

A ingerência do credor controlador no governo societário

- Consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes –

Dissertação de Mestrado

Abril de 2011

Raquel Capa de Brito

Orientação:

Francisco Barona

Joaquim Cadete



Mestrado em Direito e Gestão

Universidade Católica Portuguesa

O que faz andar o barco não é a vela enfunada,

mas o vento que não se vê.

Platão

ADEVERTÊNCIA

As referências bibliográficas são citadas pelo autor, título, local de publicação, editora, data e página. Na primeira citação a obra aparece com todas estas referências, ao passo que nas seguintes surge o nome do autor acompanhado pela sigla *op. cit.*, a que se segue a indicação da página.

No final do trabalho, surge uma lista de bibliografia final e fontes utilizadas, em que se apresenta toda a bibliografia consultada e citada com menção de todos aqueles elementos.

ÍNDICE

1. Introdução	5
2. Do contrato de financiamento: os incentivos das partes e o equilíbrio contratual	7
2.1.O credor e o risco de crédito.....	8
2.2.Os incentivos das partes	9
2.3.Os contratos de financiamento e os <i>covenants</i> como forma de restabelecimento do equilíbrio contratual.....	12
2.4.Validade dos <i>covenants</i> à luz do ordenamento jurídico português	15
3. As prerrogativas conferidas aos credores e perturbação do equilíbrio contratual	17
3.1.Utilização dos <i>covenants</i> e implicações decorrentes da violação dos mesmos pela sociedade financiada	17
3.2.As possíveis condutas do credor controlador	19
4. As soluções preconizadas pela doutrina e jurisprudência	23
4.1.O credor como principal numa relação de agência.....	23
4.2.A teoria da instrumentalização e a submissão a deveres de lealdade	24
4.3.A teoria da primazia do contrato	29
5. Posição adoptada	32
6. Conclusão	40
7. Bibliografia	42

1. Introdução

O financiamento das sociedades ocorre, regra geral, por via de capitais próprios e alheios. Os accionistas¹, enquanto fornecedores de capital próprio, adquirem certos poderes na direcção dos assuntos sociais, nomeadamente através do exercício dos seus direitos de voto, bem como do direito a participar nos lucros e nas perdas da sociedade. Contudo, a participação dos accionistas nos lucros ocorre depois de satisfeitos todos os direitos dos credores sociais e, em caso de perdas, serão aqueles os primeiros a suportá-las.

Por seu turno, o financiamento externo ocorre por contrapartida de uma remuneração fixa, esperada em determinado momento. Este tipo de financiamento tem inerente o risco de crédito, o qual decorre da possibilidade da sociedade financiada se tornar incapaz de fazer face às responsabilidades assumidas, no momento da maturidade das mesmas. Tal poderá ocorrer não só pela eventual ineptidão dos accionistas/administradores² para criar riqueza ou pelas condições adversas do mercado, mas também pelo conflito de interesses inerente à relação entre aqueles e os credores da sociedade e entre estes últimos entre si.

O risco de crédito, inerente ao financiamento, e o conflito de interesses entre os accionistas/administradores e os credores da sociedade, implicou a necessidade de aposição de *covenants* aos contratos de financiamento. Estas cláusulas impõem determinadas obrigações à sociedade financiada, criando não só obrigações de prestação de contas, de reporte de informação e inibição de certos comportamentos, mas também o direito de resolução do contrato ou de vencimento antecipado da obrigação de pagamento de capital e juros, em caso de incumprimento de tais obrigações³.

¹ Referimo-nos a accionistas, uma vez que a temática em apreço assume, na prática, especial relevância e preponderância em relação a estas últimas.

² Admitindo que os accionistas têm um controlo efectivo sobre a conduta dos administradores, alguns autores têm considerado os administradores como agentes dos accionistas, focando a sua atenção nos conflitos de interesses entre accionistas/administradores e os credores da sociedade (v. GEORGE C. TRIANTIS E RONALD DANIELS, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *University of California Law Review*, volume 83, 1995, p. 1077; JONATHAN C. LIPSON, *Controlling Creditor Opportunism*, disponível em http://works.bepress.com/jonathan_lipson/, 2010, p.7).

³ A este propósito GEORGE TRIANTIS e RONALD DANIELS afirmam que “*Other stakeholders may benefit not only from the ability of banks to deter and detect managerial slack by monitoring, but also from the actions taken by banks following the detection of slack. A bank may respond by scaling down or terminating its relations with the borrower (exit).*” (cf. GEORGE TRIANTIS e RONALD DANIELS, *op. cit.*, p. 1080)

Os *covenants* nos contratos de financiamento funcionam ainda como uma adaptação dos sistema de incentivos dos mesmos, uma vez que o direito de resolução do contrato por parte do credor, em determinadas circunstâncias, faz pairar sobre a sociedade financiada a ameaça constante de possível perda do financiamento em caso de incumprimento das suas obrigações.

A existência de tal ameaça poderá permitir que credor exerça um certo nível de controlo sobre a sociedade financiada, o que implicará, algumas vezes, actuações oportunistas da sua parte. Com efeito, perante o incumprimento ou indícios de incapacidade de cumprimento futuro, o credor poderá exigir certas actuações ou cedências por parte da empresa financiada, impondo, nomeadamente, a renegociação do contrato de modo a obter condições mais favoráveis, a celebração de certos negócios, etc. Tal actuação poderá levar a que o credor extraia da situação um benefício à custa da própria sociedade, na medida em que as actuações ou omissões, que lhe exige, poderão prejudicá-la.

Se pensarmos em credores que são titulares não só de dívida, mas também de outras posições em relação à empresa financiada, como *credit default swaps* ou *equity short sales*⁴, poderá suceder que aqueles tenham interesses diferentes (até antagónicos) aos desta última. Tal facto aliado às prerrogativas conferidas por uma situação de incumprimento e a conseqüente ameaça de resolução do contrato ou de exigência de vencimento antecipado da obrigação de pagamento, poderá criar situações de perigo para a sociedade financiada, que poderá ver o seu credor destruir-lhe valor e levá-la, em última instância, à insolvência.

O poder detido pelo credor nestas situações terá, necessariamente, implicações ao nível de *corporate governance*, alterando, de forma substancial, as posições de equilíbrio no seio da própria sociedade financiada. Note-se que, sendo o fim social do credor muitas vezes diverso do da empresa financiada, poderemos encontrar-nos perante conflitos de interesses que importa enquadrar juridicamente, de modo a que sejam salvaguardados os interesses dignos de tutela.

⁴JONATHAN C. LIPSON, refere: “*They [modern creditors] are often not a firm’s original lenders, but instead purchase debt claims at a discount on a secondary market. Today’s distress investors have heterogeneous portfolios reflecting multiple positions affecting the same debtor, including debt and equity of various tranches, as well as derivative securities*” (cf. Jonathan C. LIPSON, *op. cit.*, p. 2).

Não existindo, no ordenamento jurídico português, previsão legal expressa para este tipo de situações, importa procurar um mecanismo de tutela dos interesses em causa que se revele adequado.

2. Do contrato de financiamento: os incentivos das partes e o equilíbrio contratual

O financiamento através de capital alheio implica o nascimento de uma relação jurídica entre a sociedade financiada e o financiador. Nesse momento, a sociedade passa a ser responsável pela remuneração dos seus financiadores e devolução do capital investido, no momento do vencimento das suas obrigações.⁵

A concessão de financiamento, por seu turno, tem inerente, como se disse, um risco de crédito, *i.e.* o risco da sociedade financiada não devolver, no momento acordado, o capital em dívida e a remuneração⁶. Os financiadores, procurando minimizar ou ver compensado tal risco, exigem, muitas vezes, um aumento da remuneração⁷ ou a inserção de certas cláusulas aos contratos de financiamento, os *covenants*.⁸

Importa ainda ter em atenção que certas realidades subjacentes ao contrato de financiamento agravam o risco assumido pelos credores. Os fortes conflitos de interesses entre a empresa financiada ou os seus accionistas e os credores são exemplos disso.⁹ Note-se que as decisões empresariais são tomadas pelo conselho de administração, segundo as indicações dos accionistas, e que aqueles são considerados agentes destes, preparados para prosseguir os seus interesses¹⁰, muitas vezes, em detrimento dos restantes *stakeholders*, nomeadamente dos credores da sociedade.

⁵ Vide MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 3.º edição, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 528 – 529

⁶ Cf. RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/ ALAN J. MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, 6.ª edição, McGraw-Hill Irwin, Nova Iorque, pp 173 – 175.

⁷ Cf. RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/ ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp 173 – 175

⁸ CHARLES K. WHITEHEAD explica que os *covenants* e a monitorização da empresa financiada eram considerados a forma menos onerosa de mitigar o risco de crédito. No entanto, o desenvolvimento do mercado e negócio do crédito deu lugar a soluções alternativas, menos onerosas, nomeadamente através dos derivados de crédito (cf. CHARLES K WITHEHEAD, *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market and Corporate Governance*, in *The Journal of Coporation Law*, vol. 34, n.º 3, pp. 110 - 120).

⁹ V. ILEEN B. MALITZ, *The Modern Role of Bond Covenants*, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, 1994, pp. 3 – 10.

¹⁰ FREDERICK TUNG explica que os administradores são vistos como prossecutores dos interesses dos accionistas, na medida em que estão obrigados a deveres de lealdade (cf. FREDERICK TUNG, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, in *Law Journal*, Vol. 57, p. 819).

Surge assim, no âmbito dos contratos de financiamento, um desequilíbrio de incentivos das partes, que poderá originar um risco significativo para os credores. Com efeito, estes poderão ser prejudicados, não reavendo o capital e a remuneração prometida.

Neste ponto faremos uma análise das principais situações que poderão desencadear comportamentos oportunistas por parte do conselho de administração, o modo como tais comportamentos poderão prejudicar os credores da sociedade e os mecanismos inseridos nos contratos de financiamento de modo minimizar o risco de crédito e a reequilibrar o seu sistema de incentivos.

2.1 O credor e o risco de crédito

Ao conceder um crédito a determinada empresa, o financiador passa a deter um Activo¹¹ que desvaloriza em função do aumento do risco de crédito, *i.e.*, à medida que a probabilidade de devolução do capital investido e obtenção da remuneração prometida diminuem. O aumento do risco de crédito acarreta a diminuição do valor do Activo, uma vez que se torna necessário constituir provisões,¹² o que, por sua vez, implica o reconhecimento de custos do exercício e, conseqüentemente, a diminuição dos resultados da empresa credora.¹³ Como bem se compreende, tal situação torna-se deveras desvantajosa para o credor, que vê a sua posição perder valor, os seus custos aumentarem e a necessidade de angariar mais financiamento (próprio ou alheio) surgir.¹⁴

A situação descrita implica uma perda de valor para o financiador, uma vez que a valia do seu Activo diminui por o risco que lhe está subjacente aumentar e a remuneração deixar de ser suficiente para o compensar.¹⁵

¹¹ Os créditos são registados, na contabilidade do credor, como instrumentos financeiros (cf. *International Accounting Standard* n.º 39).

¹² V. *International Accounting Standard* n.º 39.

¹³ Cf. *International Accounting Standard* n.º 37.

¹⁴ O facto de o credor necessitar de reconhecer custos do exercício, aquando da constituição das provisões, implica uma diminuição do valor do seu capital próprio. Tal facto poderá desencadear a necessidade de recorrer a financiamento externo ou de exigir novas entradas de capital dos accionistas para manter o mesmo nível de investimento.

¹⁵ RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/ALAN J. MARCUS explicam, a propósito do risco de crédito nas obrigações: “*The risk that a bond issuer may default on its obligations is called default risk (or credit risk). Companies need to compensate for this default risk by promising a higher rate of interest on their bonds. The difference between the promised yield on a corporate bond and the*

O risco de crédito a que o financiador fica exposto tem duas dimensões: a quantitativa e a qualitativa. A primeira dimensão corresponde à parte da obrigação de capital e juros que poderá vir a não ser cumprida, enquanto a segunda se refere à probabilidade de incumprimento da empresa financiada e à eventual recuperação parcial do montante em dívida. Esta última dimensão do risco de crédito está relacionada com as garantias inerentes a determinado contrato de financiamento.¹⁶

No momento da concessão do crédito, o credor deverá fazer uma análise cuidada do nível de risco a que ficará exposto de modo a exigir a remuneração adequada e a estar precavido para o eventual incumprimento. Ademais, tendo em conta que o nível de risco subjacente ao contrato poderá alterar-se, o credor deverá monitorizar a empresa financiada, os seus comportamentos e as suas políticas de financiamento e investimento, ao longo da vida do contrato.

Veremos de seguida que o aumento do risco de crédito poderá decorrer do facto de ser, muitas vezes, conveniente à empresa financiada actuar de forma prejudicial aos interesses dos credores. Tal facto gera a necessidade de estes limitarem contratualmente o comportamento dos responsáveis pela empresa financiada.¹⁷

2.2 Os incentivos das partes

O aumento do risco de crédito poderá estar associado ao comportamento da empresa financiada. Este ocorre, nomeadamente, com o aumento do risco inerente à política de investimento, com a angariação de nova dívida ou com as cláusulas apostas aos novos contratos de financiamento.

Importa sublinhar que, no que concerne às matérias referidas, os interesses dos accionistas são, muitas vezes, contrários aos dos credores e que a vontade dos primeiros tendencialmente prevalecerá no seio empresarial.¹⁸ Tal facto leva a que alguns

yield on a U.S. Treasury bond with the same coupon and maturity is called the default premium” (cf. RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 173 – 174).

¹⁶ Vide BARBARA CASU/CLAUDIA GIRARDONE/PHILIPPE MOLYNEUX, *Introduction to Banking*, 1.ª edição, Prentice Hall, Reino Unido, 2006, pp. 282-283.

¹⁷ *Infra* ponto 2.2. e 2.3.

¹⁸ Como *supra* referido, os administradores da empresa são vistos como agentes dos accionistas, prosseguindo os interesses destes (cf. *supra* ponto 2.1.).

considerem que a empresa é um palco no qual se encontram representados interesses contraditórios.¹⁹

No que respeita à política de investimento, note-se que a posição dos credores é tanto mais vantajosa quanto menor o risco que lhe estiver subjacente, uma vez que a sua remuneração é fixa, não variando em função dos resultados da empresa, e que um maior risco do investimento implica o aumento do risco de crédito.²⁰

Por seu turno, como refere ILEEN MALITZ, os accionistas da empresa financiada terão, em teoria, um maior interesse do que os credores em que a empresa invista em projectos mais arriscados, de modo a que os resultados gerados com os mesmos permitam que a sua própria remuneração seja mais elevada, depois de satisfeitos os direitos dos credores da empresa.²¹

O que fica exposto leva-nos a compreender o primeiro conflito de interesses entre accionistas e credores da empresa financiada: os interesses opostos quanto à política de investimento.²²

Refira-se que, à medida que a empresa se aproxima da insolvência, este conflito de interesses assume contornos mais gravosos. Como resultado da realização de investimentos arriscados, a empresa poderá ter ganhos suficientes para se reabilitar e os accionistas poderão voltar a ver as suas participações valorizadas e lucros distribuídos e, em caso de perdas, os accionistas não perderão mais do que perderiam em caso de insolvência (a sua responsabilidade é limitada). Os credores, por seu turno, poderão ver a sua expectativa de reaver, parcial ou totalmente, os montantes investidos frustrada, por as perdas com tal investimento deteriorarem ainda mais o valor da empresa (v.g. diminuição dos activos).²³

Outra das situações que poderá gerar um aumento do risco de crédito é a contracção de nova dívida pela sociedade financiada. Neste caso, os resultados gerados pela empresa

¹⁹ Vide MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, 1976, pp. 345 – 358.

²⁰ Cf. Stewart C. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *The Journal of Financial Economics*, vol. 5, n.º 2, 1977, pp. 152 – 156.

²¹ V. Ileen B. Malitz, *op. cit.*, pp. 4-5.

²² Cf. Ileen B. Malitz, *op. cit.*, pp.7 - 9.

²³ Vide MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *op. cit.*, pp. 341 - 343.

financiada deixarão de servir apenas para reembolsar o credor originário, passando a satisfazer ainda o direito de crédito inerente à nova dívida angariada.²⁴

As repercussões de tal facto são maiores caso a nova dívida tenha um menor grau de subordinação ou mais garantias reais, obrigando a empresa financiada a reembolsar o capital e entregar a remuneração ao novo credor antes de o fazer em relação ao credor originário.²⁵ Como bem se compreende, tal implica um aumento do risco de crédito e uma perda de valor dos direitos do primeiro credor.²⁶

Apesar de a angariação de nova dívida ser prejudicial para os credores, os accionistas/administradores da empresa poderão ser incentivados a fazê-lo, por existirem oportunidades de investimento em projectos com um *Net Present Value* (“NPV”) positivo²⁷ e estes necessitarem de financiamento. O investimento neste tipo de projectos é importante para a empresa financiada, uma vez que tal poderá aumentar os seus resultados, implicando uma maior distribuição de dividendos ou um aumento do valor das participações dos accionistas.²⁸ Ademais, o financiamento através de capital alheio será, tendencialmente mais vantajoso para os accionistas, uma vez que estes não terão que efectuar entradas de capital adicionais.²⁹

A situação descrita consubstancia mais uma forma de conflito de interesses entre credores e accionistas, que poderá acarretar o aumento do risco de crédito.

Estes e outros conflitos de interesses e o facto de os administradores, enquanto agentes dos accionistas, prosseguirem os interesses destes últimos, levou a que surgisse a necessidade de os credores exigirem a aposição de *covenants* aos contratos de financiamento, de modo a reduzir a probabilidade de o risco de crédito se alterar ao longo da vigência do contrato e a criar mecanismos de resposta e protecção caso tal venha a suceder.³⁰

²⁴ V. ILEEN B. MALITZ, *op. cit.*, p. 9.

²⁵ Cf. ILEEN B. MALITZ, *op. cit.*, p. 9.

²⁶ Cf. *supra* ponto 2.1.

²⁷ Vide RICHARD A BREALEY/ STEWAETBC. MYERS/ ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 225 – 230.

²⁸ V. ILEEN B. MALITZ, *op. cit.*, p. 9.

²⁹ Para um explicação mais aprofundada sobre o tema vide MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *op. cit.*, p. 346.

³⁰ *Infra* ponto 2.3.

2.3 Os contratos de financiamento e os *covenants* como forma de restabelecer o equilíbrio entre as partes

A existência de conflitos de interesses entre accionistas/administradores e credores³¹ levou à necessidade de estes últimos introduzirem *covenants* aos contratos de financiamento, que protegessem a sua posição e lhes permitissem monitorizar adequadamente a empresa financiada.³²

Com efeito, os *covenants* são cláusulas contratuais que, mediante a imposição de certas obrigações à sociedade financiada, visam controlar os *supra* referidos conflitos de interesses,³³ permitindo, em contrapartida, à empresa financiada ter acesso ao crédito ou obtê-lo com uma remuneração menos onerosa.³⁴ A quantidade e qualidade de *covenants* apostos ao contrato de financiamento, por exigência do financiador, dependem da capacidade negocial da empresa financiada, do valor do crédito a conceder, da taxa de juro exigida, do período previsto de vigência do contrato, das garantias associadas ao contrato e do tipo de financiamento em causa (v.g. empréstimo bancário ou empréstimo obrigacionista).³⁵

Os *covenants*, tipicamente, obrigam a empresa a abster-se de praticar determinados actos (*covenants* negativos) ou comprometer-se a praticá-los (*covenants* positivos).³⁶ Os

³¹ *Supra* ponto 2.2.

³² Tal entendimento reflecte a Teoria da Agência aplicada aos *covenants*, segundo a qual os accionistas/administradores e os credores têm interesses divergentes e, caso não fossem apostos *covenants* aos contratos de financiamento, os primeiros actuariam de modo a beneficiar os seus interesses, prejudicando os segundos. Para uma análise mais pormenorizada da temática *vide* MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *op cit.*, STEWART C. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n.º 2, North-Holland Publishing Company, 1977, pp. 147 – 175 e CLIFFORD W. SMITH, JR./JEROLD B. WARNER, *On Financial Contracting, an analysis of bond covenants*, in *Journal of Financial Economics*, North-Holland publishing Company, pp. 117 – 161.

³³ MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING afirmam: “*In principle it would be possible for the bondholders, by the inclusion of various covenants in the indenture provisions, to limit the behavior in reductions in the value of the bonds*” (cf. MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *op. cit.*, pp. 350 – 351). No mesmo sentido, ILEEN B. MALITZ, *op. cit.*, p.11.

³⁴ Como frisa DANIEL FISCHER, os *covenants* não são “injustos”: a empresa financiada obtém financiamento em condições mais vantajosas por oferecer maior protecção ao credor (v. DANIEL FISCHER, *The Economics of Lender Liability*, in *Yale Law Journal*, vol. 99, 1989, p. 135).

³⁵ *Vide* EILÍS FERRAN, *Principles of Corporate Finance Law*, 1.ª edição, Oxford University Press Inc., Estados Unidos da América, 2008, pp. 329 – 330.

³⁶ V. EILÍS FERRAN, *op. cit.*, p. 328.

covenants que geralmente são apostos aos contratos de financiamento são os seguintes:³⁷

- i. Obrigações de reporte de informação: obrigam a empresa financiada a fornecer ao credor cópias das suas contas auditadas, demonstrações financeiras intercalares, outros documentos enviados aos accionistas e qualquer informação que o credor exija, dentro dos parâmetros da razoabilidade, bem como a comunicar quaisquer factos relacionados com a ocorrência de incumprimento das suas obrigações ou com a possibilidade de verificação do mesmo.
- ii. Obrigações financeiras: obrigam a que a empresa financiada mantenha um nível de solvabilidade necessário ao pagamento da dívida, exigindo-se, por exemplo que o activo corrente seja superior ao passivo corrente, que o rácio entre o total dos passivos e o capital próprio não desça abaixo de um certo nível ou que a distribuição de dividendos e outros montantes pagos aos accionistas não excedem uma determinada percentagem dos resultados da empresa.
- iii. Obrigações relativas à disposição de activos: exigem que a empresa não aliene, onere ou reafecte os seus activos, a menos que obtenha o consentimento do credor.
- iv. Obrigações relacionadas com o objecto social: impedem que a sociedade financiada altere o seu objecto social de tal modo que afecte negativamente o seu negócio, os seus activos ou a sua situação financeira.
- v. Obrigações relacionadas com a prestação de novas garantias: impedem a empresa financiada de oferecer novas garantias reais a favor de outros credores e exigem a que, em caso de contracção de nova dívida, o credor seja mantido *pari passu* com os novos credores.³⁸
- vi. Vencimento antecipado da obrigação de pagamento em caso de incumprimento: estas cláusulas permitem ao credor exigir o pagamento antecipado do capital e dos juros remuneratórios (e ainda dos juros decorrentes de cláusulas penais, caso estes se encontrem previstos) caso se verifique o incumprimento de alguma das obrigações previstas no contrato. Poderão ainda ser apostos aos contratos de financiamento *covenants* de incumprimento cruzado (*cross default*), mediante os

³⁷ Vide, por todos, EILÍS FERRAN, *op. cit.*, pp. 328 – 339.

³⁸ Para um estudo mais aprofundado da função e natureza jurídica deste tipo de cláusulas, v. JOANA PEREIRA DIAS, *Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a Pari Passu, a Negative Pledge e a Cross Default*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Teles*, IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 930 – 966.

quais o vencimento antecipado pode ocorrer se houver incumprimento em relação a qualquer outro dos credores da empresa.³⁹ O vencimento da obrigação de pagamento não é automático, pelo que o credor poderá optar por exigir o pagamento antecipado ou por outro tipo de comportamentos⁴⁰, nomeadamente ameaçar exigí-lo.

Uma primeira vantagem decorrente da aposição de *covenants* aos contratos de financiamento é o acesso do credor a informação privilegiada⁴¹. Mediante uma análise cuidada da mesma, o credor poderá monitorizar a empresa financiada, preparando-se para exercer os seus direitos, em caso de incumprimento das obrigações contratuais. Perante tal situação, o credor terá uma de duas reacções: exercer o seu direito de resolução do contrato de financiamento/exigência de vencimento antecipado da obrigação de pagamento ou ameaçar fazê-lo, como forma de interferir na tomada de decisões da empresa⁴² e, assim, extrair da situação condições mais vantajosas para a sua posição.^{43 44}

Esta obrigação de informação prevista nos contratos de financiamento reduz o risco de crédito, na medida em que permite controlar as decisões de financiamento e investimento que estão a ser tomadas, bem como a situação financeira da empresa.⁴⁵

A segunda consequência decorrente da aposição de *covenants* aos contratos de financiamento é precisamente o facto de delimitarem o conjunto de situações perante as

³⁹ A propósito da função e natureza jurídica deste tipo de cláusulas *vide* JOANA PEREIRA DIAS, *op. Cit.*, pp. 967 – 1017.

⁴⁰ *Vide* GEORGE C. TRIANTIS e RONALD DANIELS, *op. cit.*, pp. 1084 – 1088.

⁴¹ Segundo TRIANTIS e DANIELS, os bancos, enquanto financiadores, têm mais facilidade de acesso a este tipo de informação do que os investidores em geral, uma vez que estão sujeitos ao sigilo profissional, pelo que a empresa financiada não tem tanto receio de lhes conceder informação valiosa. Segundo os autores, por este e outros motivos, a monitorização das sociedades financiadas é, maioritariamente, levada a cabo por bancos. Esta aproveitará aos restantes credores da sociedade, uma vez que, em caso de violação de *covenants* ou de situação financeira difícil da sociedade financiada, o banco reagirá através do exercício dos seus direitos, enviando sinais que evidenciam a situação em que a empresa se encontra aos restantes credores e, possivelmente, ao mercado em geral. (cf. GEORGE C. TRIANTIS/RONALD DANIELS, *op. cit.*, pp. 1084 - 1090).

O facto de os bancos terem a seu cargo a tarefa de monitorizar a empresa financiada, beneficiando indirectamente os restantes *stakeholders* e suportando inteiramente o seu custo é um dos motivos que pode justificar a existência da heterogeneidade entre os credores, no que concerne aos respectivos clausulados contratuais (cf. FREDERICK TUNG, *op. cit.*, pp. 833 – 836).

⁴² *Vide* MICHELLE M. HARNER, *Trends in Distressed Debt Investing: an Empirical Study of Investors' Objectives*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, vol. 16, n.º 69, 2008, pp. 84 – 87.

⁴³ Cf. GEORGE C. TRIANTIS/RONALD DANIELS, *op. cit.*, pp. 1080-1081.

⁴⁴ As formas de utilizar a informação privilegiada para retirar, da situação descrita, benefícios não previstos no contrato serão alvo de maior desenvolvimento *infra*, no ponto 3.

⁴⁵ *Vide* EILÍS FERRAN, *op. cit.*, p. 331.

quais o credor poderá exercer o seu direito de resolução do contrato. Tal funciona como mecanismo de pressão sobre a sociedade financiada, que será incentivada a cumprir o contrato e, eventualmente, a ceder perante exigências do credor, caso este ameace resolver o mesmo.⁴⁶

No ponto 3 analisaremos alguns dos motivos e estratégias que poderão estar subjacentes à utilização dos *covenants* pelos credores da empresa em situação financeira difícil.

2.4 Validade dos *covenants* à luz do ordenamento jurídico português

Como vimos, a aposição de *covenants* está intimamente relacionada com a necessidade dos credores responderem aos possíveis comportamentos oportunistas por parte dos accionistas/administradores da empresa financiada. Analisámos, nos primeiros pontos do presente trabalho, os incentivos que os accionistas/administradores têm para actuar de forma contrária aos interesses dos credores. De seguida, analisámos a reacção dos credores ao desalinhamento de incentivos inerente aos contratos de financiamento. Como vimos, tal reacção poderá consubstanciar-se na aposição de *covenants* aos contratos de financiamento.

Chegados a este ponto, urge questionar se será lícita a introdução de tais cláusulas aos contratos de financiamento.

O Direito reconhece às partes o direito de incluírem, no contrato, as cláusulas que lhes aprouver, fixando livremente o seu conteúdo.⁴⁷ É concedido aos autores do contrato o direito de estabelecerem livremente as cláusulas que os regerão, desde que ambos acordem em submeter-se às regras que delas emanam. Esta liberdade decorre do princípio da autonomia privada,⁴⁸ segundo o qual os autores do negócio terão, dentro de certos limites⁴⁹, liberdade para estipular o conteúdo dos negócios pelos quais se regem.

⁴⁶ Cf. GEORGE C. TRIANTIS E RONALD DANIELS, *op. cit.*, pp. 1082 – 1091.

⁴⁷ Cf. artigo 405.º do Código Civil

⁴⁸ Vide, por todos, LUÍS MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, vol. I, 6.ª edição, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 21 - 23.

⁴⁹ A regra geral prevista no artigo 405.º do Código Civil é limitada pela Lei, pela Moral, pela Ordem Pública e pela Natureza, tal como previsto nos artigos 280.º, 294.º, 398.º e 401.º do referido diploma legal (cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 261 – 263).

Tendo em conta o que fica exposto, é fácil de compreender que as cláusulas em apreço consubstanciam formas de alinhar os incentivos das partes no contrato de financiamento. A necessidade de reprimir comportamentos oportunistas durante a execução do mesmo reflecte-se na forma como as partes fixam o conteúdo do contrato.

Tal motivação parece legítima, uma vez que as partes se encontram tão só a zelar pelos seus interesses, acordando num conteúdo negocial que afaste ou atenuie comportamentos oportunistas na execução do mesmo. Os credores, tendo em conta a experiência que têm da prática negocial e dos problemas que poderão ocorrer na vigência do contrato, encontram-se em melhores condições para acautelar os interesses que pretendem ver protegidos, estipular as regras adequadas para regerem a sua relação e permitirem a prossecução do fim contratual. Assim, consideramos que actuam no âmbito da autonomia privada, não se encontrando, no ordenamento jurídico português, qualquer limitação para a aposição de *covenants* como forma de precaver que os incentivos das partes no contrato de financiamento se encontrem alinhados.

Questão diversa prende-se com a forma como, concretamente, as partes utilizam as cláusulas em apreço. O facto da aposição das cláusulas em apreço aos contratos de financiamento ser permitida não significa que sejam legitimadas condutas oportunistas e abusivas das partes.⁵⁰ Tal questão será alvo de análise mais aprofundada *infra*, no ponto 4.

⁵⁰ No mesmo sentido, JOANA PEREIRA DIAS, *Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a Pari Passu, a Negative Pledge e a Cross Default*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Teles*, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 891 – 894.

3. As prerrogativas conferidas aos credores e a perturbação do equilíbrio empresarial

No capítulo anterior, foram sucintamente explanados alguns dos motivos que estão na origem da aposição de *covenants* aos contratos de financiamento⁵¹. Compreendemos que são criadas com o intuito de reduzir o risco de crédito, nomeadamente através do controlo do conflito de interesses entre accionistas e credores, da monitorização da situação financeira, das políticas de investimento e de financiamento da empresa ou do vencimento antecipado da obrigação de pagamento em caso de incumprimento, pela empresa financiada, das obrigações a que se encontra adstrita.⁵²

A análise dos motivos subjacentes à aposição de *covenants* aos contratos de financiamento e das funções típicas dos mesmos no universo empresarial, permite-nos compreender qual seria a utilização razoável dos mesmos. Contudo, a actuação dos credores face às prerrogativas de que dispõem, extravasa muitas vezes o razoável, entrando no campo do oportunismo.⁵³

3.1 Utilização dos *covenants* e implicações decorrentes da violação dos mesmos pela sociedade financiada

Os *covenants* têm, em princípio, subjacentes as motivações *supra* referidas. Contudo, nem sempre o fim para o qual foram destinados corresponde, na prática, à utilização que deles é feita. Certos factores poderão desequilibrar os interesses e incentivos subjacentes aos contratos de financiamento. O mais comum destes motivos corresponde à detenção, pelo credor, de uma carteira de investimento heterogénea, com diversas posições em relação à mesma empresa, que despoletam conflitos de interesses.⁵⁴

Por outro lado, o facto da empresa financiada incumprir algum dos *covenants* previstos no contrato de financiamento, colocá-la-á numa situação mais vulnerável, tornando mais

⁵¹ *Supra* ponto 2.1.

⁵² *Supra* ponto 2.2.

⁵³ DANIEL FISCHER define o conceito de comportamento oportunista da seguinte forma: “*Opportunistic behavior occurs whenever one party attempts to obtain, at the expense of the other, a benefit not contemplated by the initial agreement, either explicitly or implicitly. Thus whenever a lender attempts to renegotiate with the borrower for better terms when there is no basis for doing so, the lender is behaving opportunistically.*” (cf. DANIEL R. FISCHER, *op. cit.*, p. 135).

⁵⁴ V. MICHELLE M. HARNER, *op. cit.*, pp. 94 – 95.

fácil a utilização das cláusulas contratuais para obtenção de benefícios excessivos, por parte dos seus credores.

Como *supra* referido, caso a empresa financiada incumpra alguma das obrigações a que se encontra contratualmente vinculada, o credor poderá exigir-lhe antecipadamente o pagamento do capital, dos juros remuneratórios e, eventualmente, dos juros previstos na cláusula penal (caso esteja contratualmente prevista).⁵⁵

Tal eventualidade é altamente penalizadora para a empresa financiada, uma vez que esta poderá não dispor da liquidez necessária para fazer face imediata a tal responsabilidade.⁵⁶ Acresce ainda que a exigência antecipada de pagamento envia um sinal para o mercado, podendo levar a que este tome conhecimento da situação de incumprimento da empresa. A emissão de tal sinal por um credor da empresa coloca o mercado de sobreaviso,⁵⁷ podendo levar a que os restantes credores exijam também o pagamento antecipado (caso o seu contrato preveja o *covenant* de incumprimento cruzado).⁵⁸

Ademais, a dificuldade em obter novo financiamento⁵⁹ ou de se financiar nas mesmas condições, bem como uma situação em que a relação entre credor e devedor se tenha tornado muito especializada, poderão levar a um desinteresse, por parte da empresa financiada, de obter um novo crédito junto de outro *player* no mercado.⁶⁰

As situações *supra* descritas são algumas das que levam a empresa financiada a não ter, em princípio, interesse em que o mecanismo de vencimento antecipado da obrigação de pagamento seja accionado pelo credor.

O credor, por seu turno, apesar de poder exigir o pagamento antecipado da dívida, poderá optar por não o fazer⁶¹, deixando no ar uma ameaça decorrente da possibilidade

⁵⁵ Cf. EILÍS FERRAN, *op. cit.*, p. 344.

⁵⁶ V. ponto 2.2. *supra*.

⁵⁷ Vide GEORGE C. TRIANTIS E RONALD DANIELS, *op. cit.*, p. 1088.

⁵⁸ V. EILÍS FERRAN, *op. cit.*, pp. 340 - 341.

⁵⁹ V. MICHELLE M. HARNER, *op. cit.*, pp. 95 - 97.

⁶⁰ Vide DANIEL R. FISCHER, *op. cit.*, p. 136.

⁶¹ Geralmente os credores optam por não exigir o cumprimento antecipado da obrigação de pagamento, preferindo prosseguir outro tipo de condutas, que se tornam viáveis pela situação de

de proceder de modo diferente, caso o deseje. A referida ameaça levará a que o credor fique com um considerável poder sobre o processo de decisão da empresa, uma vez que esta estará disposta a agir de acordo com a sua vontade.⁶²

Como veremos no ponto seguinte, as estratégias levadas a cabo pelos credores não são necessariamente coincidentes com o interesse da sociedade financiada e dos restantes *stakeholders* e, para prosseguir os seus próprios interesses, o credor poderá actuar em prejuízo daqueles.

3.2 As possíveis condutas do credor controlador

Colocado na situação *supra* descrita, o credor poderá utilizar os mecanismos previstos no contrato de forma oportunista, de modo a maximizar a rentabilidade do seu investimento. No presente ponto do nosso trabalho, faremos, sem pretensão de exaustividade, uma análise de algumas das possíveis utilizações abusivas das prerrogativas conferidas pelos *covenants*, pelo credor da sociedade.

Influenciar/controlar o processo de decisão da empresa

No âmbito da actividade de monitorização, o credor poderá ter o direito de nomear um administrador, como forma de tomar conhecimento das decisões empresariais tomadas no conselho de administração e de dar a conhecer a posição do financiador a tal órgão. Tal não acarretará necessariamente um comportamento oportunista por parte da sociedade financiadora, uma vez que o administrador em causa poderá não actuar de modo a pressionar o devedor a decidir de acordo com as exigências ditadas por aquela.

Contudo, poderá ainda suceder que o credor, nestas circunstâncias, utilize o seu ascendente sobre a empresa para controlar o processo de decisão da mesma.⁶³ Neste caso, o credor poderá emitir directrizes e instruções, exigindo que o conselho de administração actue em conformidade.

incumprimento da empresa financiada (cf. GREG NINI/AMIR SUFI/DANIEL C. SMITH, *Creditor Control Rights, Corporate Governance and Firm Value*, 2010, p. 9).

⁶² Cf. GEORGE C. TRIANTIS e RONALD DANIELS, *op. cit.*, pp. 1096 – 1099.

⁶³ V MICHELLE M. HARNER, *op.cit*, pp. 84 - 85.

Como bem se compreende, nestes casos, as decisões, apesar de formalmente tomadas pelo conselho de administração da empresa, são da autoria do credor, assumindo este o papel de “*administrador de facto*” ou “*administrador sombra*”.⁶⁴

Neste caso, os interesses e conveniências do credor prevalecem sobre a vontade do conselho de administração da sociedade financiada, o que poderá ter efeitos nefastos. O credor terá poder de decisão sobre os assuntos sociais, sem que esteja vinculado ao seu fim, podendo desenvolver estratégias, que prossigam o seu interesse próprio, em detrimento do da sociedade financiada.

Prosecução de estratégias que valorizem outras posições em relação à empresa

No seguimento do que fica exposto, assume especial relevância o facto de, muitas vezes os financiadores⁶⁵ deterem uma carteira de investimento heterogénea, com diversas posições em relação à mesma empresa, representando interesses contraditórios. Estes investidores podem, a título de exemplo, ser titulares não só de dívida da empresa financiada, mas também de capital e instrumentos financeiros derivados,⁶⁶ como *credit default swaps*⁶⁷ ou *equity short sales*⁶⁸. Tal coloca-os em posições de conflito de interesses quanto às diversas posições que detêm em relação à mesma empresa.⁶⁹

⁶⁴ Vide EILÍS FERRAN, *op. cit.*, p. 343.

⁶⁵ JONATHAN C. LIPSON explica que muitas vezes, os investidores não são credores originários da empresa, mas sim investidores profissionais em *disstressed debt*, que compram a dívida no mercado secundário (Vide JONATHAN C. LIPSON, *op. cit.*, p. 6).

⁶⁶ Vide MICHELLE M. HARNER, *op. cit.*, pp. 94 -95.

⁶⁷ Os *credit default swaps* são instrumentos financeiros derivados que permitem transferir o risco de crédito de produtos financeiros com rendimentos fixos. O comprador da protecção paga ao vendedor da mesma “*um montante periódico (default swap premium ou CDS spread), obtendo deste último uma compensação no caso de não cumprimento por parte de uma única terceira entidade (entidade de referência ou devedor), em relação a um direito de crédito que o comprador de protecção tem sobre a entidade de referência*”. Estes instrumentos financeiros derivados poderão cobrir não só situações de incumprimento, mas também a deterioração do valor do crédito (cf. DOMINGOS FERREIRA, *Swaps e derivados de crédito, ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC*, 1.ª edição, edições Sílabo, Lisboa, 2008, pp. 336 - 342).

⁶⁸ *Equity short sale* é a venda de uma acção emprestada de um terceiro. O vendedor com a posição *short* (que detém as acções emprestadas) compra uma acção idêntica no mercado e devolve-a ao terceiro que lha havia emprestado, extinguindo assim a obrigação que tinha em relação a este. Se o preço das acções descer, o valor que o vendedor com a posição *short* terá que pagar por elas no mercado será menor do que o produto da venda anterior, gerando um ganho (cf. MERRITT B. FOX/LAWRENCE GLOSTEN/PAUL TETLOCK, *Short selling and the news: a primary report on an Empirical Study*, in *New York Law School Law Review*, vol. 54, 2010, p. 659).

⁶⁹ . MICHELLE M. HARNER, *op. cit.*, pp. 94- 95

Neste caso, o credor poderá ter um incentivo para controlar o processo de decisão da empresa financiada de modo a agravar a sua situação financeira, tendo como objectivo a deterioração do valor do crédito. Procedendo desta forma, maximizaria a rentabilidade das suas posições em instrumentos financeiros derivados, o que poderia ser-lhe financeiramente mais vantajoso.⁷⁰

Renegociação do contrato de financiamento

O credor poderá ainda exigir que o contrato de financiamento seja renegociado, de modo a que lhe sejam conferidas melhores condições contratuais. Tal poderá implicar a exigência do aumento do juro remuneratório, garantias adicionais ou a aposição de *covenants* mais restritivos.⁷¹ Caso a referida exigência não tenha fundamento, sendo fruto da mera pressão do credor relativamente a uma empresa vulnerabilizada, implicará uma perda de valor da empresa e, conseqüentemente, uma desvalorização da posição dos restantes *stakeholders*.

⁷⁰ Vide FRANK PARTNOY e DAVID A. SKEEL JR., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 75, 2007, pp. 1037 – 1042.

⁷¹ Cf. GEORGE C. TRIANTIS e RONALD DANIELS, *op. cit.*, pp. 1096 – 1099.

4. Soluções preconizadas pela doutrina e jurisprudência

A temática em análise cativou a atenção da doutrina nacional e internacional. Nos Estados Unidos da América e na Alemanha o assunto tem sido mais amplamente discutido, sendo que apenas recentemente o tema foi introduzido em Portugal. No presente ponto do nosso trabalho procuraremos proceder a uma análise crítica das principais orientações doutrinárias e jurisprudenciais que procuram solucionar os casos em análise.

4.1 O credor como principal numa relação de agência

Exposição da tese

Segundo a teoria em apreço, o exercício de controlo sobre a empresa financiada, por parte do credor, cria uma relação de agência, na qual a primeira assume o papel de agente e o segundo o de principal. Consideram os autores que sufragam a presente tese que o controlo do processo de decisão da empresa financiada, pelo credor, torna a empresa e a sua administração agentes do credor, na medida em que actuam em nome deste e no seu interesse.⁷² Assim, consideram que o credor deve estar sujeito a deveres de lealdade nos mesmos termos que o principal.⁷³

Análise crítica

Existem diferenças substanciais entre a relação de agência e a relação subjacente a um contrato de financiamento. Note-se, desde logo, que o agente actua por conta do principal, sendo que os seus actos se repercutem na esfera jurídica deste último⁷⁴. Como refere PINTO MONTEIRO, no âmbito deste tipo de relação contratual, é indubitável que o agente deve prosseguir os interesses do principal, zelando pela defesa destes⁷⁵.

⁷² Cf. WILLIAM H. LAWRENCE, *op. cit.*, pp. 12 – 14.

⁷³ V. J. DENNIS HYNES, *op. cit.*, p. 9.

⁷⁴ Cf. PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, editora ática, Lisboa, 1961, pp. 192 - 195.

⁷⁵ Vide ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Contrato de Agência, anotação*, 6.ª edição, Almedina, Coimbra, 2007, p. 51 – 52.

No caso da relação que subjaz a um contrato de financiamento, ainda que o credor disponha de poder de influência sobre o processo decisório da empresa financiada, esta última encontrar-se-á sempre vinculada ao seu próprio fim ou objecto social.⁷⁶⁻⁷⁷ Seria inadmissível aceitar que esta relação se deveria pautar pelos mesmos princípios que a relação de agência, sendo que esta última pressupõe que o agente actue no interesse do principal, enquanto que na relação de financiamento se pretende salvaguardar, pelo menos em certa medida, exactamente o contrário. Como bem se compreende, uma analogia nestes termos não cumpriria o objectivo último de afastar condutas abusivas e oportunistas por parte do credor, tendo em conta que, em última análise, seria o interesse deste que seria salvaguardado. Não existindo numa e noutra relação o mesmo tipo de conflitos de interesses e de posições a salvaguardar, dificilmente se compreende a vantagem decorrente do enquadramento desta situação no âmbito de uma relação que assume contornos tão diferentes.

Ainda que admitíssemos que a relação *sub judice* se aproxima, substancialmente, da relação de agência, as vantagens decorrentes de tal analogia seriam, ainda assim, difíceis de discernir. Com efeito, o regime do contrato de agência,⁷⁸ aquando da consagração dos direitos e deveres do agente e do principal, impõe que a conduta das partes se pautem pela boa fé.⁷⁹ Quanto a este ponto, o referido Diploma nada acrescenta em relação à fórmula prevista no artigo 762.º, número 2, que impõe esses mesmos deveres às relações contratuais em geral⁸⁰.

4.2 A teoria da instrumentalização e a submissão a deveres de lealdade

Exposição da tese

Segundo os defensores da presente teoria, os deveres de lealdade associados a uma posição de controlo devem ser aplicados não só aos titulares de participações sociais,

⁷⁶ Cf. artigo 160.º, número 1, do C. C.

⁷⁷ A empresa financiada encontra-se vinculada ao seu próprio fim e interesse social. A prossecução de interesses alheios, na medida em que não correspondam aos seus, é algo que, inclusivamente lhe está vedado (*Vide*, por exemplo, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2005, p.166 – 175).

⁷⁸ Decreto-Lei número 178/86, de 3 de Julho, com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei número 118/93, de 13 de Abril.

⁷⁹ *Vide* artigo 6.º e 12.º do Decreto-lei que regula o contrato de agência.

⁸⁰ V. ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Contrato de Agência cit.*, p. 79.

que confirmam controlo sobre a empresa, mas também aos credores que detenham domínio absoluto sobre a mesma, em virtude do incumprimento contratual.⁸¹ Tal posição baseia-se na ideia de que o credor controlador assume o papel de *insider*, tal como um accionista, considerando-se assim que deve estar sujeito a deveres de lealdade nos mesmos termos que este.⁸²

Caso um credor instrumentalize a empresa financiada, utilizando-a para prosseguir os seus próprios interesses e causando-lhe danos⁸³, terá violado os deveres de lealdade a que se encontrava adstrito, devendo responder pelos prejuízos criados, nos mesmos termos em que um sócio, com semelhante poder, deveria ser responsabilizado⁸⁴.

Próxima destes autores, ANA PRESTELO DE OLIVEIRA defende, entre nós, que “*caso o controlo exercido pelo mutuante seja equiparável aos controlo exigido pelos accionistas, não há como recusar a sujeição de uns e de outros a deveres de lealdade equivalentes*”.⁸⁵ Na opinião da Autora, o credor controlador teria tanto interesse em instrumentalizar a sociedade, prejudicando os restantes *stakeholders*, como o titular de participação social em relação aos demais accionistas. Assim, à luz do princípio da correlação entre o poder e a responsabilidade, bem patente no regime dos grupos societários, os deveres de lealdade deveriam também aplicar-se aos credores com capacidade para influenciar o processo de decisão da empresa financiada.⁸⁶

A Autora prossegue a sua linha de argumentação advogando que a imposição de deveres de lealdade aos credores nestas circunstâncias resulta da ligação especial que existe entre estes e a empresa financiada, tendo em conta a capacidade que têm de se imiscuir no seu processo decisório, encontrando-se em posição de lhe causar danos, exactamente nos mesmos moldes em que o sócio controlador poderia fazê-lo. Assim,

⁸¹ V. *Krivo Industrial Supply Co. v. National Distillers and Chemical Corp.*, 483 F.2d 1098, 5th Cir.. No mesmo sentido, PHILIP I. BLUMBERG, *The Transformation of Modern Corporation Law: The Law of Corporate Groups*, in *Connecticut Law Review*, vol. 37, n.º 3, 2005, pp. 613 - 614.

⁸² V. *Mobile Steel Company Benjamin v. Y. Diamond (in re Mobile Steel Co.)*, 563 F.2d 692, (5th Cir., 1977).

⁸³ J. DENNIS HYNES, *Lender Liability: The Dilemma of the controlling creditor*, in *Tennessee Law Review*, vol. 58, 1991, p. 5.

⁸⁴ WILLIAM H. LAWRENCE, *op. cit.*, pp. 14 – 16.

⁸⁵ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?*, in *Revista de Direito das Sociedades*, número 1, Almedina, p. 131.

⁸⁶ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 119 – 126.

conclui que o credor controlador se encontra adstrito a deveres de lealdade na exacta medida dos do sócio controlador, tanto na sua componente negativa, que implica omitir actuações danosas, como na sua vertente positiva, devendo prosseguir o fim ou interesse social.⁸⁷

Análise crítica

Apesar do reconhecido mérito da posição em apreço, não cremos que a solução adiantada corresponda à resposta mais adequada a dar às situações em análise.

Antes de explicarmos com maior detalhe os motivos pelos quais discordamos da tese em análise, consideramos imprescindível compreender, previamente, o *ratio* subjacente à imposição de deveres de lealdade aos accionistas.

Os accionistas de uma determinada sociedade são *players* que se associaram de modo a prosseguir um fim comum.⁸⁸ A sua actuação será, *a priori*, “conjunta e confluyente”,⁸⁹ não se esperando que procedam, activa ou omissamente, de forma a inviabilizar a prossecução do mesmo.⁹⁰ Neste contexto, ao estatuto de sócio encontra-se associado a um conjunto de direitos (*maxime* os direitos de voto), que lhe permite participar no processo de decisão e, eventualmente, ditar o rumo da sociedade, quer directamente (pelo exercício dos seus direitos de voto), quer indirectamente (através da nomeação de administradores).⁹¹ Note-se que os direitos de voto conferidos aos accionistas não assentam no pressuposto de que os accionistas irão exercer-los de modo a prejudicar a empresa e o seu fim, mas sim de que os diversos titulares de participações sociais têm visões diferentes acerca da melhor forma de prosseguir-lo.

⁸⁷ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 126 – 133.

⁸⁸ STEFAN HABERMEIER, *Gesellschaft und Verein, no Staudinger BGB, Eckpfeiler des Zivilrechts*, 2005 (711 – 745), p. 712, *apud* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A lealdade no direito das sociedades comerciais*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 66, vol. III, 2006, p. 3.

⁸⁹ V. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades, I, Das sociedades em geral*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 441 – 442.

⁹⁰ Vide PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op. cit.*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2006, p. 333.

⁹¹ Sobre os direitos dos accionistas, *vide*, por exemplo, JORGE PINTO FURTADO, *Curso de Direito das sociedades comerciais*, 5.^a edição rev. e act., Almedina, Coimbra, 2004, pp. 229 – 239.

Refira-se ainda que os deveres de lealdade dos accionistas e a consequente exoneração dos mesmos em caso do seu incumprimento encontram fundamento “*na protecção do fim do contrato de sociedade traduzido no fim social enquanto elemento comum aos interesses dos accionistas contraentes e meio contratual de satisfação de interesses distintos*”.⁹²

Independentemente do teórico alinhamento de interesses entre accionistas e entre estes e a sociedade, os interesses individuais dos mesmos poderiam levar a que exercessem os seus direitos de forma abusiva, podendo causar, em última análise, prejuízo à sociedade ou aos restantes accionistas. Como tal, surgiu a necessidade de associar aos direitos conferidos aos titulares de participações sociais, deveres de lealdade, de modo a que a sua conduta não se afastasse daquilo que seria normal e expectável, sendo a sua actuação, pelo menos funcionalmente, fiável.⁹³ Sublinhe-se que tais deveres de lealdade encontram-se associados a direitos conferidos aos accionistas, sendo decorrentes do seu estatuto⁹⁴ e procurando evitar que estes, ao exercerem-nos, se desviem de uma bitola correcta e previsível de actuação.⁹⁵

É exactamente por existir um tendencial alinhamento de interesses entre os accionistas e a sociedade, que se gera uma especial relação entre eles⁹⁶ e, consequentemente, é expectável uma actuação de boa fé da sua parte, o que implica que omitam comportamentos que possam prejudicar a sociedade e exige que actuem de modo a prosseguir o seu interesse social.⁹⁷

⁹² Acórdão n.º 04A4369 de 18 de Maio de 2004 proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça.

⁹³ A propósito da relação de confiança, pelo menos funcional, que os deveres de lealdade visam assegurar, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A lealdade cit.*, pp. 238 – 239.

⁹⁴ Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A lealdade cit.*, p. 7.

⁹⁵ Vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A lealdade cit.*, p. 1.

⁹⁶ Decorrente do *supra* mencionado estatuto dos accionistas, que lhes confere direitos e deveres.

⁹⁷ A doutrina divide-se no que concerne à concretização do conceito “interesse social”. Alguns autores adoptam uma visão institucionalista do conceito, considerando que o mesmo corresponde ao interesse da empresa (vide ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, 3.ª edição, aum e act., Coimbra editora, Coimbra, 2003, p. 53; JOSÉ OLIVEIRA ASCENÇÃO, *Direito Comercial, IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral*, Lisboa, 2000, pp. 68 – 69). Por seu turno, a maioria da doutrina envereda por uma posição mediante a qual o interesse social corresponde aos interesses dos accionistas (cf. RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas, III, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1991, pp. 150-151; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 521 – 522).

Como bem se compreende, a relação que emerge da realidade descrita não se identifica com a relação entre os credores e a sociedade financiada ou entre credores entre si, uma vez que, como vimos anteriormente,⁹⁸ muitos poderão ser os conflitos emergentes da relação entre eles.

A relação entre credores e a sociedade financiada baseia-se num conjunto de interesses contraditórios, que o contrato de financiamento visa alinhar.⁹⁹ Com efeito, este prevê a prestação de uma das partes, mediante a uma contraprestação de outra e estabelece formas de colmatar ou reduzir eventuais conflitos que emirjam na execução do mesmo.

Neste contexto, parece-nos que a imposição de deveres de lealdade dos credores em relação à sociedade, nos mesmos termos que a dos accionistas, criaria uma obrigação, em certa medida, contrária à natural relação existente entre eles,¹⁰⁰ em vez de se limitar a afastar eventuais comportamentos desviantes em relação aos que seria razoável e expectável da sua parte. Tal assume especial relevância se pensarmos na vertente positiva dos deveres de lealdade dos accionistas. Impô-la ao credor implicaria obrigá-lo a prosseguir activamente o interesse social da empresa financiada, sem que este coincidissem necessariamente com o seu, o que levaria, em última instância, a que se exigisse do credor um procedimento altruísta e a não prossecução do seu próprio fim.

Tal levantaria, desde logo, um primeiro problema: o credor colocado perante tal situação poderia estar (e provavelmente estaria) perante um conflito de deveres. Por um lado, estaria adstrito ao seu próprio fim social, sendo que os seus accionistas e administradores estariam obrigados a prosseguir o interesse da empresa credora, por outro lado, estariam vinculados a deveres de lealdade em relação à sociedade financiada. Neste contexto, levantar-se-ia uma questão: se o conselho de administração do credor prosseguisse, de forma activa, o interesse da empresa financiada, não sendo este coincidente com o da credora, não estaria a colocar em causa o próprio interesse social desta última, violando deveres de lealdade em relação aos seus accionistas?

⁹⁸ *Supra* ponto 1.

⁹⁹ *Vide* a este propósito ponto 2 *supra*.

¹⁰⁰ A relação entre o credor e a sociedade financiada encerra um conjunto de interesses contraditórios, que o próprio contrato de financiamento visa alinhar (*vide*, por exemplo, DANIEL R. FISCHER, *op. cit.*, p. 10).

Do problema enunciado resultaria ainda uma outra questão de ordem prática: quem estaria em condições de avaliar, qual o momento a partir do qual o credor ficaria vinculado a tais deveres? Se considerássemos que este momento deveria ser definido pelo juiz, *ex post*, até que ponto não se estaria a criar uma fonte de incerteza para ambas as partes, no seio empresarial, prejudicial ao funcionamento harmonioso dos seus órgãos?

Por último, caso se aceitasse a vinculação do credor a deveres de lealdade, levantar-se-ia uma terceira questão incontornável. Acolher tal tese equivaleria a considerar que existe uma relação de subordinação da sociedade financiada em relação ao credor controlador e que o Direito não só a aceita, como intervém na regulação da mesma e no alinhamento dos interesses em causa, chamando a boa fé a ditar os contornos aceitáveis do exercício do direito de uma das partes em relação à outra. Não se compreende, no entanto, como se compatibilizaria essa situação com o regime do contrato de subordinação previsto no Código das Sociedades Comerciais.¹⁰¹ Não seria que tal situação consubstanciaria uma forma de contornar os requisitos, forma e formalidades impostos pelos referidos preceitos? Não se estaria a subverter o regime em causa?

Pelo que fica exposto, consideramos que a tese em apreço não colhe, sendo de rejeitar a aplicabilidade de deveres de lealdade equivalentes aos dos accionistas, aos credores, ainda que estes disponham da capacidade para influenciar o seu processo de decisão.

4.3. A teoria da primazia do contrato

Exposição da tese

Segundo a doutrina da primazia do contrato, impor deveres de lealdade aos credores no âmbito dos contratos de financiamento, não só não corresponderia à resposta correcta a dar ao problema, como acarretaria consequências nefastas para as empresas financiadas enquanto classe e para o mercado em geral.

¹⁰¹ O regime do contrato de subordinação, previsto nos artigos 493.º e ss., prevê diversos pressupostos, forma e formalidades para que seja possível conferir o poder de direcção de uma sociedade a uma terceira. Note-se que o poder de uma sociedade dirigir outra só poderá ocorrer caso tenha sido instituído entre ambas um contrato de subordinação ou em caso de domínio total (cf. 491.º Código das Sociedades Comerciais).

Segundo os defensores desta tese, as partes, no âmbito da sua autonomia privada, negociam os contratos da forma que consideram mais apropriada para regular a sua relação, prevendo, neste contexto, os direitos e deveres de ambas¹⁰². A título de exemplo, o facto de preverem certos *covenants*, que permitem aos credores um maior nível de controlo sobre a empresa financiada, permite à empresa financiada obter uma remuneração menos onerosa do financiamento.¹⁰³

Assim, na execução do contrato, as partes devem poder exercer os direitos que lhes são conferidos pelo contrato sem restrições. Segundo a teoria em apreço, uma conduta apenas deve ser considerada inaceitável, caso viole o contrato.¹⁰⁴ Neste sentido, a boa-fé deve actuar apenas de modo a evitar que se retirem vantagens oportunistas através da utilização de lacunas do contrato¹⁰⁵ e nunca para impedir que as partes possam, livremente, usar as prerrogativas conferidas pelas cláusulas contratuais.¹⁰⁶

Segundo os Autores, a imposição da boa-fé como padrão de comportamento exigido às partes criaria um elevado grau de incerteza por, na maioria dos casos, ser deveras difícil (se não impossível) averiguar se o credor adoptou um comportamento oportunista, uma vez que ele próprio não o irá assumir. Por outro lado, exigir este padrão de comportamento inviabilizaria, em certa medida, a vantagem que se pretende obter com a aposição de *covenants* aos contratos de financiamento, *i.e.* reduzir a remuneração exigida pelos credores. Tal ficaria a dever-se ao facto dos credores saberem de antemão que o exercício dos direitos conferidos pelos contratos não lhes seria, efectivamente, permitido ou que o seu exercício poderia levar a que fossem responsabilizados judicialmente por comportamentos, alegadamente, oportunistas. Tal prejudicaria as empresas financiadas enquanto classe.¹⁰⁷

¹⁰² Kham and Nate's Shoes v. First Bank of Whiting, 908 F.2d 1351.

¹⁰³ DANIEL R. FISCHER, *op.cit.*, p. 7.

¹⁰⁴ Kham and Nate's Shoes v. First Bank of Whiting, 908 F.2d 1351.

¹⁰⁵ DANIEL R. FISCHER, *op.cit.*, p. 7.

¹⁰⁶ Cf. Kham and Nate's Shoes v. First Bank of Whiting, 908 F.2d 1351

¹⁰⁷ Vide DANIEL R. FISCHER, *op.cit.*, pp. 7 - 10.

Análise crítica

Não podemos concordar com a tese em apreço. Apesar de poder ser utilizada como elemento coadjuvante da interpretação¹⁰⁸ e da integração¹⁰⁹, a boa fé funciona ainda como limite à actuação privada, no âmbito da execução contratual. Tal encontra acolhimento não só na doutrina¹¹⁰ e jurisprudência, como na própria letra da lei¹¹¹. Os deveres de boa fé de fonte legal (e não contratual), a que as partes se encontram adstritas, dividem-se, segundo a sistematização de MENEZES CORDEIRO¹¹², em três tipos diferentes: informação, lealdade e protecção.

Assim e contrariamente ao defendido pela teoria da primazia contratual, nas relações contratuais duradouras, “*em ordem a não frustrar a intensa relação de confiança e colaboração que deve vigorar entre as partes*”¹¹³, estas deverão actuar de acordo com tais deveres acessórios de conduta.¹¹⁴

A análise da limitação à actuação das partes, em sede contratual, por imposição de deveres acessórios, será aprofundada no ponto seguinte do presente trabalho.¹¹⁵ De momento, referimo-la apenas, de modo a fundamentar a nossa discordância em relação à teoria em apreço.

¹⁰⁸ Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português, I, Parte Geral*, Tomo I, 3.^a edição ver. e act., Almedina, Coimbra, 2007, p. 759.

¹⁰⁹ V. FERNANDO PIRES DE LIMA/JOÃO ANTUES VARELA, *Código Civil Anotado*, vol. I, 4.^a edição ver. e act., Coimbra editora, 1987, p. 226.

¹¹⁰ Vide, por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé cit.*, p. 602.

¹¹¹ Cf. art. 762.º, número 2, do Código Civil

¹¹² Vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé cit.*, pp. 603 – 625.

¹¹³ Cf. LUÍS MENEZES LEITÃO, *op. cit.*, p. 112.

¹¹⁴ Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé cit.*, pp. 586 – 631.

¹¹⁵ *Infra* ponto 5.

5. Posição adoptada

Pese embora o mérito e autoridade das teses *supra* referidas, abalançamo-nos a concluir, pelos motivos enunciados, que as mesmas não prescrevem o tratamento mais adequado para a questão em análise. Assim, apresentaremos de seguida aquela que, salvo melhor opinião, consubstancia a resposta mais apropriada para a situação.

A actuação do credor e a resposta da empresa financiada

Mediante a celebração de um contrato de financiamento, as partes comprometem-se a cumprir uma série de obrigações. Acaso se preveja contratualmente uma obrigação de vencimento antecipado do pagamento por incumprimento de uma dessas obrigações, o credor poderá exigir o pagamento imediato do capital e juros, caso tal situação se verifique. Um credor colocado nestas circunstâncias poderá, contudo, optar por não exercer este seu direito, exigindo da contraparte determinadas contrapartidas.

O facto de credor e devedor chegarem a acordo quanto às condições exigidas pelo primeiro para não exercer o referido direito enquadra-se, *a priori*, no âmbito da autonomia privada, não merecendo do Direito qualquer juízo de desvalor. Refira-se que a exigência de condições contratuais mais favoráveis, de um maior controlo sobre a política de investimento ou até da nomeação de um administrador serão algumas das formas, mediante as quais o credor pode controlar o seu risco de crédito e assegurar que a situação financeira da empresa não se degrada. Tal, poderá corresponder a um reajustamento do equilíbrio contratual acordado entre as partes.

Questão diversa coloca-se caso o credor exija que a empresa financiada actue segundo as suas instruções (assumindo o papel de “*administrador de facto*”), prosseguindo o seu próprio interesse e prejudicando o daquela. Tal poderá suceder caso solicite que a empresa financiada melhore as condições do contrato de financiamento de forma desproporcionada ou que celebre um negócio que lhe seja muito desvantajoso.

Nestes casos, a empresa financiada encontrar-se-á a actuar de forma contraditória aos seus próprios interesses, muito provavelmente, com o único objectivo de evitar que lhe seja exigido a prestação imediata da obrigação de pagamento. Recorde-se que a empresa

colocada nesta situação violou determinada obrigação contratual (v.g. a obrigação de pagamento atempado das prestações mensais, a manutenção do rácio de solvabilidade dentro de certos limites, etc.), pelo que, provavelmente se encontrará numa situação financeira difícil. Assim sendo, poderá não ter forma de proceder ao pagamento integral do capital e juros, sendo forçada a concordar com as exigências do credor.

Violação de deveres acessórios de conduta?

As partes, mediante um juízo *ex ante*, procuram antever as possíveis dificuldades que resultarão da execução contratual, acordando cláusulas e redigindo o contrato, no âmbito da autonomia privada, de modo a que nele se encontrem previstas todas as possíveis fontes de desacordo e litígio.

A regulação, pelas partes das relações que emergirão do contrato, não obsta a que, por imposição da boa fé, estas fiquem ainda obrigadas a respeitar certos limites de actuação. Tal resulta, desde logo, do artigo 762.º, número 2, do Código Civil. Segundo MENEZES CORDEIRO, a referida norma comporta, não só o dever das partes efectuarem as operações materiais necessárias à efectiva realização da prestação (prestações secundárias), mas também as vincula a deveres de conduta, impostos pela boa fé, que se destinam a assegurar que, na vigência do contrato, as partes actuam dentro de certos parâmetros (deveres acessórios de conduta).¹¹⁶ Tal como *supra* referido, estes últimos dividem-se em deveres de informação, lealdade e protecção.

No caso em apreço, o credor colocado perante a possibilidade de exercício de um direito, o da exigência de pagamento imediato de capital e juros, opta por não o fazer, exigindo da outra parte contrapartidas. Tal comportamento, inserido no âmbito da autonomia privada, poderá corresponder tão só a um reajustamento do equilíbrio contratual e dos incentivos das partes, por via de um novo acordo entre elas. Sublinhe-se que se o credor obtiver influência sobre o processo de decisão da empresa financiada, exercendo-a de forma a satisfazer o seu próprio interesse, encontra-se a exercer um direito conferido por aquela, no âmbito de um acordo, que visa assegurar que esta não

¹¹⁶ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé cit.*, pp. 592 – 593.

exerce o seu direito contratual de exigência de pagamento integral do capital e juros em caso de incumprimento.¹¹⁷

Questão diversa colocar-se-ia caso o credor, ameaçando o exercício do referido direito, exigisse da empresa financiada, um comportamento que lhe fosse prejudicial. Neste caso, o credor encontrar-se-ia a aproveitar a sua capacidade de ingerência no governo societário da empresa financiada, pressionando-a a adoptar uma conduta que, aparentemente, contrariaria o seu próprio fim. Mas seria efectivamente assim?

O facto de a empresa financiada aceitar um novo acordo e a celebração de negócios aparentemente desvantajosos pode advir do facto da opção alternativa (o pagamento integral imediato) implicar a insolvência da empresa. Nestas circunstâncias, a empresa financiada tem interesse em que o direito da contraparte não seja exercido, sendo que o credor admite não o fazer, caso lhe sejam atribuídas certas contrapartidas. Será que neste caso, o Direito, através dos deveres acessórios de conduta, deveria limitar a margem de actuação das partes?

Os deveres acessórios de conduta visam limitar a actuação das partes em situações em que estas prossigam objectivos nocivos em relação ao fim contratual.¹¹⁸ Com efeito, o dever de lealdade seria chamado a intervir na situação em apreço, uma vez que estes exigem que as partes não falseiem “*o objectivo do negócio*” e não desequilibrem “*o jogo das prestações por elas consignado*”.¹¹⁹ Mas será de admitir que, no caso em apreço, se está efectivamente a falsear o objectivo do negócio ou a desequilibrar as prestações por ele consignadas?

O facto de as partes, no decurso do incumprimento contratual, chegarem a um acordo para evitar a resolução do contrato, não parece falsear o objectivo do contrato, mas precisamente o contrário. Por outro lado, embora as prestações possam parecer, numa primeira análise, desequilibradas, não devemos esquecer que a situação alternativa seria altamente gravosa para a empresa financiada. Note-se que a exigência do pagamento

¹¹⁷ Note-se que a boa fé não exige que o credor prossiga o interesse da contraparte, esta visa apenas “*obstar a que, na ocasião do efectivar das prestações e dadas as possibilidades reais de agressão e ingerência provocadas por essa conjuntura, as partes se venham a infligir danos mútuos*” (cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé cit.*, p. 615).

¹¹⁸ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé cit.*, p. 649.

¹¹⁹ V. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé cit.*, pp. 606 – 607.

imediate de capital e juros poderia acarretar a insolvência ou uma aproximação a esta. Só assim se entende que a empresa financiada aceite celebrar negócios ou actuar de forma que, em certa medida, a prejudique.

Ademais, o objectivo da boa fé não é impedir as partes de, no âmbito da autonomia privada, celebrarem negócios que lhes sejam desvantajosos. O Direito não visa assegurar que todos os negócios prevejam um equilíbrio efectivo das contrapartidas, nem ditar uma igualdade negocial absoluta.¹²⁰ Caso tal fosse verdade, não seriam permitidos negócios gratuitos ou negócios que fossem desvantajosos para uma das partes.¹²¹

Um negócio, apesar de objectivamente injusto, poderá convir ao seu lesado, nomeadamente pela existência de factores externos, como no caso em apreço. Na verdade, se as partes, no âmbito da autonomia privada, celebram determinado negócio com o intuito de afastar a ocorrência de um determinado facto, deve ser dada a estas a última palavra relativamente à subsistência do mesmo. É neste contexto que, por exemplo, um negócio usurário tem como sanção a anulação ou a modificação (e não a nulidade). As partes são livres de manter o negócio em vigor, apesar de objectivamente injusto, não se imiscuindo o Direito nessa sua esfera de liberdade. A arguição da anulabilidade cabe apenas aos interessados, não sendo o Ordenamento Jurídico a proceder, *per se*, a esse juízo e a retirar-lhe, officiosamente, a eficácia jurídica, como aconteceria no caso da nulidade.¹²²

Do que fica exposto, concluimos que, no caso em apreço, existe um acordo entre as partes, mediante o qual ambas se comprometem a novas obrigações, de modo a evitar a resolução do contrato. Salvo melhor opinião, tal actuação não lhes é vedada pelo Direito, não se podendo admitir que os deveres acessórios de conduta sejam de tal forma intensos que impeçam as partes de, no âmbito da sua autonomia privada, celebrarem negócios formalmente desequilibrados, caso seja essa a sua vontade, por existirem, nomeadamente, certos factores externos a tomar em linha de conta.

¹²⁰ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A Boa Fé cit.*, p. 651.

¹²¹ PEDRO EIRÓ refere inclusivamente que caso o Direito fosse chamado a intervir em todas situações em que tal sucedesse, o princípio da autonomia da vontade quase deixaria de ter aplicação (PEDRO EIRÓ, *Do negócio Usurário cit.*, pp. 265 - 276).

¹²² V. PEDRO EIRÓ, *Do Negócio Usurário cit.*, pp. 265 - 276.

Questão diversa prende-se com o facto de uma das partes estar, nitidamente, numa situação de inferioridade contratual, por se encontrar economicamente dependente da outra¹²³, no momento em que celebra o contrato. Caso as partes celebrem negócios nestas condições, prevendo contrapartidas desmesuradas para uma delas, o Direito poderá fazer um juízo de desvalor em relação aos mesmos, atribuindo às partes mecanismos de acção adequados.

Negócios celebrados por imposição do credor controlador – negócios usurários?

Mediante o exercício de influência sobre o processo decisório da empresa financiada, o credor poderá exigir que esta última celebre determinados negócios, que sendo vantajosos para o credor, prejudiquem a empresa financiada e os seus *stakeholders*.

A qualificação dos negócios em apreço como negócios usurários depende da verificação cumulativa dos requisitos previstos para aplicação do respectivo regime: a situação de inferioridade do declarante, intenção de exploração dessa inferioridade por outrem e a obtenção de benefícios excessivos ou injustificados¹²⁴.

O primeiro requisito subjectivo exigido para que se verifique uma situação de usura relaciona-se com a situação de inferioridade do declarante, o que poderá decorrer da necessidade do lesado. O critério exigido para aferição da situação de necessidade, quando esta seja de índole económica, corresponde à situação em que existe “*perigo que ameaça a existência económica do declarante*”.¹²⁵ Este critério aplica-se não só a pessoas singulares, mas também a pessoas colectivas, sendo que, neste último caso, se aferirá tendo em vista a situação de necessidade da entidade e não a dos membros e titulares dos seus órgãos.¹²⁶

¹²³ A insuficiência e a falta de discernimento da liberdade negocial são tratadas a propósito dos negócios usurários, uma vez que consubstanciam um dos requisitos essenciais à aplicação da figura (v. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.ª edição, Almedina, 2005, pp. 463 - 364). Estas poderão decorrer do facto de o lesado ter necessidade de afastar um perigo grave, sendo que este poderá, por exemplo, respeitar ao seu património (*vide*, por exemplo, LUÍS CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, 2.ª edição, Editora Lex, Lisboa, 1996, pp. 157 – 162).

¹²⁴ Cf. artigo 282.º, número 1, do Código Civil.

¹²⁵ Cf. PEDRO EIRÓ, *Do negócio usurário*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, 1986, p. 37.

¹²⁶ V. PEDRO EIRÓ, *op. cit.*, p. 39.

No caso *sub judice*, encontramos-nos perante uma situação em que a sociedade financiada poderá aceitar celebrar determinados negócios, por exigência do seu credor, de modo a evitar que este exerça o seu direito contratual. Com a celebração de tal negócio, a sociedade financiada visa afastar a obrigação de pagamento imediato de capital e juros o que levaria à sua própria insolvência ou a uma situação financeira de tal ordem difícil que a aproximasse dela¹²⁷. O facto de ter incumprido alguma das obrigações contratuais a que se encontrava adstrita decorre, em princípio, de se encontrar em situação financeira difícil, pelo que o pagamento imediato de uma quantia avultada (correspondente ao pagamento integral capital e juros) teria, provavelmente, uma das consequências mencionadas.

Assim sendo, parece de admitir que se encontra, nos casos em apreço, verificado o primeiro requisito subjectivo, essencial à aplicação do regime relativo aos negócios usurários.

O segundo requisito legalmente exigido para qualificação de um negócio como usurário diz respeito à exploração da situação de inferioridade do declarante. Para que o presente requisito se considere verificado, a situação de inferioridade e de exploração deverão ser conhecidas por aquele que obtém benefícios da situação de inferioridade do lesado.¹²⁸

Como bem se compreende, no caso em análise, o credor tem conhecimento da situação de inferioridade do declarante, uma vez que a mesma decorre do incumprimento do contrato celebrado entre ambos e que a ameaça não seria, em princípio, eficaz acaso a empresa financiada não se encontrasse numa posição de inferioridade (v.g. se pudesse proceder ao pagamento integral do capital e juros ou celebrar um contrato de crédito com outro *player* do mercado, de modo a satisfazer as suas necessidades de financiamento).

O facto de o credor ter conhecimento de que se encontra a explorar a situação de inferioridade da empresa financiada parece assim ser inequívoco. Note-se que a

¹²⁷ Note-se que a situação de necessidade não precisa sequer de ser real, sendo a necessidade putativa relevante para efeitos de verificação do requisito (v. PEDRO EIRÓ, *op. cit.*, p. 37).

¹²⁸ PEDRO EIRÓ refere ainda que o facto da iniciativa do negócio ser do usufrutuário torna a sua conduta mais censurável. Contudo, o Autor afirma não ser necessária a verificação desta situação para que o negócio seja qualificado como usurário, consubstanciando esta apenas um factor indiciário da censurabilidade da actuação do usurário (cf. PEDRO EIRÓ, *op. cit.*, p. 82 – 88).

obtenção de uma vantagem pela celebração do negócio em causa decorre da ameaça que o próprio credor dirigiu à empresa financiada. Acaso o credor não tivesse conhecimento da situação de inferioridade que se encontra a explorar, não ameaçaria a empresa financiada de modo a obter tal vantagem.

Concluimos, assim, que se encontra verificado o segundo pressuposto subjectivo para aplicação do regime em apreço.

Por último, o requisito objectivo da usura exige que o usurário obtenha, “*para si ou para terceiros, a promessa ou concessão de benefícios excessivos ou injustificados*”. Este requisito carece de avaliação casuística para a sua aferição e pressupõe que a celebração do negócio acarrete um prejuízo para aquele que se encontra na posição de inferioridade.¹²⁹ Segundo PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, o excesso do benefício encontra-se relacionado com a quebra da equivalência das prestações de tal forma que exceda os limites normalidade, não existindo para tal qualquer justificação atendível.¹³⁰ A verificação deste requisito carecerá sempre de uma avaliação do caso concreto, de modo a que sejam tomadas em consideração todas as circunstâncias e condicionantes atinentes ao caso concreto.

Nos casos que temos vindo a analisar, o requisito objectivo da usura deverá também ser analisado, tendo em conta os contornos de cada caso concreto. Importa não esquecer que a situação em que a empresa financiada se encontraria, caso lhe fosse exigido o pagamento integral de capital e juros, poderia ser de insolvência ou de situação financeira de extrema dificuldade. Assim sendo, os negócios, cujas prestações se encontrem aparentemente desequilibradas, poderão, ainda assim, ser justos. Os mesmos poderão consubstanciar um acordo que visa afastar uma situação bastante mais gravosa para a empresa financiada e uma cedência do credor, de modo a manter a vigência do contrato, mesmo após o incumprimento, uma situação financeira difícil da empresa devedora e um consequente aumento do risco de crédito. Todos os factores externos e condicionalismos inerentes à situação em apreço deverão ser analisados antes de se concluir pelo desequilíbrio excessivo e injustificado das prestações.

¹²⁹ PEDRO EIRÓ, *op. cit.*, p. 91.

¹³⁰ Vide PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral cit.*, pp. 464 – 465.

Note-se ainda que o negócio em causa poderá implicar benefícios para o usurário ou para terceiros e que poderá ser celebrado com aquele ou com quaisquer outros sujeitos.¹³¹ Assim sendo, no caso em apreço, poderão ser considerados usurários quaisquer negócios celebrados pela empresa financiada, por exigência do credor controlador, quer sejam celebrados com este ou com outras entidades, independentemente de implicarem benefícios para aquele ou para terceiros.

¹³¹ V. PEDRO EIRÓ, *op. cit.*, p. 101.

6. Conclusão

As prerrogativas conferidas, aos credores, pelos *covenants*, em caso de incumprimento do devedor, poderão, como vimos, alterar drasticamente o equilíbrio contratual e as relações no seio empresarial. O poder de que dispõe o credor assume especial relevância se, para além do conflito de interesses tradicional entre este e os accionistas da empresa financiada, o credor for titular de uma carteira heterogénea de posições em relação a esta última. Neste caso a discrepância de interesses das partes poderá assumir contornos ainda mais gravosos.

A situação descrita poderá acarretar consequências nefastas para esta última e para os restantes *stakeholders*, na medida em que o financiador com capacidade de controlo sobre o processo de decisão da empresa financiada, prosseguindo os seus interesses próprios, prejudique os restantes interesses em jogo.

As consequências inerentes à questão descrita assumem importância crescente e têm despertado a atenção da doutrina e jurisprudência nacional e internacional. No entanto, a solução adequada para as situações em apreço é uma temática que não tem reunido consensos.

No presente trabalho, procurámos compreender os diversos factores que condicionam a problemática em apreço, analisar, de um ponto de vista crítico, as diversas soluções preconizadas e, contribuir para a discussão da temática, mediante a adopção da solução que parece, salvo melhor opinião, a mais adequada.

Esta, no nosso entendimento, passa pela admissibilidade de acordos entre as partes, mediante os quais a empresa financiada evita a exigência de pagamento imediato de capital e juros, pelo credor enquanto este último obtém certas contrapartidas. Tal acordo, na nossa opinião, é celebrado no âmbito da autonomia privada, não sendo o Direito, nomeadamente os deveres acessórios de conduta, chamado a intervir.

Questão diversa coloca-se se o credor, utilizando o seu poder sobre a empresa financiada e aproveitando, intencionalmente, a situação de inferioridade desta última, obtiver benefícios injustificados da situação. Os negócios decorrentes da situação

descrita poderão consubstanciar negócios usurários, sendo anuláveis ou modificáveis. No entanto, para que tal qualificação se efective será sempre necessária uma apreciação casuística das situações em causa, de modo a que sejam tomados em devida consideração todos os factores que influenciam as prestações e obrigações assumidas entre as partes.

Por último, importa sublinhar que o presente trabalho, tendo em conta as limitações e contexto em que foi desenvolvido, representa tão somente uma primeira reflexão sobre a temática em apreço, sendo nossa intenção aprofundar o estudo da matéria em momento oportuno.

7. Bibliografia

ACHARYA, Viral V. e JOHNSON, Timothy C VIRAL V. ACHARYA/TIMOTHY C. JOHNSON, *Insider Trading in Credit Derivatives*, in *Journal of Financial Economics*, 84 (1), 2007

ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais*, 3.^a edição, aum e act., Coimbra editora, Coimbra, 2003

ASCENÇÃO, José Oliveira, *Direito Comercial, IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral*, Lisboa, 2000

BLUMBERG, Philip I., *The Transformation of Modern Corporation Law: The Law of Corporate Groups*, in *Connecticut Law Review*, vol. 37, n.º 3, 2005, pp. 605 - 617

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., *Fundamentals of Corporate Finance*, 6.^a edição, McGraw-Hill Irwin, Nova Iorque

CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia, MOLYNEUX, Philippe, *Introduction to Banking*, 1.^a edição, Prentice Hall, Reino Unido, 2006

CORDEIRO, António Menezes - *Manual de Direito Bancário*, 3.º edição, Almedina, Coimbra, 2008

- *Direito das Obrigações*, vol. I, 1.^a edição, AAFDL, Lisboa, 1980

- *A lealdade no direito das sociedades*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 66, vol. III, 2006

- *Manual de Direito das Sociedades, I, Das sociedades em geral*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007

- *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais*, Lex, Lisboa, 1997

DIAS, Joana Pereira, *Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a Pari Passu, a Negative Pledge e a Cross Default*, in

Estudos em Homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Teles, IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 879 -1029

DOMINGOS FERREIRA, *Swaps e derivados de crédito, ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC*, 1.^a edição, edições Sílabo, Lisboa, 2008

EIRÓ, Pedro, *Do negócio usurário*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, 1986

FERNANDES, Luís Carvalho, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, 2.^a edição, Editora Lex, Lisboa, 1996

FERRAN, Eilís, *Principles of Corporate Finance Law*, 1.^a edição, Oxford University Press Inc., Estados Unidos da América, 2008

FISCHEL, Daniel R., DANIEL FISCHEL, *The Economics of Lender Liability*, in *Yale Law Journal*, vol. 99, 1989, p. 131 – 154

FOX, Merritt B., GLOSTEN, Lawrence, TETLOCK, Paul, *Short selling and the news: a primary report on an Empirical Study*, in *New York Law School Law Review*, vol. 54, 2010

FURTADO, Jorge Pinto, *Curso de Direito das sociedades comerciais*, 5.^a edição ver. e act., Almedina, Coimbra, 2004

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

HYNES, J. Dennis, *Lender Liability: The Dilemma of the controlling creditor*, in *Tennessee Law Review*, vol. 58, 1991

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, 1976

JORGE, Fernando Pessoa, *O mandato sem representação*, editora ática, Lisboa, 1961

LAWRENCE, William H., *Lender Control Liability: an analytical model illustrated with applications to the relational theory of secured financing*, in *Southern California Law Review*, 62, 1989

LEITÃO, Luís Menezes, *Direito das Obrigações*, vol. I, 6.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007

LIMA, Pires de/ VARELA, Antunes, *Código Civil Anotado*, vol. I, 4.^a edição rev. e act., Coimbra editora, 1987

LIPSON, Jonathan C., *Controlling Creditor Opportunism*, 2010, disponível em http://works.bepress.com/jonathan_lipson/

MALITZ, Ileen Barbara, *The Modern Role of Bond Covenants*, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, 1994

MASSOUD, Nadia, NANDY, Debarshi, SAUNDERS, Anthony, SONG, Keke, *Do Hedge Funds Trade on Private Information? Evidence from Syndicated Lending and Short-Selling*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 99, 2011, pp. 477 – 499

MONTEIRO, António Pinto, *Contrato de Agência, anotação*, 6.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007

MYERS, Stewart C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in *The Journal of Financial Economics*, vol. 5, n.º 2, 1977, pp. 147 – 175

NINI, Greg, SUFI, Amir, SMITH, Daniel C., *Creditor Control Rights, Corporate Governance and Firm Value*, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1344302>

OLIVEIRA, Ana Perestrelo, *Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, número 1, Almedina, 2009

PARTNOY, Frank e SKEEL JR., David A., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 75, 2007, pp. 1019 - 1065

SMITH Jr., Clifford W., WARNER, Jerold B., *On Financial Contracting, an analysis of bond covenants*, in *Journal of Financial Economics*, North-Holland publishing Company, pp. 117 – 161

TRIAANTIS, George C. / DANIELS, Ronald, , *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *University of California Law Review*, volume 83, University of Pennsylvania, 1995, pp. 1073 - 1113

TUNG, Frederick, FREDERICK TUNG, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, in *Law Journal*, Vol. 57, p. 809 - 869

VASCONCELOS, Pedro Pais - *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.^a edição, Almedina, Coimbra, 2005

- *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.^a
edição, Almedina, Coimbra, 2006

VENTURA, Raúl, *Sociedades por quotas, III, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1991

WITHEHEAD, Charles K., *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market and Corporate Governance*, in *The Journal of Coporation Law*, vol. 34, n.º 3, pp. 101 - 137