que preceito.

Assim e como forma de influenciar a gestão das sociedades, os financiadores inserem cláusulas de salvaguarda nos contratos de financiamento, os chamados *covenants*. Estas cláusulas configuram prestações acessórias que impõem deveres de conduta para quem está obrigado, assumindo grande importância na gestão da dívida da empresa financiada¹⁹ (até porque por norma estas cláusulas são acompanhadas pela estipulação de que o seu incumprimento é causa de exigibilidade antecipada de todo o empréstimo, conferindo desta forma efectividade ao controlo dos bancos²⁰ sobre a administração).²¹²²

Importa agora, de forma meramente exemplificativa, analisar alguns *covenants*. Existem variadas sistematizações destas cláusulas providenciadas por diversos autores²³, mas geralmente estas cláusulas são classificadas como positivas ou negativas, conforme se trate de obrigar a empresa a comprometer-se a praticar certo ato ou a abster-se de o praticar²⁴. As mais comuns são então, as cláusulas que impõem deveres de informação, as chamadas *reporting covenants*, o que se compreende pela necessidade de os bancos possuírem toda a informação respeitante à saúde da sociedade, obtendo

¹⁹ Estudos de Rogério de Azevedo, disponível em: www.intitutovaloresmobiliarios.pt

²⁰ No mesmo sentido vai Daniela Farto Baptista, referindo que embora as instituições bancárias nem sempre disponham de meios adequados a fiscalizar os órgãos de administração, quando o poder de influenciar lhes é reconhecido nomeadamente através da imposição de *Covenants*, estes podem exercer uma influência quase tão intensa como a que é exercida pelos acionistas controladores. In: Baptista, Farto Daniela; “Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)”; IV Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina, 2016; p. 416

²¹ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...”*Cit*, p.237

²² Este é o chamado vencimento antecipado da obrigação de pagamento em caso de incumprimento, ou seja, são cláusulas que permitem ao credor exigir o pagamento antecipado do capital e dos juros remuneratórios caso se verifique o incumprimento de alguma das obrigações previstas no contrato. Por norma, o credor não terá de executar estas cláusulas, bastar-lhe-á a simples ameaça, para compelir a empresa a cumprir, visto que caso o credor execute estas cláusulas a empresa poderá não dispor de liquidez, o que deixará a sociedade numa situação económica ainda mais difícil do que aquela em que se encontrava. In Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...”*Cit*, p.237

²³ Tal como, Ana Perestrelo de; “Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?” in: RDS, a.1, v.1 (Março 2009),p.95; Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...”*op.cit.* p. 236 e ainda Yadav, Yesha; “The Case for a Market in Debt Governance”; *Vanderbilt Law Review* 771, 2014, p. 784; Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2225524>

²⁴ Estudos de Rogério de Azevedo...*Cit*, p.26

desta forma acesso a informação privilegiada que lhe permitirá reduzir o risco de crédito, na medida em que ao monitorizar a empresa financiada, poderá controlar as decisões de financiamento e a situação financeira da empresa.²⁵ Existem, igualmente, cláusulas limitadoras de alterações fundamentais na sociedade, tais como a cessação, redução ou suspensão da atividade societária ou ainda a transferência na sede (no entanto esta cláusula, nas palavras de Francisco Pinto da Silva²⁶, coloca muitas dúvidas quanto à sua admissibilidade à luz do nosso ordenamento jurídico, uma vez que a decisão sobre estas matérias cabe à Assembleia Geral da sociedade ou aos próprios acionistas). Podemos encontrar ainda cláusulas com restrições à disposição de activos, i.e., evitar a alienação de activos concretos da sociedade que serviram de base à decisão de financiamento, bem como cláusulas com restrições à distribuição de dividendos, prevendo-se a prévia autorização do financiador, garantindo desta forma o retorno do investimento e, por último, cláusulas de restrições ao investimento, sendo que estas últimas têm em vista controlar o sobreinvestimento dos gestores e os investimentos arriscados, garantindo, assim, que a sociedade tem capacidade para restituir a quantia emprestada.²⁷²⁸

Note-se que, enquanto financiador, este vai tentar de tudo para garantir a solvabilidade do seu crédito, mas, mais uma vez, é importante referir as dúvidas que existem quanto à aplicação destas cláusulas no nosso direito. Engrácia Antunes²⁹ refere o princípio da indelegabilidade e inalienabilidade dos poderes entregues aos órgãos sociais. No fundo, o nosso CSC é taxativo no seu elenco dos órgãos que podem exercer certas funções e não tem por norma permitir a deslocação do poder de direcção dos assuntos sociais das sociedades. Aliás, e nas palavras de Rogério Azevedo “*nas sociedades anónimas o princípio da independência é tão forte que nem os accionistas*

²⁵ Segundo George G. Triantis e Ronald J. Daniels, os bancos conseguem mais facilmente o acesso a esta informação uma vez que estão obrigados a respeitar o dever legal de confidencialidade, pelo que a empresa vai conceder esta informação sem medo de que a mesma chegue à sua concorrência. Para além disso, os autores referem que os bancos para serem eficazes na governação das sociedades não podem somente monitorizar a sociedade, mas também têm que agir de acordo com a informação que recebem. (Tradução nossa) In Triantis G., George e Daniels J., Ronald; “The Role of Debt in Interactive Corporate Governance”; University of California Law Review, volume 83, July 1995, p. 1084; Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/californialawreview/vol83/iss4/3>.

²⁶ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...” *Cit*, p.241

²⁷ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...” *Cit*, p.239

²⁸ A este propósito refere Yesha Yadav que durante o empréstimo, os credores são capazes de exercer direitos de controlo para manter a solvabilidade do mutuário e preservar o valor da empresa, através da imposição de Covenants, que lhe permitem monitorizar o devedor, exigir informação e limitar uma série de actividades da empresa devedora. (Tradução nossa) in Yadav, Yesha; “The Case for...” *Op.Cit.* p. 778

²⁹ Antunes, José Engrácia; “Os Grupos de Sociedades- Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária; 2ª Ed; Coimbra, Almedina, 2002, p. 515

podem dar instruções à administração”.³⁰ Neste sentido e devendo os administradores atuar com o objetivo de satisfação do interesse da sociedade, não se percebe até que ponto será lícito ou, pelo menos, abusivo da parte do credor impor estas cláusulas, na medida em que se aproveita da influência que detém sobre a sociedade financiada para exercer pressão sobre os administradores para atuarem de certa forma, controlando o processo de decisão da empresa.³¹ Senão vejamos uma cláusula que imponha uma restrição de alienação de bens da sociedade, pode muito bem, dadas as circunstâncias, impedir a celebração de um contrato que porventura seria extremamente benéfico para a sociedade, pelo que aqui o credor está unicamente a olhar pelos seus interesses, nomeadamente o de manter o valor da empresa. No entanto, e acompanhando o autor *supra* citado, não existe nada que indique que, à luz do nosso ordenamento jurídico, estas cláusulas não sejam lícitas, desde que não excedam os limites da autonomia privada.

Mas então aqui encontramos outra questão, porque os administradores da sociedade enquanto membros do órgão de administração estão sujeitos a determinados comportamentos e deveres, nomeadamente ao dever de lealdade, que nas palavras de Coutinho de Abreu se traduz, “ (...) *no dever de os administradores exclusivamente terem em vista os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los (...)* ”³². Acontece que o artigo 64º, nº1, aliena b) do CSC refere que o dever de lealdade existe igualmente para com os credores, pelo que se os credores têm o interesse de reaver o seu crédito o mais depressa possível, ainda que às custas de uma insolvência, tal vai contra os interesses da sociedade. Se ponderarmos ainda que, por vezes, para evitar desalinhamento de interesses entre acionistas e administradores, estes últimos são remunerados pela atribuição de *stock options*, o que permite a participação dos seus titulares nos resultados atingidos pela sociedade,³³ não parece provável que os administradores pusessem em causa a sua própria remuneração e a sociedade para cumprirem o dever de lealdade para com os credores. Por outro lado e não estando a par

³⁰ Estudos de Rogério de Azevedo... *Cit.* p.29

³¹ Harner, Michelle M.; “Trends in Distressed Debt Investing: an Empirical Study of Investors Objectives, in American Bankruptcy”; Institute Law Review, vol. 16, n.º 69, 2008, p. 84 – 85; Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=1147643

³² Abreu, J. M. Coutinho de; “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social” In Reformas do Código das Sociedades, N. 3; Ed. Almedina, 2007, p. 22

³³ Gomes, Fátima, O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas, Almedina, Coimbra, 2011, p. 471.

dos verdadeiros objetivos do credor vazio, têm sempre a ameaça do vencimento antecipado como “incentivo” ao cumprimento dos *covenants*.

Na nossa opinião, é compreensível a aposição destas cláusulas por parte dos financiadores, uma vez que é a forma que estes encontram para proteger os seus interesses e dado o facto de o poderem fazer visto tratarem-se de credores fortes³⁴, caso contrário não poderiam recorrer a estas cláusulas para acautelar os seus interesses. Porventura pode não ser o mais benéfico para a sociedade financiada, na medida em que acarreta demasiadas imposições, mas dada a relação de subordinação em que as sociedades se encontram perante estes financiadores, é perfeitamente verossímil que não tenham outra hipótese se não a de se sujeitarem. Embora legais, é necessário ponderar o caso em que os mesmos sejam utilizados de forma abusiva, extravasando o fim para que são utilizados.

Para além da imposição destas cláusulas, como forma de garantir o seu crédito, os financiadores podem ir mais longe, existindo a possibilidade de cobrirem o risco decorrente do contrato de financiamento celebrado entre si e a sociedade financiada.

3. Os Credit Default Swaps

Retomando o pensamento do ponto anterior, o financiador pode cobrir o seu risco através da celebração de um contrato de cobertura de risco, sendo os mais comuns os *credit default swaps*³⁵ (doravante apenas CDS).³⁶ Os CDS enquadram-se na categoria

³⁴ Nas palavras de Ana Perestrelo de Oliveira “ (...) os credores fortes são aqueles que têm poder negocial suficiente, para se protegerem através do contrato, exigindo a adoção de determinadas medidas e garantias, por oposição aos credores fracos que não dispõem de poder negocial (...) ” In Oliveira, Ana Perestrelo de; “Manual de Corporate Finance”; Ed. Almedina, 2015

³⁵ Nas palavras de Pedro Boullosa Gonzalez, “os swaps são o mais importante instrumento financeiro derivado tradicionalmente negociado fora do mercado (Over The Counter ou OTC na terminologia anglo-saxónica), ou seja, fora do âmbito de uma qualquer forma organizada de negociação.” Gonzalez, Boullosa Pedro; “ Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica”- Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários; N° 44; Abril de 2013; P. 12 Disponível em: <http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjYjunTtv7SAhXHzxQKHUfLCbIQFggZMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cmvm.pt%2Fpt%2FestatisticasEstudosEPublicacoes%2FCadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios%2FDocuments%2FCadernosMVM%252044V2.pdf&usg=AFQjCNE8Fos6ObmcYGoXKv3KcjU08GJiWg&bvm=bv.151325232,d.d24>

³⁶ Como bem explica Paulo Câmara, os *swaps* de risco de crédito (CDS), são uma modalidade dos swaps, que pertencem à categoria dos instrumentos financeiros derivados, e são nada menos que “contratos através dos quais uma parte transfere o risco económico inerente a um ativo para outra parte, em troca de uma remuneração.”- Câmara, Paulo; “ Manual de Direito dos Valores Mobiliários”; 2011, 2ª Ed. Almedina, p. 192 e 193.

dos derivados de crédito³⁷, conforme estipula o artigo 2º, nº 1, alínea c), do Código dos Valores Mobiliários, (doravante CVM), e são contratos através dos quais uma das partes transfere para a outra um certo risco de crédito.³⁸ São contratos caracterizados pela obrigação do vendedor (vendedor da protecção) pagar uma protecção de crédito em caso de ocorrência de um evento de crédito e, em contrapartida, este vendedor vai receber do adquirente da protecção (comprador da protecção) um prémio que, quanto maior for a probabilidade de ocorrência do evento, maior será o seu valor.³⁹ Obviamente que o prémio a pagar depende do risco de incumprimento que a empresa apresenta e para além disso, o vendedor da protecção tem que demonstrar ao comprador da protecção que consegue providenciar a protecção que prometeu.⁴⁰

Tendo em conta o que foi explicitado é de fazer notar que os bancos são os maiores utilizadores dos CDS, o que é perfeitamente compreensível se considerarmos o seu papel de financiadores no sector empresarial e financeiro.⁴¹ Assim, através destes contratos, opera-se a transferência de risco do crédito, o vendedor da protecção, por força da venda, adquire uma posição jurídica e um incentivo ao envolvimento activo na gestão da sociedade, assegurando deste modo um pagamento regular pela protecção conferida que pode ser bastante rentável, caso a empresa alvo de protecção não represente demasiado risco.^{42,43} Trata-se, de facto, de uma novidade na gestão do risco de crédito, na medida em que separa o risco económico de um empréstimo que acaba por ser assumido pelo vendedor do CDS e não pelo financiador directo, ou seja, o comprador do CDS⁴⁴. Mas se, por um lado, tal panorama incentiva a um envolvimento activo da parte do vendedor do CDS, na medida em que “*qualquer evento de crédito se*

³⁷ José Engrácia Antunes considera “ (...) os derivados creditícios fundamentalmente contratos atípicos, insusceptíveis de se reconduzir a algum dos tipos negociais com os quais guardam afinidades, tais como o contrato de seguro (...)” E esclarece ainda que “Os Derivados de Crédito podem ser agrupados em duas categorias: os derivados de crédito simples, que visam exclusivamente transferir o risco de crédito relativo ao ativo subjacente, originando pagamentos cuja existência e montante são aferidos pelo evento de crédito, e os Derivados de Crédito sintéticos, que permitem transferir simultaneamente o risco de mercado, originando fluxos de pagamento que dependem, não apenas do evento de crédito, mas também da evolução do valor da obrigação subjacente.” In Antunes, José Engrácia; “Os Instrumentos Financeiros”, 2ª Ed, Almedina, 2014, p. 175 e 179

³⁸ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...” *Cit.* p.182

³⁹ Câmara, Paulo; “Manual... *Cit.* p.194

⁴⁰ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 792

⁴¹ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 798

⁴² Estudos de Rogério de Azevedo...*Cit.* p.31

⁴³ Yadav, Yesha; “The Case for ...”*Cit.* p. 792

⁴⁴ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...”*Cit.* p. 375 e no mesmo sentido ver Estudos de Rogério de Azevedo...*Cit.* p.31

*repercuta na sua esfera por força do CDS*⁴⁵, por outro lado, leva a uma atitude passiva da parte do comprador do CDS.

Mas, afinal, em que se traduz esta atitude passiva do credor? No fundo, a ocorrência da transferência do risco do seu empréstimo acaba por levar a que o credor se desinteresse da gestão da sociedade, ou seja, ao invés de desempenhar um papel activo e exercer os direitos que lhe foram conferidos por via do contrato de financiamento os credores que contratam os CDS fazem precisamente o contrário e acabam por exercer condutas negativas e indesejáveis⁴⁶ como, por exemplo, a promoção do incumprimento por parte da sociedade financiada.⁴⁷ Note-se que o credor que contrata CDS não tem nada a perder, pois a verdade é que o seu interesse é recuperar o seu crédito o mais rapidamente possível, sendo-lhe indiferente se o recupera por via do CDS ou por via do cumprimento voluntário da sociedade financiada.

Posto isto, e nas palavras de Inês Serrano de Matos e Yesha Yadav, podemos apontar três funções aos derivados de crédito: a cobertura de risco, a especulação e o fornecimento de informações.⁴⁸

Ora, chegamos agora ao cerne da questão e desta dissertação, i.e., a figura do *empty creditor* e conseqüentemente as suas implicações, pois a transferência de risco resultante destes contratos levam precisamente a fenómenos de *empty creditor*.⁴⁹

4. A Figura do *Empty Creditor*

4.1. Enquadramento Geral

A transferência do risco para a contraparte do financiador pode conduzir a fenómenos de *empty creditor*. Citando Inês Serrano de Matos, “*a contratação de CDS parece induzir a alteração dos interesses dos financiadores, que deixam de exercer a*

⁴⁵ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit.* p. 375

⁴⁶ No mesmo sentido vai Yesha Yadav que refere que os CDS deixam os credores com poucos incentivos para exercer um bom julgamento e uma disciplina diligente sobre os seus empréstimos. (Tradução nossa) in Yadav, Yesha; “The Case for...” *Cit.* p. 774

⁴⁷ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...” *Cit.* p.181

⁴⁸ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...” *Cit.* p.183 e Yadav, Yesha; “The Case for...” *Cit.* p. 793

⁴⁹ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...” *Cit.* p.181

governança de um modo responsável”.⁵⁰ No fundo, como o credor transfere para um terceiro o risco do incumprimento deixa de ter interesse no exercício dos seus direitos de controlo, tornando-se num credor vazio, um credor que não arrisca nada, na medida em que se a empresa não cumprir o vendedor do CDS terá de pagar a protecção adquirida, se a empresa cumprir o credor alcança o fim do seu investimento.

A figura do *empty creditor* envolve assim três pontos: a perda de interesse do credor a partir do momento em que transfere o risco do seu empréstimo, a possibilidade de uma saída e de um pagamento rápido proporcionado pela contratação do CDS e, por último, uma conduta negativa da parte dos credores que pode impelir devedores viáveis para a insolvência.⁵¹

Será possível perceber desde já os problemas que advêm desta figura. Razão pela qual torna-se essencial tentar perceber como será possível que um credor não arrisque nada e, nesse caso, qual o seu incentivo para monitorizar a sociedade, bem como de que forma tal afectará o regular funcionamento e a boa gestão da sociedade financiada.

4.2 Impacto e Consequências da Figura

O autor Andrés Danis⁵² elaborou um estudo em que refere os problemas que resultam da figura do *empty creditor*. O autor expõe que esta figura apresenta uma dificuldade não só para sociedades que se encontram em situação económica difícil, aumentando as probabilidades de insolvência da empresa, mas também relativamente a empresas que não se encontram em apuros, na medida em que as decisões de financiamento tomadas hoje podem vir a ser difíceis de renegociar mais tarde caso a empresa atravesse problemas financeiros. O autor prossegue evidenciando o impacto negativo dos *empty creditors*, no que concerne à reestruturação da dívida das sociedades fora do tribunal e conclui, que a participação na reestruturação societária dos obrigacionistas que contrataram CDS decresce cerca de 29%.⁵³

⁵⁰ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance....” *Cit.* p.184

⁵¹ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 805

⁵² Danis, Andrés; “Do Empty Creditors Matter? Evidence from Distressed Exchange Offers”; 5 de Outubro de 2015; Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2001467>.

⁵³ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance....” *Cit.* p.184 e Danis, Andrés; “Do Empty Creditors...” *Cit.* p.20

A verdade é que a contratação de CDS leva a ineficiências⁵⁴, na medida em que, quando os credores podem escolher livremente o seu nível de protecção, por norma, tenderão a segurar a mais, (o chamado *over-insure*), que conduz a que os *empty creditors* não estejam com disposição de renegociar a dívida das sociedades, pois têm todo o interesse em receber o pagamento dos CDS contratados, que vai ser mais alto, mesmo que uma reestruturação privada, ou seja, fora do tribunal, pudesse ser uma alternativa mais eficiente e menos custosa para as empresas.⁵⁵ Ora, esta intransigência dos credores conduz à insolvência das empresas, o que acaba por ser um processo mais dispendioso para todas as partes envolvidas, mas, na verdade, o *empty creditor* não vai ter essa preocupação, uma vez que ao contratar os CDS acaba por ficar isolado de uma possível destruição do valor da empresa, que advenha da insolvência, acabando assim por atuar desproporcionadamente e com recurso à insolvência em benefício próprio.^{56 57} No mesmo sentido vai Yesha Yadav, expondo que com o desencadear do credor vazio, através da perda de interesse da sociedade, a governação da dívida torna-se deficitária, há menos reestruturações de dívidas e maior assunção de riscos que em última instância levam à destruição do valor da empresa.⁵⁸

Patrick Bolton e Martin Oehmke referem como exemplo da situação acima descrita, o caso da “Marconi”, uma empresa de telecomunicação britânica, no período de 2001/2002, que não conseguiu renegociar a sua dívida com um sindicato de bancos, alguns dos quais tinham contratado CDS, pelo que a empresa foi forçada a entrar em insolvência, apenas mais tarde se percebendo que a razão pela qual a empresa teria entrado em insolvência não estaria relacionado diretamente com problemas financeiros, mas antes devido ao problema dos *empty creditor*, não sendo este um caso isolado.⁵⁹

No entanto, os autores *supra* mencionados referem que a par da influência negativa que advém da contratação de CDS, estes dispõem igualmente de uma influência positiva. Com efeito, uma maior utilização de CDS leva a um aumento na oferta de crédito bancário e a uma melhoria nas condições de crédito, tal como na

⁵⁴ Neste sentido vão os autores Andrés Danis in “Do Empty Creditors Matter...” e Bolton P. e Oehmke M. In “Credit default swaps and the Empty Creditor Problem”, 2011, Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies”, Disponível em: https://www.google.pt/?gws_rd=ssl#q=Bolton+P.+e+Oehmke+M.%2C+Credit+default+swaps+and+the+Empty+Creditor+Problem

⁵⁵ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default...”

⁵⁶ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default...”*Cit.* p.19

⁵⁷ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...”*Cit.* p. 378

⁵⁸ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...”*Cit.* p. 185

⁵⁹ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default...” *Cit.* p.5

maturidade e nos *spreads*, com a advertência de que estes benefícios serão maiores para as empresas cuja posição de negociação dos credores é fraca na ausência de CDS, tais como empresas com uma baixa proporção de ativos fixos ou empresas em que a maioria dos credores não está garantido por nenhum derivado de crédito.⁶⁰

O facto de uma insolvência poder ser mais vantajosa para estes credores do que uma reestruturação privada da dívida explica-se, desde logo, pelo facto de, embora a *International Swaps and Derivatives Association*⁶¹, (doravante apenas ISDA), prever a reestruturação como evento de crédito⁶², esta abrange situações em que os termos, tais como foram acordados pela entidade de referência ou pelos detentores da obrigação, tornam-se menos favoráveis aos detentores, como por exemplo uma redução no valor do montante principal ou dos juros a pagar, um adiamento de pagamento ou mudança na composição de pagamento.⁶³ Assim e como explicita Hu and Black, os credores segurados de uma empresa financeiramente angustiada têm um forte incentivo para exercer os seus direitos de voto para favorecer a insolvência ao invés de uma reestruturação enquanto a recompensa do CDS perante uma insolvência for maior do que o valor de uma renegociação da dívida.⁶⁴ Deste modo, e nas palavras de Patrick Bolton e Martin Oehmke “*O principal efeito da proteção dos CDS é aumentar a posição de negociação dos credores na renegociação da dívida, pelo que, se a empresa financiada quiser porventura induzir o credor a aceitar uma oferta de renegociação, terá de compensar o credor pelo prémio que este receberia através dos CDS caso impusesse a insolvência à empresa*”.⁶⁵

⁶⁰ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default...” *Cit.* p.8 e 9 (Tradução nossa)

⁶¹ Os CDS e outros derivados de crédito são contratos estandardizados ou chamados contratos-tipo, elaborados pela ISDA, que no fundo é a entidade responsável pela regulamentação destes derivados, atuando como “regulador” ou autorregulador” no mercado dos derivados e cabendo-lhe muitas vezes, a determinação da ocorrência de um evento de crédito que faz despoletar os referidos prémios de seguro que são pagos pelo comprador da proteção. In Antunes, José Engrácia; “Os Instrumentos...”p. 179; Alexandre, Fernando; “A Crise Financeira Internacional”, Coimbra: Imprensa da Universidade de 2009, p.114; e também Siciliano, Giovanni; Andrews, Peter; “The Credit Default Swap Report, The Board of the International Organization of Securities Commissions”, June 2012, p. 14. Para mais informações relativamente a esta organização consultar: <http://www2.isda.org/>

⁶² A ISDA define os eventos de crédito mais usuais como: insolvência, falha no pagamento, moratória, e reestruturação. Cf.: International Swaps and Derivatives Association, 2014. Credit Derivatives Definitions. Disponível em: <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/2014-isda-credit-derivatives-definitions/>

⁶³ Disponível em: <http://credit-deriv.com/isddefinitions.htm>

⁶⁴ Bedendo, Mascia and Cathcart, Lara and El-Jahel, Lina; “Distressed Debt Restructuring in the Presence of Credit Default Swaps”; *Journal of Money, Credit, and Banking*, Forthcoming. (December 10, 2014). p. 1. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1666101> (Tradução nossa)

⁶⁵ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default swaps...” *Cit.* p. 18 (Tradução nossa)

Talvez por esta razão existam autores como Daniel Hemel⁶⁶ que sugerem a necessidade de uma modificação da linguagem dos acordos standardizados elaborados pela ISDA, clarificando-os e, deste modo, limitando os perigos do credor vazio. Na verdade, embora a reestruturação seja, de facto, prevista como evento de crédito, ainda se discute exatamente que situações são abarcadas por esta definição, como por exemplo o caso do intercâmbio voluntário da dívida que, quando invocado pelo Governo Argentino⁶⁷, não foi considerado evento de crédito, pelo que os vendedores do CDS, recusaram-se a fazer os pagamentos.⁶⁸ Ora, é normal que a falta de especificação destes termos cause uma certa incerteza no mercado destes derivados e, provavelmente, razão pela qual os credores preferem a certeza de um pagamento através de uma insolvência. O autor refere ainda que, como forma de proteção contra um potencial credor vazio que tencione destruir o valor da empresa, o vendedor do CDS pode alterar os termos do contrato elaborado, incluindo termos que obriguem o comprador da proteção a agir no interesse de outros credores.⁶⁹

Perante este cenário, não podemos deixar de fazer um paralelismo com a situação do *empty voting*⁷⁰, ou o chamado esvaziamento de voto⁷¹, pois afinal de contas acaba

⁶⁶ Hemel, Daniel; “Empty Creditors and Debt Exchanges”; 27 Yale Journal on Regulation (2010) Disponível em: http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjroqG5_ZbQAhXr24MKHZdSB8YQFggaMAA&url=http%3A%2F%2Fdigitalcommons.law.yale.edu%2Fcgi%2Fviewcontent.cgi%3Farticle%3D1303%26context%3Dyjreg&usg=AFQjCNGgcCVELOLpj2WFuvWHO60HaqcORA. P. 159- 170

⁶⁷ Para mais considerações relativamente ao tema do Intercâmbio de Dívidas Voluntárias nos Mercados de Dívida Soberana ver: Hatchondo, Carlos Juan; Martinez, Leonardo; Padilla, Sosa César; “Voluntary Debt Exchanges in Sovereign Debt Markets”; Journal of Monetary Economics, Volume 61, Pages 1-172 (January 2014); Carnegie-Rochester-NYU Conference Series on “Fiscal Policy in the Presence of Debt Crises” held at the Stern School of Business. Disponível em: http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiPjKTE2vfSAhXLXBQKHQ0_AtkQFggaMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.carnegie-rochester.rochester.edu%2FApril13-pdfs%2FHatchondo_Martinez_Padilla_April_2013.pdf&usg=AFQjCNHVZckU6peFsqjE2hT8ekpeGYhE6Q

⁶⁸ Hemel, Daniel; “Empty Creditors...”, *Cit.* p. 162 (Tradução nossa)

⁶⁹ Hemel, Daniel; “Empty Creditors...”, *Cit.* p. 169 (Tradução nossa)

⁷⁰ Para mais considerações a cerca deste tema consultar: Barry, Jordan M. and Hatfield, John William and Kominers, Scott Duke, On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership (August 22, 2012). Virginia Law Review, Vol. 99, No. 1103, 2013; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 122; Becker Friedman Institute for Research in Economics Working Paper No. 2012-11; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 433. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2134458>, bem como, Brav, Alon and Mathews, Richmond D.; “Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance”; AFA 2009 San Francisco Meetings Paper; (February 3, 2010); Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1108632>, e ainda. Hu, Henry T.C e Black, Bernard; “The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”; The Business Lawyer, Vol. 61, May (2006), página 1014.

por acontecer precisamente o mesmo. O *empty voting* abarca as situações em que um “agente económico detém direitos de voto que, no entanto, estão vazios de interesse económico subjacente”⁷². Tal como acontece no *empty creditor* com a contratação dos CDS, também aqui são utilizados instrumentos financeiros que fomentam o aparecimento destas situações como, por exemplo, a compra de uma *put option* ou a utilização de um *equity swap* e o seu impacto é verificado maioritariamente ao nível da governação societária. No mesmo sentido que a teoria do *empty creditor*, aqui o problema é igualmente o potencial desalinhamento entre os interesses da sociedade e os interesses do detentor do direito de voto⁷³, i.e., o detentor do voto poderá utilizar os votos que detém para benefício próprio, prosseguindo soluções que o vão favorecer economicamente, alheando-se dos interesses económicos da sociedade e claro está, “em caso de conflito de interesses, muito dificilmente irá votar no sentido mais adequado a realizar o interesse social e a maximizar o lucro societário”⁷⁴, existindo desta forma um “desvio ao princípio da proporcionalidade entre capital e voto que, assenta o poder de votar no correspondente risco financeiro e na certeza que só dessa forma ele será exercido no melhor interesse da sociedade”⁷⁵, que claramente em ambas as situações descritas não acontece. A diferença relativamente ao *empty creditor* é que este, não exerce de todo os direitos que lhe são conferidos por via do contrato de financiamento, sendo-lhe indiferente o destino da sociedade, uma vez que o seu crédito está salvaguardado.

4.3 A relação entre o *Empty Creditor* e o Terceiro (Vendedor da Proteção)

⁷¹ Leila Grácio refere que as situações de esvaziamento de voto, “ocorrem quando alguém tem um poder de voto superior à sua exposição económica”, prosseguindo com a enumeração dos diferentes tipos de Empty Voting que podem ocorrer. In: Grácio, Leila; “O Esvaziamento de Voto: A eventual recondução à figura das deliberações abusivas.”; Tese em Mestrado Forense- Vertente Civil e Empresarial sob orientação do Mestre Paulo Câmara; Universidade Católica Portuguesa- Faculdade de Direito, Escola de Lisboa; Agosto de 2012. Disponível em: http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=0ahUKEwjS77SA4IPTAhUG0xQKHe_SBAIQFggrMAM&url=http%3A%2F%2Frepositorio.ucp.pt%2Fbitstream%2F10400.14%2F10319%2F1%2FTrabalho%2520Final.pdf&usq=AFQjCNEua2vgyYAIEFhUHDcN6j0_kIO5SA&bvm=bv.151325232,d.ZGg

⁷² Lopes, Inês Dias; “Empty Voting: Manifestações Principais e Tratamento Normativo”; LLM (Católica Global School); Working Paper No.03/2015; June 2015; p.8. Disponível em: <http://www.governancelab.org/media/document/bb/7d/a763aec2cb0d920a4311ee5216ee.pdf>.

⁷³ Lopes, Inês Dias; “Empty Voting...” *Cit.* p.9

⁷⁴ Baptista, Farto Daniela; “Ações preferenciais...”; *Cit.* p. 414

⁷⁵ Baptista, Farto Daniela; “Ações preferenciais...”; *Cit.* p. 414

A atuação dos *empty creditors* em benefício próprio com o objetivo de uma rápida recuperação do seu crédito, aliado aos elevados custos que decorrem da monitorização da sociedade financiada, bem como o prémio a pagar ao terceiro, geram interesses divergentes entre os credores, acionistas e *stakeholders*, porque afinal, estes últimos não terão qualquer interesse na “morte” prematura da sociedade. Contudo, esta divergência pode igualmente acontecer entre o credor e o terceiro com o qual contratou o CDS, o vendedor da proteção, porque convém não esquecermos que por força da contratação dos CDS, o terceiro adquire uma posição jurídica permeável às vicissitudes da empresa, i.e., se a empresa não cumprir eles serão obrigados a fazê-lo, pelo que decerto não pretendem que ocorra nenhum evento de crédito que origine o pagamento do CDS.⁷⁶

Várias poderão ser as divergências, contudo e como bem nota Yesha Yadav também existem vários incentivos para que haja uma cooperação entre eles, nomeadamente a importância da reputação do credor, os custos da monitorização constante das empresas e a influência de credores não cobertos na estrutura de capital de uma empresa.⁷⁷ Ora, começando pelo primeiro aspeto, os credores que contratam CDS estão expostos a escrutínio tanto do público como dos mercados, caso falhem no seu exercício de controlo sobre o devedor, o que poderá sugerir que não estão a atuar de forma justa no mercado destes derivados. Assim, caso um credor comece a acumular “maus empréstimos”, i.e., caso o mercado fique a saber que é prática daquele credor despoletar o pagamento dos CDS e levar as empresas à insolvência, ninguém vai querer partilhar com ele o risco que advém de fornecer um empréstimo a uma sociedade, não quando se sabe que o credor vai atuar imprudentemente. Os custos desta má reputação poderão ser maiores do que o pagamento que o credor vai receber através do CDS, pelo que a mera possibilidade de concretização destes elevados custos deveria motivar os credores a partilhar a responsabilidade de governação da sociedade financiada, com quem tenha incentivos para ser diligente, como é o caso do vendedor da proteção.⁷⁸

Em segundo lugar, o vendedor de proteção deve fornecer garantias quando um devedor se torna mais arriscado, garantindo deste modo ao credor que o vendedor de proteção do CDS pode pagar no caso de um evento de crédito que desencadeie o pagamento do CDS, o que pode levar a que o terceiro tenha de enfrentar custos potencialmente elevados de capitais próprios. Ora, nesta esteira, o vendedor da proteção

⁷⁶ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...” *Cit.* p. 185

⁷⁷ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 806 (Tradução nossa)

⁷⁸ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 807 e 808 (Tradução nossa)

quererá repartir o custo de monitorização da sociedade com o credor, diminuindo deste modo os custos e protegendo a eficiência e valor creditício do devedor.⁷⁹

Em terceiro e último lugar, quando houver uma multiplicidade de credores, será muito mais difícil para o *empty creditor* conseguir levar a sua intenção avante, porque quando existem credores que acreditam na recuperação da empresa e na sua viabilidade económica, dificilmente um único credor conseguirá levar a empresa pelo caminho da insolvência. Contudo, o *empty creditor* poderá negociar com os restantes credores para tentar que o caminho da insolvência prevaleça, mas não sem despende recursos. Deste modo e citando o autor Yesha Yadav “ (...) os *Empty Creditors* devem desejar transferir os custos da governação da dívida e da negociação para os vendedores de CDS que são aqueles que estão mais focados no seu exercício. Ao mudar o controlo e disciplina dos encargos, os credores vazios podem reduzir alguns dos custos que enfrentam na manutenção da dívida, mesmo que tal implique não saírem do seu investimento com um pagamento avultado, como aconteceria caso provocassem o reembolso no CDS.”⁸⁰

Conforme avançamos, apesar de todas as vantagens numa colaboração entre o credor e o terceiro vendedor da proteção, a verdade é que isso, em regra, não acontece. O referido autor começa por avançar que talvez esta cooperação até exista, mas que será feita à porta fechada, uma vez que a existência de imposições legais e de regulação tornam os credores e os vendedores dos CDS relutantes em cooperar. Por exemplo, a cooperação pode implicar uma quebra de confidencialidade do credor para com a sociedade financiada ou sugerir que esteja envolvido em alguma forma de *insider trading*⁸¹. Mas não será o único entrave à falta de cooperação, pois a verdade, é que o mercado de contratação dos CDS pauta-se por uma grande falta de transparência, aliás parafraseando Yesha Yadav, a “*histórica falta de transparência no mercado cria os seus próprios obstáculos à cooperação*”.⁸² Todos estes fatores aumentam os conflitos entre as partes, bem como o desalinhamento de interesses entre estes atores e

⁷⁹ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 811 (Tradução nossa)

⁸⁰ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 813 (Tradução nossa)

⁸¹ O *insider trading* acontece quando alguém dispõe de informação privilegiada e utiliza essa mesma informação para negociar obtendo desta forma um lucro ou vantagem no mercado. Para mais considerações à cerca deste tema ver: “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar.”; Disponível: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Pages/Entendimentos-da-CMVM-sobre-a-Divulga%C3%A7%C3%A3o-de-Infoma%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada-por-Emitentes---Conceitos,-Linhas-de-Orienta%C3%A7%C3%A3o,-Exempl.aspx>

⁸² Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 819 (Tradução nossa)

inviabilizam um cenário em que a cooperação poderia gerar recompensas a longo prazo quer para o credor como para o vendedor.⁸³

4.4 Hipóteses para atenuar os efeitos do *Empty Creditor*

Iniciamos este capítulo com uma nova abordagem ao problema do *empty creditor*, formulada por Yesha Yadav. A autora afirma que a solução para esta questão poderá passar pela criação de um novo mercado, i.e., um espaço formal onde credores e vendedores de CDS possam negociar e compartilhar direitos do controlo de dívida das sociedades. Ao compartilhar estes direitos, isso reduziria os custos de transação e de pesquisa para os participantes e asseguraria que a comercialização destes derivados seria feita ao ar livre e com partilha de informação entre os participantes, terminando deste modo com as transações à porta fechada e, mais importante, superaria a barreira da falta de informação relativamente à contratação dos CDS.⁸⁴⁸⁵ Deste modo, finalmente, o mercado e devedores poderiam compreender as motivações e preferências de risco dos atores envolvidos. A autora prossegue enumerando diversas vantagens para a criação deste mercado.

Em primeiro lugar, um mercado na governação da dívida permitiria que os vendedores de proteção de crédito economicamente motivados utilizassem alavancas de controlo para investir, diminuindo assim a voz dos credores vazios. Em segundo lugar, a transparência providenciada por este mercado permitiria revelar a assunção de riscos por parte dos credores vazios e, além disso, com informações mais profundas seria mais fácil aos vendedores da proteção disciplinar ou, pelo menos, tentar controlar a influência dos credores vazios.⁸⁶ Obviamente, que este mercado pressupõe que os credores e vendedores de proteção concordem em trocar direitos de controlo da dívida das sociedades por um período de tempo.⁸⁷ No entanto, a autora não deixa de se perguntar em que moldes é que esta transferência de direitos iria ocorrer, porque a verdade é que andar a emprestar determinados direitos aos vendedores de proteção para que também

⁸³ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 820 (Tradução nossa)

⁸⁴ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 821 (Tradução nossa)

⁸⁵ Relativamente à falta de transparência nos mercados de contratação dos CDS ver: Avellaneda, Marco; Cont, Rama; “Transparency in Credit Default Swaps Markets”; July 2010; Disponível em: <https://www2.isda.org/attachment/Mjc2Ng>.

⁸⁶ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 822 (Tradução nossa)

⁸⁷ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 823 (Tradução nossa)

estes tenham algum conhecimento sobre a situação em que a sociedade se encontra pode gerar ainda mais risco, uma vez que os devedores não vão saber quem responsabilizar, caso haja essa necessidade⁸⁸. Por outro lado, existe sempre a possibilidade de se considerar um credor como agente de um vendedor de proteção, no que diz respeito ao exercício de direitos e responsabilidades inerentes ao contrato.

Não podemos deixar de concordar com a autora, quando refere que este mercado é o encorajamento que faltava para uma cooperação entre o vendedor e o comprador da proteção, fomentando ao mesmo tempo a monitorização de um pelo outro relativamente ao risco que cada um representa⁸⁹, deixando deste modo claro que o real objetivo da criação de um novo mercado seria colocar os direitos de controlo da dívida das sociedades nas mãos de quem realmente arrisca algo⁹⁰, ou seja, o vendedor da proteção, que por certo faria uso destes direitos de maneira mais eficiente que o *empty creditor*.

Apesar da criação deste mercado ser uma ideia tentadora, é necessário analisar esta hipótese à luz do nosso ordenamento jurídico. A verdade é que em Portugal, a entidade competente pela regulação do mercado de derivados é a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, (doravante apenas CMVM). Será então, que a criação deste mercado por cá poderia ser feita à margem da CMVM ou estaria sob a sua alçada? Pergunta mais pertinente ainda é saber se existe essa necessidade dentro do nosso ordenamento jurídico ou se a CMVM consegue manter uma fiscalização apertada nestes casos. Não nos parece que a resposta seja afirmativa, até porque não é a CMVM que tem o poder de supervisão sob as entidades financeiras, mas sim o Banco de Portugal, pelo que mais uma vez temos de questionar até onde vai a fiscalização e qual o seu efetivo controlo para evitar as situações de *empty creditor*. Contudo, não podemos deixar de referir os esforços que têm vindo a ser feitos ao longo dos anos para mitigar os riscos que derivam do mercado de derivados, nomeadamente a transposição para o nosso ordenamento jurídico e aplicação do Regulamento (UE) n° 648/2012 do parlamento europeu e do conselho de 4 de julho de 2012, mais conhecido por *EMIR* (*European Market Infrastructure Regulation*).⁹¹ Ora este diploma, veio introduzir “*deveres legais que têm em vista melhorar a transparência post-negociação e reduzir*

⁸⁸ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 824 (Tradução nossa)

⁸⁹ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 825 (Tradução nossa)

⁹⁰ Yadav, Yesha; “The Case for ...” *Cit.* p. 827 (Tradução nossa)

⁹¹ O Regulamento está disponível para consulta em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Anexos/Pages/EMIR.aspx>

*os riscos associados ao mercado de derivados, designadamente através da necessidade de interposição de uma contraparte central ou da adoção de técnicas de mitigação e riscos para os derivados não compensados centralmente*⁹², bem como, “*obrigações de informação que recaem sobre as partes em tais contratos, além de mitigação dos riscos (...) fazendo estas obrigações impender sobre os contraentes independentemente da sua natureza, aplicando-se por isso a contrapartes financeiras e a contrapartes não financeiras.*”⁹³

Ora, estes deveres de prestar informações e de negociar com transparência, certamente que vão de encontro à solução apresentada anteriormente, cujo objetivo é o mesmo: mitigar os riscos de contratação destes derivados. Agora resta saber se a aplicabilidade deste regulamento e consequentes implicações do seu incumprimento, são suficientes para dissuadir comportamentos de *empty creditor*. Mais uma vez, não nos parece possível responder afirmativamente, até porque quais são as verdadeiras consequências do incumprimento destes deveres? Como vimos anteriormente, se o risco de perda de reputação não é suficiente para refrear os comportamentos arriscados do *empty creditor*, não parece que o Regulamento seja suficiente, pelo menos enquanto não for acompanhado de mecanismos que reforcem a sua obrigatoriedade com consequências gravosas para quem não o cumprir.

Ainda no âmbito do espírito de transparência e partilha de informações, temos a posição dos autores Patrick Bolton e Martin Oehmke, referindo que “*(...) a divulgação pública de quem detém CDS permitiria ao público avaliar os incentivos dos credores quando a empresa está em perigo*”⁹⁴, mas os autores vão ainda mais longe, estabelecendo que uma forma de aliviar o problema dos *empty creditors* seria, para além da divulgação referida anteriormente, limitar os pagamentos de CDS exigíveis ou tornar as posições de CDS sujeitas à aprovação do devedor e do credor.⁹⁵ Tal implicaria um maior escrutínio das atitudes dos credores vazios e, porventura, poderia induzir a uma maior cautela por parte dos mesmos, reavaliando a hipótese da reestruturação como melhor alternativa ao invés da insolvência. Para além disso, sujeitar a contratação de CDS à aprovação do devedor sempre lhe dá algum controlo, ainda que porventura não

⁹² “EMIR - European Market Infrastructure Regulation” - O Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Anexos/Pages/EMIR.aspx>

⁹³ “EMIR - European Market...”

⁹⁴ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default...” *Cit.* p.40 (Tradução nossa)

⁹⁵ Bolton P. e Oehmke M.; “Credit default...” *Cit.* p.41 (Tradução nossa)

muito, sobre os credores, podendo até antecipar qual será a posição que estes tomarão caso a empresa se veja em dificuldades financeiras, i.e., se o devedor souber que o credor segurou de mais (*over-insured*), pode prever que talvez este credor venha a ser difícil quando confrontado com a possibilidade de uma reestruturação da dívida. Assim e tendo em consideração este risco, pode analisar a hipótese de compensar o credor, aliciando-o para que aceite a reestruturação, remunerando o credor com a quantia que o mesmo receberia caso o CDS fosse pago inteiramente através de um evento de crédito como a insolvência.

Gabriela Figueiredo Dias, também procede à análise de algumas soluções, não no contexto exclusivo do *empty creditor*, mas antes direcionado para a influência dos financiadores nas sociedades, defendendo a necessidade de se proceder a três abordagens diferentes, nomeadamente: a “ (...) *defensiva de forma a proteger a sociedade da influência excessiva dos financiadores (...)* ”, que como vimos anteriormente, exerce essa influência através da imposição de *covenants*; “ (...) *a proactiva, reconhecendo a importância do financiamento das empresas, instaurando mecanismos que assegurem um equilíbrio entre os riscos e os poderes dos diversos sujeitos envolvidos (...)* ” e ainda uma abordagem colaborativa de forma a articular a fiscalização societária exercida pelos credores com a fiscalização institucional interna da sociedade.^{96 97} Somos obrigados a concordar com a autora, na medida em que estas abordagens teriam um efeito positivo no relacionamento dos financiadores e da sociedade financiada. Desde logo, é imperativo que a sociedade tenha de facto meios para se poder proteger da influência excessiva dos financiadores e, ao mesmo tempo, ter conhecimento de que a atuação destes visa, de facto, o interesse da sociedade e não os seus próprios interesses. Depois, com a instituição de mecanismos que assegurem o equilíbrio entre o risco e o poder dos sujeitos e com a fiscalização da própria sociedade, nomeadamente quanto a problemas de liquidez, poderia atenuar seriamente a influência do *empty creditor*, que mais não é do que um financiador que perde o interesse no seu crédito. Afinal, quanto maior for a proteção da sociedade, quantos mais mecanismos de defesa esta possuir e quanto mais fiscalização houver, mais os financiadores deixarão de ter tanto espaço de manobra e poderão atuar com maior cautela, não se desresponsabilizando deste modo da gestão do seu crédito.

⁹⁶ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit.*, p. 380

⁹⁷ Com o mesmo entendimento que a Autora, ver: Estudos de Rogério de Azevedo... *Cit.* p. 38- 42

Para além disso, na mesma esteira de Yesha Yadav, a autora propõe uma maior “ (...) *transparência sobre a eventual existência de terceiros (...) para intervir na gestão do crédito ou da própria sociedade (...)*”⁹⁸, como por exemplo o terceiro vendedor da proteção, que tem todo o interesse na gestão da sociedade, visto que na ocorrência de algum evento será este que terá de arcar com o pagamento do CDS. A autora vai ainda de encontro ao que foi dito por Daniel Hemel⁹⁹, na medida em que propõe que sejam feitas recomendações ao regulador de forma a clarificar o conteúdo dos contratos¹⁰⁰, que conforme adiantamos anteriormente, podem induzir erros. Mais uma vez, somos da opinião que uma maior transparência nos contratos de financiamento só pode ser benéfico, quanto mais não seja para exercer pressão sobre os financiadores que se transformem em *empty creditors*, sobretudo a nível da sua reputação, para que não reforcem o caminho da insolvência como a solução.

As soluções aqui apresentadas, podem de certa forma atenuar a influência do credor vazio, mas por certo não eliminam o problema, demonstrando-se assim necessário, ponderar vias de responsabilização para a atuação destes credores.

4.5 Possíveis Vias de Responsabilização

Embora o credor vazio se remeta a uma posição de puro desinteresse pela vida da sociedade, a verdade é que ao abrigo dos *covenants*, detém um grande domínio sobre a sociedade, caso o decida exercer. Encontrando-se nesta posição de domínio, seria de ponderar que os mesmos pudessem ser responsabilizados pelos danos que a sua conduta cause à sociedade, ao abrigo do artigo 486º, que estipula a relação de domínio e pelo artigo 501º (ambos do CSC) que determina a responsabilidade. No entanto, e citando Ana Perestrelo de Oliveira “ (...) *o controlo de tipo económico não é reconhecido como fonte de relação de domínio à luz do Código das Sociedades Comerciais e, ainda que se integrasse no artigo 486º, ficaria por resolver o problema da proteção da sociedade controlada, dos seus acionistas e dos restantes credores (...)* ”.¹⁰¹ O facto do credor

⁹⁸ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit*, p. 381

⁹⁹ Hemel, Daniel; “Empty Creditors...” *Cit*, p. 159- 170

¹⁰⁰ Dias, Gabriela Figueiredo; “Financiamento...” *Cit*, p. 382

¹⁰¹ Oliveira, Ana Perestrelo de; “Os Credores e o governo societário: dever de lealdade para os credores controladores?”; *Revista de Direito das Sociedades*; Ano I (2009), Nº I; Almedina, 2009; p. 95-133

vazio ou de outro financiador não ter uma participação maioritária no capital ou de não dispor de metade dos votos, não significa que não detenha domínio sobre a sociedade. Afinal de contas, o poder de impelir uma empresa para a insolvência apenas para receber o pagamento de um CDS ou a oportunidade de acionar a cláusula de vencimento antecipado, concede um grande controlo a estes credores sobre a sociedade financiada. Mas tendo em conta o que é dito pela autora e o que se encontra vertido nos preceitos referidos, não parece que esta possa ser uma via de responsabilização, pelo menos enquanto o preceito não for alterado para incluir estes casos, que cada vez se tornam mais comuns.

Anteriormente tivemos a oportunidade de refletir sobre o dever de lealdade dos administradores da sociedade e o conflito de interesses que tal pode gerar, quando há desacordo entre o dever de lealdade para com os sócios e o dever de lealdade para com a sociedade. Mas agora somos forçados a questionar a obrigatoriedade de cumprimento desse dever pelos credores. Estarão eles abrangidos pelos deveres impostos pelo artigo 64º do CSC? Pelo menos Ana Perestrelo de Oliveira¹⁰² parece sugerir que os credores controladores estão sujeitos ao dever de lealdade nos mesmos termos que os sócios. Já Francisco Pinto da Silva procura refletir sobre as diferentes vertentes do dever de lealdade, referindo que relativamente aos sócios, este dever terá um *“conteúdo negativo, na medida em que os sócios têm o direito de defender o seu interesse, ainda que dentro dos limites do interesse social”*, *“ (...) enquanto que os administradores procurarão satisfazer os interesses da sociedade abstendo-se de promover o seu próprio interesse (...) ”*¹⁰³. No que concerne aos credores financiadores, que para o caso em apreço é o importante, o autor defende a aplicação do artigo 64º, nº1 alínea b), esclarecendo que *“os bancos deverão ter em conta o interesse da sociedade na medida em que seja comum a todos, não sendo obrigados a prosseguir um interesse social puramente contratualista e não devendo sobrepor os seus interesses aos da sociedade”* e que, por norma, o interesse de todos está na sustentabilidade da empresa. Mas a verdade é que tal nem sempre acontece, assim seguindo a orientação do autor, quando um credor financiador, que se torna num credor vazio em virtude da proteção do CDS, deixa de ter interesse na sustentabilidade da empresa, visando apenas o próprio lucro e podendo causar danos à sociedade com a sua atuação, caso se insira no dever de lealdade vertido no artigo 64º, deverão poder ser responsabilizados pela sua conduta ao abrigo do artigo

¹⁰² Oliveira, Ana Perestrelo de; “Os Credores...”; *Cit.* p. 123

¹⁰³ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...”*Cit.*, p.257 e 258

72º, nº 1 do CSC, pois afinal não só estão a violar o dever de lealdade, mas também um certo nível de confiança, que lhes é consignado pela sociedade financiada.

No entanto, não constando expressamente do preceito que o mesmo se aplica a credores, parece um pouco rebuscado a sua utilização como mecanismo de responsabilização, mas sem dúvida que poderá ser um caminho a ser explorado. Por outro lado, se refletirmos num outro princípio essencial que rege as sociedades e que anda a par com o princípio da lealdade¹⁰⁴, o princípio da confiança, podemos ter outra via para a responsabilização destes credores financiadores e por sua vez do credor vazio. Nestes termos, partilhamos da opinião do autor anteriormente citado¹⁰⁵, bem como mais alguns autores¹⁰⁶, que vão no sentido que o artigo 80º do CSC será o bastante para responsabilizar estes credores, uma vez que não especifica que pessoas estão abrangidas pelo artigo e apenas refere “a quem seja confiadas funções de administração”, pelo que os credores financiadores, pela posição que assumem através do financiamento, acabam por ter uma participação relevante na administração da sociedade, e como tal, podem de facto ser enquadrados no escopo deste artigo e ser responsabilizados ao abrigo do mesmo. Não somos os únicos a ponderar esta via. Efetivamente, outros autores referem que uma das vias para a responsabilização dos credores financiadores pelas suas condutas abusivas seria através da *“Imputação de deveres e medida de responsabilidade equivalente aos do acionista controlador por via do princípio da lealdade e com base no princípio geral de Direito da correlação poder-responsabilidade, impondo-o aos credores nos mesmos termos em que ele existe para os acionistas devido à circunstância de aqueles estarem funcionalmente na mesma posição que estes.”*¹⁰⁷ No

¹⁰⁴ Neste sentido vai o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 30/09/2014: *“O dever de lealdade é indissociável do princípio de confiança, quer seja perante a sociedade, quer perante os sócios, quer perante terceiros. O acautelar do interesse social não se confina apenas ao interesse societário tout court, ou seja, a uma atividade que vise lucros. A eticização do direito e da vida societária impõem uma atuação honesta, criteriosa e transparente compaginável com a tutela de terceiros que possam ser prejudicados pela atuação do ente societário através da atuação de quem delineia a sua estratégia e é responsável pela atuação da sociedade, o que convoca os princípios da atuação de boa fé, da confiança e a da proibição do abuso do direito.”* Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/0b422d8f5e52e6ba80257d6300470f78?OpenDocument>

¹⁰⁵ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...” *Cit.*, p.252 e 253

¹⁰⁶ Nomeadamente Maria de Fátima Ribeiro, que considera que o preceito deve ser aplicado a outras pessoas que tomem essas funções por iniciativa própria. In: Ribeiro, Maria de Fátima; “A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a Desconsideração da Personalidade Jurídica”, *Cit.* p. 469- 470

¹⁰⁷ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira; *Newsletter/ Societário*- 1 de Novembro de 2016. Pág. 4. Disponível em:

http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiE8b6157DTAhWKPbQKHUzoBDMQFgghMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cuatrecasas.com%2Fmedia_repository

mesmo sentido vai Inês Serrano de Matos que, embora considere que uma influência financeira não será o suficiente para afirmar a sujeição destes credores aos deveres impostos pelo artigo 64º, a verdade é que também considera que não se pode ignorar que a atuação destes pode causar danos e um grande impacto na gestão da sociedade financiada, razão pela qual *“A ascensão deste credor a “terceiro poder” na sociedade, não pode surgir desacompanhada da correlativa obrigação de a sua conduta se nortear por esta regra elementar de bom governo.”*¹⁰⁸ Perante o exposto, somos obrigados a concordar que embora possa parecer pouco como via de responsabilização, a sujeição dos credores vazios a estes deveres é definitivamente um bom princípio orientador para se conseguir qualquer tipo de responsabilização pela conduta dos mesmos. No entanto, Francisco Pinto da Silva salienta ainda ser necessário, para que se verifique a responsabilização destes credores através deste artigo, que eles pratiquem *“ (...) condutas que preencham os pressupostos da responsabilidade civil e constituam um facto voluntário do agente, ilícito, culposo, danoso e um nexo de causalidade entre o facto e o dano.”*¹⁰⁹

Partindo da ideia anterior, da prática por estes credores de factos ilícitos, podemos tentar a via da responsabilidade civil extracontratual, tal como se encontra previsto no artigo 483º do Código Civil. A este propósito, o autor mencionado anteriormente, faz uma minuciosa exposição¹¹⁰, sobre a aplicação deste preceito, conjugando-o com os artigos 74º e 75º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, (doravante RGICSF), que estipulam os deveres de conduta que estes credores devem ter nas suas relações, nomeadamente o dever de atuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado (Artigo 75º do RGICSF). Ora não me parece que o credor vazio, ao atuar com base nos seus próprios interesses e com total desinteresse pela sociedade, esteja a atuar de forma diligente, até porque causa prejuízos avultados para a sociedade, especialmente quando recusa uma reestruturação da dívida que pode ser mais vantajosa, em favor de uma insolvência. Embora o autor considere que estas normas só por si podem não ser suficientes para gerar a responsabilidade do banco, nós consideramos que dada a conduta dos *empty creditors* e o dano que a mesma causa à sociedade, este pode ser um possível caminho para a sua responsabilização. Mas se queremos ir pela via

[%2Fgabinete%2Fpublicaciones%2Fdocs%2F1481284102pt.pdf&usg=AFQjCNG6IK5U9GQqV-hqxbTzm-yeP8Y18w](#)

¹⁰⁸ Matos, Inês Serrano de; “Debt Governance...” *Cit.* p. 196

¹⁰⁹ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...” *Cit.* p.253

¹¹⁰ Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...” *Cit.* p.259 e 260

do artigo 483º do CC, então não podemos deixar de olhar para o artigo 334º do CC¹¹¹, igualmente como uma via de responsabilização. A verdade é que a partir do momento em que o *empty creditor* se desresponsabiliza da gestão da sociedade e até impinge, de certa forma, a via da insolvência à sociedade, está a abusar do direito que lhe é conferido enquanto credor, e está manifestamente a exceder os limites impostos pela boa-fé¹¹², pelo que, em princípio, não haverá qualquer razão para que este preceito não lhe possa ser aplicado.

Ainda no seio do CSC, Inês Serrano de Matos propõem como solução a via da responsabilização destes credores, nos mesmos moldes dos administradores de facto. Uma vez que o *empty creditor* exerce a sua influência indiretamente, na medida em que se abstém de praticar atos que possam auxiliar a sociedade a sobreviver, percebe-se que seja inevitável uma certa comparação com o regime dos administradores de facto, uma vez que “*sem título bastante, exerce, direta ou indiretamente e de modo autónomo (não subordinadamente) funções próprias de administrador de direito da sociedade*”.¹¹³ Contudo, uma forma de responsabilização destes administradores é ao abrigo do artigo 80º do CSC, que foi anteriormente analisado como forma de responsabilização do *empty creditor*.¹¹⁴ No entanto, Coutinho de Abreu e Elisabete Ramos não consideram que este artigo seja propriamente útil como via de responsabilização, relativamente ao administrador de facto, uma vez que a estes “*não foram “confiadas” funções de administração.*”¹¹⁵ ¹¹⁶ Posto isto, sujeitar o *empty creditor* a esta comparação seria

¹¹¹ Para mais considerações à cerca deste artigo ver: Almeida, Tatiana Guerra de; “Comentário ao Código Civil- Parte Geral”; Universidade Católica Editora; Setembro 2014; p. 784-789

¹¹² A respeito do conceito de boa-fé, e de uma possível responsabilização destes credores, segundo os termos gerais da boa-fé, dispõe o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 17/05/2012, que “*O conceito normativo de boa-fé é utilizado pelo legislador em dois sentidos distintos: no sentido de boa-fé objetiva, enquanto norma de conduta, ou seja, no plano dos princípios normativos, como base orientadora e fundamento de efetivas soluções reguladoras dos conflitos de interesses, alcançadas através da densificação, concretização e preenchimento pelos Tribunais desta cláusula geral; e no sentido de boa-fé subjetiva ou psicológica, isto é, como consciência ou convicção justificada de se adotar um comportamento conforme ao direito e respectivas exigências éticas.*” Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/43062520cfe1121a80257a0d0032578b?OpenDocument>

¹¹³ Abreu, Jorge Manuel Coutinho e Ramos, Maria Elisabete; “Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores (notas sobre o artigo 379º do Código do Trabalho)”; Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Miscelâneas, nº 3, Almedina, Coimbra, 2004. p. 42-43

¹¹⁴ Cf. “Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA); Coordenação de António Menezes Cordeiro; 2ª ed.; Almedina, 2012. p. 292 e 293

¹¹⁵ Abreu, Jorge Manuel Coutinho e Ramos, Maria Elisabete; “ Responsabilidade...” *Cit.* p. 45

¹¹⁶ No mesmo sentido vai Ricardo Costa, apresentando como alternativa ao artigo 80º, uma responsabilização dos administradores de facto ao abrigo dos artigos 72º a 79º do CSC, de acordo com

fragilizar uma possibilidade de responsabilização da sua conduta, pois se não é suficiente para responsabilizar o administrador de facto, então aplicando-se analogicamente nestes termos ao *empty creditor*, também não seria suficiente para o responsabilizar.

Contudo, estas não serão as únicas vias, na medida em que muitas vezes estes credores impulsionam a sociedade para a via da insolvência, podemos tentar recorrer ao direito da insolvência, em particular o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, doravante CIRE, para conseguir a responsabilização destes credores. O artigo 20º do CIRE, estipula que a: ”declaração de insolvência de um devedor pode ser requerida por quem for legalmente responsável pelas suas dívidas, por qualquer credor (...)”, ou seja, qualquer credor poderá pedir a insolvência do devedor, desde que se verifiquem os pressupostos do artigo 20º. Mas por muito abrangente que este artigo possa ser e citando Maria do Rosário Epifânio “*o carácter abrangente do artigo 20º é atenuado pelo artigo 22º ao prever a responsabilidade do autor de pedido infundado de declaração de insolvência em caso de dolo.*”¹¹⁷ Posto isto e tendo em consideração que sempre que o credor vazio escolhe a via da insolvência por ser mais favorável economicamente, ao invés de uma reestruturação, que embora possa salvar a empresa, lhe vai pagar menos enquanto evento de crédito que faz desencadear o pagamento do CDS, parece haver mais do que razões para afirmar que estes credores atuam com dolo e, como tal, poderão ser responsabilizados através deste artigo.

Igualmente através do artigo 186º, nº 2, alínea g)¹¹⁸, do CIRE, o *empty creditor* poderia ser responsabilizado, uma vez que prossegue o seu próprio interesse e faz uma exploração deficitária, na medida em que se desresponsabiliza por completo pela “sorte” da sociedade, conduzindo-a como já referimos diversas vezes a situações de insolvência que podiam muito bem ter sido evitadas.¹¹⁹ A questão que se coloca é que o nº 2 do

um “*princípio de equiparação com os administradores de direito*”. Costa, Ricardo; “Os Administradores de Facto Das Sociedades Comerciais”; Ed. Almedina; 2016; p. 974-982

¹¹⁷ Epifânio, Maria do Rosário; “Manual de Direito da Insolvência”; Ed. Almedina; 2015. p. 36-37

¹¹⁸ De acordo com Menezes Leitão, a Lei considera que o nº2 deste preceito é uma presunção “*iuris et de iure, quer da existência de culpa grave, quer do nexo de causalidade desse comportamento para a criação ou agravamento da situação de insolvência (...)*” In Leitão, Luís Manuel Teles de Menezes; “Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Anotado)”; 7ª Ed, Almedina. p.187 e 188. Ainda à cerca deste preceito ver: Fernandes, Luís A. Carvalho e Labareda, João; “Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Anotado); 2ª Ed. Quid Juris?. p.718 a 721

¹¹⁹ Cf. Silva, Francisco Pinto da; “A influência dos credores...”*Cit*, p.261, embora o autor reflita também sobre a responsabilidade dos credores financiadores ao abrigo do artigo 182º, nº 2, alínea e), o que aqui não nos parece fazer sentido, uma vez que o Credor Vazio não pratica propriamente uma atividade em proveito pessoal a não ser que consideremos a contratação dos CDS, já com o objetivo de levar a

artigo refere expressamente “administradores de direito ou de facto”, não fazendo qualquer alusão aos credores, o que de certa forma se compreende, pois ninguém quererá imaginar que um credor possa querer destruir a empresa sobre a qual detém um crédito. Certo é que essa situação existe e não se encontra contemplada no código. Contudo, Maria do Rosário Epifânio, refere que, não se tratando de pessoa singular, os administradores, para efeitos deste artigo, serão as pessoas a quem “ (...) *incumbe a administração ou liquidação da entidade ou património em causa, designadamente os titulares do órgão social competente para o efeito (...)* ”¹²⁰, pelo que se pensarmos na influência que estes credores podem exercer, porventura poderão ser incluídos nesta categoria, mas não sendo explícito é uma possibilidade remota que algum dia este artigo possa vir a ser aplicado com esse intuito.

5. Considerações Finais

Uma vez que nos encontramos no final da nossa dissertação, não podemos deixar de referir alguns pontos que consideramos essenciais, após todas as reflexões que fizemos.

Durante este estudo não foi difícil perceber que, não raras vezes, os financiadores atraem as sociedades com empréstimos desejados como uma forma de entrada na gestão da sociedade e, por conseguinte, de influência. Igualmente se percebe que, uma vez obtido o financiamento, a sociedade acaba por ficar à mercê destes financiadores, agora credores, cedendo aos seus caprichos, que muitas vezes são impostos através de *covenants*.

Mas, mais do que isso, preocupante é a forma como estes credores podem evoluir. Credores demasiado protetores que tentam minimizar o risco ao máximo podendo interferir com possíveis negócios não é uma boa solução, mas por outro lado, ter credores que evoluem para *empty creditors*, protegidos pela contratação de *credit default swaps* e que se descartam completamente da vida societária, tendo em vista única e exclusivamente o seu próprio benefício, pode ser bem mais perigoso.

sociedade à insolvência, mas tal parece ainda mais difícil de ser aceite e como tal de ser aplicado enquanto forma de responsabilização.

¹²⁰ Epifânio, Maria do Rosário; “ Manual...”; *Cit.* p. 128-129

A compreensão da figura do *empty creditor*, bem como dos seus impactos, revela-se indispensável para evitar atuações ilícitas e abusivas e, ao mesmo tempo, essencial para tentar proteger sociedades que de outra forma ficarão desprotegidas. A doutrina, ainda que pouca, pelo menos no seio do nosso ordenamento jurídico, tem procurado densificar este instituto e, ao mesmo tempo, tentar servir-se da legislação disponível para fazer face a estes credores.

Muitos caminhos foram aqui apresentados, mas estamos claramente longe de chegar a qualquer solução concreta para este problema. De facto, mitigar os efeitos desta figura pode ser uma solução, mas quando esta não for suficiente será possível garantir a responsabilidade do credor vazio através dos meio apresentados? Não sabemos.

Entendemos que com a constante mutação do direito societário, num futuro próximo se tornará imprescindível a consagração expressa da responsabilidade do *empty creditor*. Mas a verdade é que apesar de todas as possíveis soluções expostas, não parece que seja este ainda o lugar para deixar respostas concretas aos desafios que o impacto e consequente responsabilização da figura do *empty creditor* apresenta, mas apenas colocar em perspectiva o impacto destes problemas e, quem sabe, tentar orientar uma discussão e reflexão sobre os mesmos.

6. Bibliografia

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE

- “Governação das Sociedades Comerciais”, 2ª Ed. Almedina, Coimbra, 2010.
- “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social”; In Reformas do Código das Sociedades, N. 3; Ed. Almedina, 2007.

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO E RAMOS, MARIA ELISABETE; “Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores (notas sobre o artigo 379º do Código do Trabalho) ”; Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Miscelâneas, nº 3, Almedina, Coimbra, 2004.

ALMEIDA, TATIANA GUERRA DE; “Comentário ao Código Civil- Parte Geral”; Universidade Católica Editora; Setembro 2014; Pág. 784-789

ALEXANDRE, FERNANDO; “A Crise Financeira Internacional”, Coimbra: Imprensa da Universidade de 2009.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA

- “Os Grupos de Sociedades- Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária”; 2ª Ed; Coimbra, Almedina, 2002.
- “Os Instrumentos Financeiros”, 2ª Ed, Almedina, 2014.

AVELLANEDA, MARCO; CONT, RAMA; “Transparency in Credit Default Swaps Markets”; July 2010; <https://www2.isda.org/attachment/Mjc2Ng>.

BAPTISTA, DANIELA FARTO; “Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados) ”; In: IV Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina, 2016. Pág. 411- 440

BARRY, JORDAN M. AND HATFIELD, JOHN WILLIAM AND KOMINERS, SCOTT DUKE; “On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership”, (August 22, 2012). Virginia Law Review, Vol. 99, No.

1103, 2013; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 122; Becker Friedman Institute for Research in Economics Working Paper No. 2012-11; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 433. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2134458>

BEDENDO, MASCIA AND CATHCART, LARA AND EL-JAHEL, LINA; “Distressed Debt Restructuring in the Presence of Credit Default Swaps”; Journal of Money, Credit, and Banking, Forthcoming. (December 10, 2014), <https://ssrn.com/abstract=1666101>

BOLTON P. E OEHMKE M; “Credit default swaps and the Empty Creditor Problem”, 2011, Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies”, https://www.google.pt/?gws_rd=ssl#q=Bolton+P.+e+Oehmke+M.%2C+Credit+default+swaps+and+the+Empty+Creditor+Problem

BRAV, ALON AND MATHEWS, RICHMOND D.; “Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance”; AFA 2009 San Francisco Meetings Paper; (February 3, 2010), SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1108632>.

CÂMARA, PAULO

- Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades, Almedina, Coimbra, 2008.

- “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”; 2011, 2ª Ed. Almedina.

CMVM, Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar.”; <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Pages/Entendimentos-da-CMVM-sobre-a-Divulga%C3%A7%C3%A3o-de-Inforna%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada-por-Emitentes---Conceitos.-Linhas-de-Orienta%C3%A7%C3%A3o.-Exempl.aspx>

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; “Manual de Direito das Sociedades”; Vol. I- Das Sociedades em Geral, 2ª Ed, Almedina, 2007.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (Coord.); “Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA); Coordenação de António Menezes Cordeiro; 2ª ed.; Almedina, 2012.

COSTA, RICARDO; “Os Administradores de Facto Das Sociedades Comerciais”; Ed. Almedina; 2016.

CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA; Newsletter/ Societário- 1 de Novembro de 2016.
http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiE8b6157DTAhWKPbQKHUzoBDMQFgghMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cuatre-casas.com%2Fmedia_repository%2Fgabinete%2Fpublicaciones%2Fdocs%2F1481284102pt.pdf&usq=AFQjCNG6IK5U9GQqV-hqxbTzm-yeP8Yl8w

CUNHA, PAULO OLAVO

- “Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão” In: Direito das sociedades em revista, a. 2, v.4 (Set. 2010). Pág. 159- 179

- “Direito das Sociedades Comerciais”; 4ª Ed., Almedina, 2010.

DANIS, ANDRÁS; “Do Empty Creditors Matter? Evidence from Distressed Exchange Offers”; 5 de Outubro de 2015, <https://ssrn.com/abstract=2001467>.

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO; “Financiamento e Governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder” In: III Congresso Direito das Sociedades em Revista; Ed. Almedina, 2014. Pág. 360-383.

DUARTE, SUSANA AZEVEDO; “A Responsabilidade dos credores fortes na proximidade da insolvência da empresa: A celebração de acordos extrajudiciais e a tutela dos credores fracos”, In: Questões de tutela de credores e de sócios das sociedades comerciais (coordenação de Maria de Fátima Ribeiro), Coimbra: Almedina, 2013. Pág. 183-235

EMIR - European Market Infrastructure Regulation - O Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012,

http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Anexos/Pages/E_MIR.aspx

EPIFÂNIO, MARIA DO ROSÁRIO; “Manual de Direito da Insolvência”; Ed. Almedina; 2015.

FERNANDES, LUÍS A. CARVALHO; LABAREDA, JOÃO; “Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Anotado); 2ª Ed. Quid Juris?

GOMES, FÁTIMA; “O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas”, Almedina, Coimbra, 2011.

GONZALEZ, BOULLOSA PEDRO; “Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica”- Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários; Nº 44; Abril de 2013, <http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjYjunTtv7SAhXHxzQKHUfLCbIQFggZMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cmvm.pt%2Fpt%2FEstatisticasEstudosEPublicacoes%2FCadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios%2FDocuments%2FCadernosMVM%252044V2.pdf&usg=AFQjCNE8Fos6ObmcYGoXKv3KcjU08GJiWg&bvm=bv.151325232,d.d24>.

GRÁCIO, LEILA; “O Esvaziamento de Voto: A eventual recondução à figura das deliberações abusivas.”; Tese em Mestrado Forense- Vertente Civil e Empresarial sob orientação do Mestre Paulo Câmara; Universidade Católica Portuguesa- Faculdade de Direito, Escola de Lisboa; Agosto de 2012. Disponível em: http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=0ahUKEwjS77SA4IPTAhUG0xQKHe_SBAIQFggrMAM&url=http%3A%2F%2Frepositorio.ucp.pt%2Fbitstream%2F10400.14%2F10319%2F1%2FTrabalho%2520Final.pdf&usg=AFQjCNEua2vgyYAiEFhUHDcN6j0_kIO5SA&bvm=bv.151325232,d.ZGg

HARNER, MICHELLE M.; “Trends in Distressed Debt Investing: an Empirical Study of Investors Objectives, in American Bankruptcy”; Institute Law Review, vol. 16, n.º 69, 2008, https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=1147643.

HATCHONDO, CARLOS JUAN; MARTINEZ, LEONARDO; PADILLA, SOSA CÉSAR; “Voluntary Debt Exchanges in Sovereign Debt Markets”; Journal of Monetary Economics, Volume 61, Pages 1-172 (January 2014); Carnegie-Rochester-NYU Conference Series on “Fiscal Policy in the Presence of Debt Crises” held at the Stern

School of Business.
http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEw iPjKTE2vfSAhXLXBQKHQ0_AtkQFggeMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.carnegie-rochester.rochester.edu%2FApril13-pdfs%2FHatchondo_Martinez_Padilla_April_2013.pdf&usg=AFQjCNHVZckU6peFsqjE2hT8ekpeGYhE6Q.

HEMEL, DANIEL; “Empty Creditors and Debt Exchanges”; 27 Yale Journal on Regulation (2010), http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEw jroqG5_ZbQAhXr24MKHZdSB8YQFggaMAA&url=http%3A%2F%2Fdigitalcommons.law.yale.edu%2Fcgi%2Fviewcontent.cgi%3Farticle%3D1303%26context%3Dyjreg&usg=AFQjCNGgcCVELOLpj2WFuvWHO60HaqcORA.

HU, HENRY T.C E BLACK, BERNARD; “The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”; The Business Lawyer, Vol. 61, May (2006).

IPCG, Instituto Português de Corporate Governance, http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=14.

ISDA, International Swaps and Derivatives Association, 2014. Credit Derivatives Definitions. <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/2014-isda-credit-derivatives-definitions/>.

IVM, “Estudos de Rogério de Azevedo”, www.intitutovaloresmobiliarios.pt.

LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES; “Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Anotado)”; 7ª Ed, Almedina.

LOPES, INÊS DIAS; “Empty Voting: Manifestações Principais e Tratamento Normativo”; LLM (Católica Global School); Working Paper No.03/2015; June 2015; <http://www.governancelab.org/media/document/bb/7d/a763aec2cb0d920a4311ee5216ee.pdf>.

MATOS, INÊS SERRANO DE; “Debt Governance- O papel do credor ativista” In: Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, a.7 v.14 (Out. 2015). Pág. 161- 198

MECKLING, H. WILLIAM E JENSEN, C. MICHAEL; “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”; Journal of Financial Economics, Vol. 3, N.4, 1976, p. 5 e 6, <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.

MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO, “Contrato de Agência- Anotação”, 6.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007.

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE

- “Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?” In: Revista Direito das Sociedades, a.1, v.1 (Março 2009), Almedina. Pág. 95- 133

- “Manual de Corporate Finance”; Ed. Almedina, 2015.

RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA

- “Sociedades Comerciais (Responsabilidade) - Relatório sobre o programa, o conteúdo e os métodos de ensino da disciplina ”; Ed. Universidade Católica Portuguesa – Porto, 2015.

- “ A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a Desconsideração da Personalidade Jurídica”, Almedina, 2016.

SICILIANO, GIOVANNI E ANDREWS, PETER; “The Credit Default Swap Report, The Board of the International Organization of Securities Commissions”, June 2012.

SILVA, FRANCISCO PINTO DA; “A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade” In: Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, a.6 v.12 (Out. 2014). Pág. 231- 265

TRANTIS G., GEORGE E DANIELS J., RONALD; “The Role of Debt in Interactive Corporate Governance”; University of California Law Review, volume 83, July 1995, p. 1084, <http://scholarship.law.berkeley.edu/californialawreview/vol83/iss4/3>.

WHITEHEAD, CHARLES K., "Creditors and Debt Governance" (2011). Cornell Law Faculty Working Papers. N.86. p. 14 e 15, http://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/86.

YADAV, YESHA; “ The Case for a Market in Debt Governance”; Vanderbilt Law Review 771, 2014, <http://ssrn.com/abstract=2225524>.

7. Jurisprudência

Supremo Tribunal de Justiça

- Processo: 2841/03.8TCSNT.L1.S1 de 17/05/2012

- Processo: 1195/08.0TYLSB,L1.S1 de 30/09/2014