

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

Mestrado em Direito Empresarial

Covenants: O seu Impacto no Governo Societário

Bárbara Janeiro Maçarico

Coordenação: Prof. Dr. Rui Pinto Duarte

Março 2024

RESUMO

A presente dissertação visa abordar a questão do impacto dos *covenants* no governo societário, passando pela problematização da ingerência de *outsiders* sobre as decisões que, tipicamente, cabem ao órgão de gestão. Terá especial enfoque nos contratos de mútuo, celebrados entre Bancos e sociedades comerciais, nos quais os *covenants* surgem frequentemente inseridos.

Palavras-chave: Autonomia Privada, *Corporate Governance*, *Covenants*, Financiamento das Sociedades, Poderes de controlo.

ABSTRACT

This dissertation aims to address the issue of the impact of covenants on corporate governance, by problematizing the interference of outsiders in decisions that typically fall to the management body. It will focus in particular on loan agreements between banks and commercial companies, in which covenants are often included.

Keywords: Private Autonomy, Corporate Governance, Covenants, Company Financing, Control Powers.

Índice

Introdução.....	4
Capítulo I - O surgimento da ingerência dos credos no contexto societário	6
I. O financiamento das sociedades comerciais	6
II. <i>Corporate governance</i>	8
a) Conceito e objetivos	8
b) O papel dos credores financiadores na governação societária	12
III. <i>Debt Governance</i>	15
Capítulo II - <i>Covenants</i> – o uso da liberdade contratual face ao silêncio da lei.....	15
I. Origem e conceito.....	15
II. Razão de ser –Agency Theory of Covenants (ATC).....	18
III. Função e objetivos	20
IV. Consequências da sua violação.....	24
V. Qualificação jurídica - Obrigações (acessórias) ou garantias?	26
VI. Enquadramento dos <i>covenants</i> na anatomia do contrato de financiamento	29
VII. A necessidade de previsão contratual de soluções aos problemas da governação societária	29
VIII. Licitude.....	30
Capítulo III - “Tipos” de Covenants e seu impacto no governo societário	32
I. <i>Reporting covenants</i>	33
II. <i>Financial covenants</i>	34
III. <i>Disposal of assets</i>	36
IV. <i>Change of business</i>	37
V. <i>Pari passu</i>	37
VI. <i>Cross default</i>	38
VII. <i>Negative pledge</i>	39
IV – Conclusão	41

Bibliografia.....	43
Jurisprudência.....	49

Introdução

“O olho do dono é que engorda o cavalo” é um provérbio popular que traduz, de forma simplista, a ideia de que a dissociação entre a propriedade e o controlo é contrária à maximização do potencial de qualquer atividade económica, e assume especial relevância no seio da governação societária.

Alinhada com esta premissa, e numa lógica de garantir aos sujeitos que arriscam capital no desenvolvimento de uma atividade (através da criação de uma sociedade), poderes de influência sobre a forma como é gerida essa sociedade, a lei coloca à disposição dos sócios diversos mecanismos de controlo e fiscalização da atuação do órgão de gestão.

No entanto, a ideia de que os sócios são os únicos financiadores da sociedade mostra-se há muito desatualizada. Cada vez mais, a manutenção e crescimento das empresas depende do acesso rápido e simplificado a montantes avultados, que ultrapassam a capacidade económica dos sócios. É neste contexto que as instituições bancárias merecem um lugar de destaque.

Tal como os sócios, também os credores sociais (nomeadamente, os Bancos), se encontram sujeitos ao risco de perda do capital investido, sem que a lei lhes reconheça quaisquer poderes de ingerência e controlo das decisões do órgão de gestão da sociedade financiada.

Assim, os *covenants* surgem como resposta ao silêncio da lei, alargando a proteção dos credores por via contratual, conferindo-lhes algum controlo sobre a variação do risco por estes inicialmente assumido.

Atualmente, têm presença assídua nos contratos de mútuo bancário celebrados por todo o mundo. Por meio destas cláusulas, os credores passam a imiscuir-se na gestão social, podendo mesmo determinar o sentido de certas decisões que, em princípio, caberiam ao (cada vez mais especializado) órgão de gestão. Dar-se-á especial atenção aos contratos de financiamento celebrados por sociedades anónimas, uma vez que o problema da influência de *outsiders* nas decisões políticas e estratégicas da sociedade é particularmente pertinente, atendendo aos limites que a lei coloca à influência dos

próprios sócios sobre o órgão de administração, que possui competências exclusivas, e deve agir com autonomia.

Neste sentido, impõem-se a ponderação da licitude e adequação destas cláusulas, quando importem a deslocação do controlo para os credores, bem como as consequências desta deslocação ao nível da maximização do valor das empresas.

Capítulo I - O surgimento da ingerência dos credos no contexto societário

I. O financiamento das sociedades comerciais

Para desenvolver uma qualquer atividade, é necessário o recurso a financiamento, que poderá ser obtido pelas sociedades comerciais através do recurso a capitais próprios¹ ou alheios².

A decisão sobre o financiamento através de capitais próprios caberá aos sócios – num primeiro momento, são eles que possuem a iniciativa de constituir a sociedade, obrigando-se à realização das entradas. Num segundo momento, podem reforçar as suas entradas ou contribuições semelhantes, bem como prescindir de lucros que poderiam extrair. Pelo contrário, a decisão sobre o recurso a capitais alheios caberá, em princípio, ao órgão de administração, que tem a seu cargo gerir a situação financeira da sociedade³. A opção pelo financiamento através de capitais alheios pode dever-se a vários fatores, desde a insuficiência de capitais próprios até a vantagens fiscais⁴.

Algumas características apontadas aos capitais alheios, em contraposição com os capitais próprios, são o seu carácter temporário, pressupondo um prazo de restituição, e originarem um direito de crédito. O fornecedor de capitais alheios adquire o direito subjetivo a reclamar o pagamento do seu crédito, mas não adquire, em virtude do fornecimento do capital, um poder de intervenção na gestão da sociedade.

Os capitais próprios atribuem aos seus “fornecedores” (isto se falarmos de capitais próprios não provenientes das reservas sociais) uma remuneração variável, dependente dos concretos resultados da empresa, e ainda poderes de controlo sobre a sociedade inerentes à participação social adquirida em virtude da cedência do capital.

Não obstante a persistência destas diferenças tradicionalmente apontadas, encontra-se atualmente esbatida a barreira que diferencia as características do recurso ao capital próprio do recurso ao capital alheio. Desde logo, e como bem realça PAULO DE

¹ O caso paradigmático de financiamento através de capital próprio são as entradas realizadas pelos sócios. São ainda exemplos de capital próprio a emissão de novas ações com aumento de capital, o ágio, as reservas (lucros não distribuídos), as prestações suplementares, entre outros.

² São exemplos de recurso a capital alheio a emissão de obrigações, o empréstimo bancário, entre outros.

³ PAULO DE TARSO DOMINGUES (2022), p. 24.

⁴ Por exemplo, a dedutibilidade do pagamento de juros.

TARSO DOMINGUES (2022)⁵ “já não pode mais afirmar-se, com carácter geral, que um dos traços característicos do financiamento externo societário através de capital alheio consiste em o respetivo financiador não ter qualquer poder de intervenção na gestão da sociedade”⁶. A verdade é que, tal como os acionistas, que subscrevem o capital social de uma sociedade, e dessa forma ficam obrigados a realizar o respetivo valor de entrada, também os financiadores externos, nomeadamente os credores bancários, têm um papel relevante⁷ no financiamento da sociedade⁸.

A par com o crescimento do mercado⁹, assiste-se à crescente necessidade de financiamento das sociedades comerciais e, com isso, à necessidade de medidas que permitam aos financiadores acautelar os seus investimentos. É precisamente para suprir esta necessidade sentida por tais credores que surge a previsão contratual de poderes de controlo sobre o órgão de gestão – *os covenants*.

A angariação de capital (alheio) pode ser feita de diversas formas: quer diretamente junto dos investidores, por exemplo, mediante a emissão de obrigações, quer indiretamente, mediante contratação de mútuo, junto de entidades bancárias ou outras entidades mutuantes. O recurso a financiamento externo mediante empréstimo bancário é o meio mais utilizado¹⁰, nomeadamente no contexto societário português – desde logo, porque a grande maioria das sociedades que compõem a malha societária portuguesa são sociedades de pequena dimensão¹¹, que não se mostram suficientemente atrativas para conseguir financiamento junto do mercado de capitais a taxas razoáveis¹². Já os Bancos

⁵ P. 23.

⁶ Sobre o esbatimento da barreira entre financiamento interno e externo, *vide* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, (2009), pp. 95-133.

⁷ Muitas vezes, mais relevante do que o papel financiador dos próprios acionistas.

⁸ *Cfr.* FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014).

⁹ Nomeadamente, as empresas exploradas por sociedades comerciais.

¹⁰ *Cfr.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2015), p. 122.

¹¹ Segundo os dados estatísticos referentes ao ano de 2022, as pequenas e médias empresas representavam 99,9% do total de empresas sediadas em Portugal, 96,1% das quais são qualificadas como microempresas, *cfr.* FFMS – Pequenas e médias empresas em % do total de empresas: total e por dimensão (Portugal), consultado a 25/03/2024, disponível em <https://www.pordata.pt/portugal/pequenas+e+medias+empresas+em+percentagem+do+total+de+empresas+total+e+por+dimensao-2859>.

¹² As condições contratadas, nomeadamente a retribuição do credor (os juros) dependerão de diversos fatores. No entanto, na realidade societária portuguesa, composta principalmente por sociedades de pequena dimensão, é natural que outros meios de financiamento alheio, que não o mútuo bancário, ofereçam condições menos atrativas, precisamente porque o investimento nas pequenas sociedades se pode mostrar pouco atrativo de um ponto de vista de mercado de capitais. Sobre este assunto, v. PAULO CÂMARA (2019),

não concederão crédito apenas às sociedades que apresentarem grandes oportunidades de crescimento, bastando-lhes acreditar¹³ na capacidade da sociedade para cumprir pontualmente a obrigação principal contratada¹⁴ para que decidam pela concessão de financiamento. Como fatores de preferência pela contratação de crédito bancário como modo de financiamento das sociedades comerciais, apontam-se ainda a rapidez, a flexibilidade do ponto de vista do volume e da finalidade, o prazo, entre outros¹⁵.

Pelos motivos enunciados, nomeadamente, a frequência com que são celebrados em Portugal, aliado ao facto de os *covenants* inseridos nos contratos de mútuo bancário¹⁶ tenderem a ser mais pormenorizados e abrangentes (do que, por exemplo, aqueles presentes em contratos obrigacionistas)¹⁷, estes contratos revelam-se o objeto mais adequado para o estudo do impacto deste tipo de cláusulas no governo da sociedade devedora.

II. Corporate governance

a) Conceito e objetivos

Anteriores à descrição dos principais “tipos” de *covenants*, e o seu impacto no governo societário, impõe-se a convocação do conceito de *corporate governance*, de modo a possibilitar a compreensão do impacto destas cláusulas nas políticas e decisões sociais.

p. 174. Este autor esclarece que as empresas notam que o acesso ao mercado (de capitais) apresenta-se demasiado dispendioso e excessivamente burocrático.

¹³ Este “acreditar” tem por base informações (nomeadamente financeiras) prestadas pela própria sociedade, em sede da realização de verdadeira *due diligence*, *cfr.* PEDRO JORGE MAGALHÃES (2019), p. 391.

¹⁴ O capital mutuado, acrescido de juros.

¹⁵ Fatores apontados por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2015), p. 122.

¹⁶ Sobre os empréstimos bancários, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (2016), pp. 671 a 675.

¹⁷ *Cfr.* HYUN A. HONG, MINGYI HUNG e JIEYING ZHANG (2011), p. 3.

PAULO OLAVO CUNHA (2020)¹⁸ descreve *corporate governance*¹⁹²⁰ como o conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade deve respeitar no exercício da respectiva atividade, incluindo neste conjunto regras que se destinem a assegurar que a atuação daquele órgão reflete os interesses acionistas. Nas palavras de PAULO CÂMARA (2003)²¹, *corporate governance* “reporta-se, em termos centrais, ao estudo e ao aperfeiçoamento de todas as regras e práticas, designadamente de carácter organizativo, respeitantes à tutela, ao relacionamento e ao conflito de interesses entre as pessoas envolvidas na atividade societária.”

Tendo por base as descrições invocadas, que estão longe de ser conflituantes, utilizaremos a expressão “governança societária” como sendo o conjunto de regras²² (de *soft law* e *hard law*²³) que diz respeito à forma como os órgãos de uma sociedade interagem entre si, com particular destaque para a interação entre o órgão deliberativo²⁴ e o órgão de gestão da sociedade, pautada pelo poder de controlo detido pelos *shareholders*. Peça central na governança societária é, portanto, o poder direto ou indireto²⁵ que os sócios exercem sobre o órgão de administração.

A diversidade de sujeitos envolvidos na atividade societária (*stakeholders*), que abrange desde sócios a fornecedores, passando pelos credores, trabalhadores da empresa explorada pela sociedade, destinatários dos produtos e/ou serviços oferecidos pela

¹⁸ p. 224.

¹⁹ O autor traduz a expressão *corporate governance* para “governança societária”, por se reportar a um sistema que engloba não só o órgão de administração, como também os órgãos com funções de controlo que, nomeadamente os órgãos de fiscalização que, apesar de não participarem diretamente na gestão da sociedade, têm um papel na sua governação em sentido amplo. Pelo contrário, preferindo a designação “governo”, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (2009). Considerando que ambas as traduções se adequam ao objeto do presente estudo, ambas as denominações serão utilizadas ao longo da presente dissertação.

²⁰ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (2010), p. 7, refere-se a *corporate governance* como respeitando à “repartição de competências entre órgão deliberativo-interno e órgão de administração, à organização, composição e funcionamento do órgão administrativo-representativo, modos de designação e de destituição dos administradores, remuneração, deveres e responsabilidades deles; aos meios de controlo interno e externo das sociedades.”

²¹ P.18.

²² Segundo PAULO OLAVO CUNHA (2021), p. 577, “correspondente à auto-regulação que as sociedades anónimas se propõem observar na procura do (simples) reconhecimento social e, conseqüente, afirmação no mercado.”

²³ Segundo PAULO OLAVO CUNHA (2021), “As regras de *corporate governance* podem reconduzir-se à *soft law*, correspondente à auto-regulação que as sociedades anónimas se propõem observar na procura do (simples) reconhecimento social e, conseqüente, afirmação no mercado.”

²⁴ Constituído pela coletividade dos sócios.

²⁵ Direto, nos casos em que a lei admite a intervenção dos sócios nas decisões de gestão da sociedade, e indireto, através da influência exercida pelos sócios sobre os administradores, pelos mesmos nomeados.

sociedade, até às pessoas que pertencem à comunidade onde se desenvolve a atividade social – impõe a necessidade de articulação de interesses difusos. Neste contexto, a governação societária surge como forma de monitorização da atuação dos órgãos sociais (em especial, o órgão de administração), pelos sócios, com vista à harmonização dos interesses de todos os sujeitos envolvidos²⁶.

Em princípio, o órgão de administração – aquele ao qual incumbe a direção da sociedade – deve funcionar com vista à maximização do excedente monetário gerado pela sociedade, idealmente, sem descuidar os interesses dos demais *stakeholders*. Partindo do princípio de que os administradores nem sempre agem de acordo com a maximização do valor da empresa²⁷, é reconhecida no nosso ordenamento jurídico a necessidade de dotar os acionistas de mecanismos que lhes permitam exercer poderes de controlo sobre a direção da sociedade.

Não obstante a pluralidade de sujeitos envolvidos no desenvolvimento da atividade económica pela sociedade, a governação societária dá clara prevalência aos interesses dos sócios. E é natural que assim seja – não só o retorno do investimento realizado pelos sócios é dependente e proporcional aos resultados obtidos pela empresa²⁸, como, em caso de insolvência da sociedade, estes são os últimos a ser pagos (e tendencialmente não são).

Essa prevalência dos interesses dos sócios sobre os interesses dos demais *stakeholders* é notória face à luz de inúmeras disposições presentes na lei, nomeadamente no Código das Sociedades Comerciais, que conferem aos mesmos diversos mecanismos de controlo da atuação do órgão de gestão, numa lógica segundo a qual quem arrisca capital na criação de uma sociedade e se interessa pela atividade por esta desenvolvida, deve ter uma palavra a dizer quanto às políticas da mesma ou, pelo menos, deve ter meios de reagir quando a atuação das pessoas às quais confiou a administração da sociedade se mostra contrária aos seus interesses. Exemplos destes mecanismos são a imposição de um dever de lealdade dos gestores perante os sócios²⁹, a faculdade dos sócios de proporem ação de responsabilidade contra os gestores³⁰, pelos danos causados à sociedade,

²⁶ Sobre a discussão acerca da identificação do “interesse da sociedade” com o interesse dos sócios ou com o interesse de todos os *stakeholders*, v. PAULO CÂMARA (2020).

²⁷ Explorada pela sociedade.

²⁸ Que por sua vez depende, em grande medida, da atuação do órgão de gestão.

²⁹ Consagrado no artigo 64.º, n.º 1, alínea b) do CSC.

³⁰ Previso no artigo 75.º do CSC.

derivados de atos ou omissões (culposos) por estes praticados com preterição dos deveres legais ou contratuais, a detenção do poder de nomeação³¹ e de destituição³² dos gestores pelos sócios, entre outros³³.

Assim, uma das questões que a governação societária pretende acautelar são os problemas derivados da separação entre a propriedade (pertencente aos sócios) e o controlo (tendencialmente, e cada vez mais, exercido pelo órgão de gestão). Estes problemas fazem-se sentir, especialmente, nas sociedades anónimas de grande dimensão, que exigem uma grande especialização dos membros do órgão de administração, com o capital disperso e nas quais os acionistas não pertencem ao órgão de administração, ou pouco se importam com a vida social, adotando uma postura passiva. É também quanto às sociedades anónimas que se assiste a uma tendência da lei para impedir a ingerência dos próprios sócios em determinados assuntos de gestão da sociedade, estabelecendo a competência exclusiva do órgão de administração quanto a estes³⁴, e bem assim conferindo autonomia e independência decisória a esse órgão.

Contrastante com a munição atribuída aos sócios, é a escassa³⁵ previsão de mecanismos de defesa ao dispor dos credores financiadores, ainda que, também estes, arisquem o seu capital. Perante tal carência, os credores não veem outra alternativa senão acautelar a sua posição com recurso à autonomia privada – através da previsão contratual de poderes de controlo.

³¹ Previsto no artigo 252.º, n.º 2 do CSC, para as sociedades por quotas, e no artigo 391.º, n.º 1 relativamente às sociedades anónimas.

³² Previsto no artigo 257.º, n.º 2 para as sociedades por quotas, e no artigo 403.º, n.º 1 para as sociedades anónimas.

³³ Especificamente quanto às sociedades anónimas, destacam-se a apreciação geral da administração pelos acionistas no âmbito da assembleia geral anual (artigo 376.º, n.º 1, alínea c) do CSC), a possibilidade de os acionistas deliberarem sobre determinadas matérias, não obstante o reconhecimento da exclusividade de determinadas competências ao órgão de administração (vejam-se os artigos 373.º, n.º 3 e 405.º, ambos do CSC).

³⁴ Veja-se o artigo 406.º do CSC, que estabelece um elenco de competências exclusivas do órgão de administração. Quanto a estas matérias, os acionistas só poderão pronunciar-se se a sua intervenção for solicitada pelo órgão de administração. Veja-se ainda o artigo 17.º, n.º 2 do mesmo diploma, que prevê a impossibilidade de condicionamento da atuação dos membros do órgão de administração através de acordo parassocial, embora este artigo seja aplicável a todos os tipos societários.

³⁵ Os mecanismos de proteção dos credores presentes no CSC são escassos, mas não inexistentes. Vejam-se, por exemplo, os artigos 31.º a 35.º do CSC, relativos à conservação do património social representativo do capital social, e ainda os artigos 101.º-A e 120.º do mesmo diploma, que preveem o direito dos credores de se oporem à fusão e cisão, respetivamente.

Particularmente oportuna para o estudo da influência do modo de financiamento da sociedade no governo societário é, portanto, a forma como ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2015)³⁶ encara *corporate governance* – como sendo o mecanismo através do qual os fornecedores de fundos de uma sociedade asseguram o retorno do respetivo investimento, por evidenciar a relação entre o modo financiamento da sociedade³⁷ e os sujeitos que terão uma palavra a dizer sobre as decisões de gestão da mesma. Sabendo que tanto acionistas como credores se enquadram no conceito de financiadores da sociedade, esta perspetiva permite-nos vislumbrar as repercussões que a opção pelo financiamento através de capital alheio tem no modo como é controlado o órgão de administração.

b) O papel dos credores financiadores na governação societária

Embora de forma diferente (não através da aquisição de participações sociais, mas através da concessão de capitais), também os credores financiadores investem o seu capital na sociedade. Por esse motivo, é natural que também estes pretendam exercer influência sobre as decisões do órgão de administração e as deliberações dos acionistas³⁸, no sentido de proteger o seu investimento.

³⁶ P. 8-9. No mesmo sentido, ANDREI SHLEIFER E ROBERT W. WISHNY (1997), p. 737.

³⁷ Mediante recurso a capitais próprios ou alheios.

³⁸ Nos termos do artigo 373.º, n.º 1 do CSC, os acionistas possuem competência para deliberar sobre matérias que lhes são atribuídas pela lei ou pelo contrato de sociedade. A lei prevê as competências dos acionistas para deliberar sobre a alteração dos estatutos (artigo 85.º do CSC), para deliberar sobre fusões (artigo 103.º do CSC) e aquisições, entre outras. Embora as decisões de gestão caibam essencialmente ao órgão de administração, sobre as quais os acionistas não se podem imiscuir, a não ser a pedido do próprio órgão de administração (artigo 373.º, n.º 3 do CSC), algumas decisões tomadas pelos acionistas, ainda que não se possam considerar como verdadeiras “decisões de gestão” poderão ter impacto no risco inicialmente assumido pelo credor social. Por exemplo, se os sócios deliberarem no sentido de proceder à alteração dos estatutos de modo a alterar o objeto social, não é indiferente para os credores qual a atividade desenvolvida pela sociedade. Também a operação fusão não é indiferente do ponto de vista do credor – uma vez que a fusão de sociedades implica a fusão do património das mesmas; caso a sociedade devedora se pretenda fundir com uma sociedade que possua mais passivo do que ativo, o credor poderá ser prejudicado. Por este motivo, é legalmente reconhecido ao credor o direito de se opor à fusão (artigo 101.º-A do CSC). Porém, para o fazer, terá de ter pedido a satisfação do seu crédito ou prestação de garantia há, pelo menos, 15 dias, sem que o seu pedido tenha sido atendido. No entanto, o credor poderá precaver-se da variação do risco inerente à alteração da atividade desenvolvida pela sociedade, à fusão ou aquisição, entre outras operações, mediante a estipulação de cláusulas que lhe garanta um poder de controlo sobre a administração e o órgão deliberativo.

Existem diversas maneiras de encarar o papel dos credores financiadores na governação societária.

Numa visão tradicional, a influência sobre as decisões de negócio, estratégicas e políticas da sociedade pertencem exclusivamente aos acionistas. Esta influência detida pelos *shareholders*, que tanto pode ser direta, quando as suas decisões determinem a tomada de uma qualquer medida, como indireta, quando importem a influência do órgão de administração (*board of directors*), não será partilhada com os credores enquanto a sociedade não se encontrar em verdadeira situação de incumprimento³⁹.

Neste cenário, adotando uma perspetiva tradicional, os credores investidores, nomeadamente os credores bancários, têm uma postura passiva, não se intrometendo na vida da sociedade e não possuindo influência junto do órgão de administração, limitando-se a intervir quando a sociedade falha no cumprimento da obrigação de pagamento do seu retorno (fixo) pelo empréstimo contratado – os juros. Só num momento de incumprimento (*default*) se começariam a imiscuir nas decisões sociais, porque só neste momento teriam real interesse em fazê-lo. Enquanto a sociedade se mantivesse à margem de situações de incumprimento, não haveria motivo para o credor participar ou mesmo ditar o sentido das decisões de gestão da sociedade. Tendo em conta que o credor financiador recebe uma remuneração fixa pelo seu investimento, não dependente da variação dos resultados obtidos pela empresa, em princípio, apenas se preocuparia com a mera solvabilidade da mesma, e essa solvabilidade só se mostraria em risco quando existissem indícios da aproximação de uma situação de insolvência. Seguindo esta lógica, a sua intervenção na gestão societária só se justificaria em situações excecionais.

Esta perspetiva, do credor financiador como investidor passivo, está espelhada no quadro normativo societário vigente, que omite a previsão de qualquer mecanismo de controlo e fiscalização da atuação do órgão de administração da sociedade à disposição dos credores⁴⁰.

Atualmente, já vem sendo reconhecido pela literatura que a influência dos credores é exercida para além dos moldes anteriormente descritos, impondo-se uma perspetiva diferente, mais consonante com a realidade: a influência dos credores investidores sobre as decisões político-estratégicas da sociedade faz-se sentir mesmo

³⁹ GREG NINI, DAVID C. SMITH e AMIR SUFI (2011), p. 2.

⁴⁰ *Cfr.* GONÇALO NOGUEIRA (2016), p. 986. No mesmo sentido, v. FREDERICK TUNG (2009), p. 124.

antes, e independentemente, da sociedade vir a encontrar-se numa situação de incumprimento ou insolvência. Os credores começam a ter um papel ativo na governação societário quando o desempenho da sociedade devedora diminui (quando o valor da empresa decresce), muito antes de uma eventual insolvência.

A influência do credor poderá mesmo ser sentida ao longo de toda a vida do contrato de financiamento, e não apenas em situações pontuais de alarme.

De facto, os Bancos, detentores de *private debt*⁴¹, exercem uma influência sobre a gestão da empresa que é tanto rotineira como significativa⁴². A influência dos mutuantes privados excede frequentemente a dos acionistas⁴³ (incluindo a dos acionistas maioritários) e do órgão de administração, podendo mesmo ditar o sentido de decisões comerciais estruturais, tradicionalmente reservadas à competência da administração, mesmo fora do contexto de incumprimento. Quando celebrados com entidades bancárias, os contratos de financiamento tendem a ter uma maturidade alargada, o que leva a que a coexistência da influência dos credores com a dos acionistas possa durar largos anos.

Esta forma de encarar o papel do credor financiador na governação societária – com um papel ativo, concorrendo com os acionistas na formação e tomada de verdadeiras decisões estratégicas, de gestão e até estruturais⁴⁴ da sociedade, é a que melhor reflete a realidade hodierna⁴⁵.

⁴¹ Por contraposição a *public debt*. Enquanto *private debt* se refere a dívida contratada fora do mercado de capitais, *public debt* refere-se a dívida contratada no âmbito do mercado de capitais. No caso de *private debt*, os credores são maioritariamente Bancos, e o seu número é mais reduzido, enquanto no caso de *public debt*, o universo de credores é mais heterogéneo, constituído maioritariamente por credores não-institucionais, *cfr*: FLAVIO BAZZANA e ELEONORA BROCCARDO (2009), p. 4.

⁴² FREDERICK TUNG (2009), p. 117.

⁴³ A propósito da ingerência dos credores bancários, v. DANIELA FARTO BAPTISTA (2016), p. 416, que afirma que “(...) à generalização da inclusão nos contratos de financiamento bancário de cláusulas de salvaguarda (covenants) capazes de atribuir aos financiadores o poder de influenciar de forma decisiva a tomada de decisões em assuntos fundamentais para a vida das sociedades devedoras /como a sua política financeira, o seu plano de investimentos, ou a sua estratégia empresarial.”

⁴⁴ Por exemplo, a determinação, pelo credor, da substituição do CEO.

⁴⁵ Partilhando desta visão (atual) do papel dos credores na governação societária, afirma PAULO DE TARSO DOMINGUES (2022), p. 22, que “se assiste, hoje, a um ativismo por parte dos financiadores – sobretudo dos grandes financiadores (...), que se consubstancia numa política de concessão de crédito muito mais elaborada e sofisticada, com a estipulação de cláusulas e condições que, com frequência, se refletem e interferem na própria gestão e governação da sociedade.”

III. Debt Governance

A aquisição do controlo através da dívida é tão flagrante e frequente, que determinou o surgimento de um “novo” conceito para descrever este fenómeno – *debt governance*⁴⁶, como é denominado no jargão norte-americano.

Esta aquisição de poderes de controlo sobre a sociedade por sujeitos não detentores de participações sociais – os credores financiadores – vai intensificar a dificuldade da (já complexa) tarefa de harmonização de interesses dos *stakeholders*, na medida em que existem duas grandes forças, com poderes de influência e controlo sobre a administração da sociedade, com interesses de difícil⁴⁷ compatibilização – por um lado, os acionistas, que auferem uma remuneração variável como contrapartida do seu investimento, dependente dos resultados apresentados pela empresa e, por outro, os credores financiadores, recebedores de uma remuneração fixa, dependente da mera solvabilidade da empresa.

A introdução de *covenants*, quando confirmam poderes de ingerência em matérias cruciais e estruturais da sociedade – tais como política de investimento, de financiamento, de estratégia, entre outras, representa um meio de aquisição de controlo através da dívida.

Capítulo II - *Covenants* – o uso da liberdade contratual face ao silêncio da lei

I. Origem e conceito

Os *covenants* são acordos ou cláusulas⁴⁸ inseridas em contratos de financiamento, fruto do acordo entre as partes ao abrigo da liberdade contratual, e que “permitem ao credor regular, em geral, a forma como são dirigidos os assuntos da sociedade

⁴⁶ Para um estudo mais aprofundado deste fenómeno, v. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS (2014), em especial, pp. 371 e ss.

⁴⁷ Ainda que os interesses dos credores e sócios possam ser, em determinadas situações, antagónicos, principalmente em situações de fragilidade financeira da sociedade, nem sempre será assim. A ingerência dos credores nos assuntos sociais pode, em certos momentos, ser benéfica não só para o credor como para os próprios sócios.

⁴⁸ *Cfr.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2015), p. 130.

devedora”⁴⁹, e que surgem como meio de o credor financiador proteger o seu investimento. Segundo Elís Ferran (2008)⁵⁰ “os *covenants* são restrições contratuais aos termos em que o capital é fornecido, são, num sentido lato, o equivalente em termos de financiamento por dívida (*debt finance*) ao controlo que os acionistas têm o direito de exercer através dos votos associados às respetivas ações.”

Apesar de o termo “*covenant*” (que se traduz, de forma literal, por “acordo”), convocar uma ideia de acordo entre partes, numa lógica de bilateralidade, a verdade é que não impõem qualquer obrigação ao credor, mas apenas ao devedor⁵¹.

A sua origem remonta à prática comercial norte-americana. O seu surgimento esteve ligado ao elevado volume de contratos de financiamento celebrados nos Estados Unidos da América, característico de uma economia forte, orientada para o mercado, aliado à escassa previsão de soluções legais que contribuíssem, de alguma forma, para proteger o investimento realizado pelo credor *outsider*. A internacionalização dos contratos de financiamento⁵² contribuiu (se não determinou) a disseminação destas cláusulas por todo o mundo⁵³⁵⁴, sendo hoje comum a aposição de *covenants* nos contratos de financiamento celebrados na Europa, principalmente nos contratos de longo prazo⁵⁵.

Em Portugal, são várias as denominações atribuídas a estas cláusulas⁵⁶. Alguns autores, como PAULO CÂMARA (2023)⁵⁷, utilizam a expressão “cláusula de salvaguarda” ou “cláusulas de garantia e segurança”, outros⁵⁸ preferem a designação “cláusulas de garantia”.

Os *covenants* são frequentemente categorizados pela doutrina como negativos ou positivos, consoante o seu conteúdo consista na obrigação de adoção ou de abstenção de

⁴⁹ DIANA SERRINHA ROSA (2016), p. 213.

⁵⁰ p. 57.

⁵¹ Cfr: JOANA PEREIRA DIAS (2003), p. 905.

⁵² Fruto do crescimento do mercado é a cada vez mais frequente celebração de contratos entre operadores económicos sediados em diferentes países.

⁵³ A este respeito, v. DIANA SERRINHA ROSA (2016), pp. 211-212.

⁵⁴ A aposição de *covenants* é frequente não só em contratos de financiamento celebrados entre credor e sociedade sujeitos a ordenamentos jurídicos diferentes, como também nos contratos celebrados entre operadores de mercado do mesmo país – as instituições bancárias não deixam de se socorrer dos *covenants* nos contratos de financiamento celebrados com sociedades sediadas em Portugal.

⁵⁵ Cfr: PAULO DE TARSO DOMINGUES (2022), p. 22.

⁵⁶ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2015) mantém-se fiel à denominação utilizada no país de origem.

⁵⁷ Também FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014) utiliza esta denominação.

⁵⁸ A expressão “cláusulas de garantia” é utilizada por MAFALDA DE SÁ (2017), apesar de não descartar, a utilização da denominação “cláusula de salvaguarda”.

determinadas medidas. Trata-se, por exemplo, de um *covenant* negativo, a cláusula que preveja a obrigação de a sociedade devedora se abster de contratar novos empréstimos que impliquem a constituição de garantias que coloquem novos credores numa posição mais favorável face aos demais.

Ainda a propósito do surgimento destas cláusulas, cumpre referir que os efeitos decorrentes de um contrato em muito terão que ver com a ordem jurídica em que o mesmo se insere. Na carência de respostas dadas pela lei, ou perante a escassa pormenorização das normas aplicáveis, as partes ver-se-ão inclinadas a regular, ao abrigo da liberdade contratual, os efeitos que querem associar a eventuais incumprimentos ou alterações das circunstâncias sobre as quais o negócio foi acordado.

Neste contexto, é fácil compreender que as partes se pretenderão acautelar face ao risco de ficar à mercê de soluções imprevisíveis, cujos contornos desconhecem, e que se poderão revelar indesejadas. Relativamente à (crescente) celebração de contratos de financiamento internacionais, é natural que as partes sintam dificuldade em prever com exatidão quais as normas aplicáveis ao contrato⁵⁹ e, por esse motivo, optem por elas mesmas definir e densificar as soluções aplicáveis. A este propósito, refere DIANA SERRINHA ROSA⁶⁰ que “*esta plurilocalização dos negócios internacionais causa, desde logo, problemas quanto à determinação da lei aplicável, por um lado, e do Estado competente para dirimir possíveis conflitos, por outro*”

O uso da autonomia privada⁶¹ permite às partes um “*autogoverno da sua esfera jurídica*”⁶², e bem assim saber com o que contar relativamente aos efeitos do contrato e consequências do seu eventual incumprimento, porque elas mesmas o estipulam, deixando uma margem menor para a incerteza.

O estudo realizado por HYUN A. HONG, MINGYI HUNG e JIEYING ZHANG (2011) sugere que a utilização deste tipo de cláusulas é mais frequente em ordenamentos jurídicos que

⁵⁹ Se pensarmos na celebração de um contrato de financiamento celebrado entre operadores económicos de diferentes ordenamentos jurídicos, é fácil entender a incerteza que subjaz à previsão das normas territorialmente aplicáveis ao contrato celebrado, atendendo à complexidade das regras de Direito Internacional Privado.

⁶⁰ p. 212.

⁶¹ Que encontra a sua expressão mais evidente na liberdade contratual, plasmada no artigo 405.º do Código Civil, e fundamentos constitucionais mais explícitos nos artigos 26.º, n.º 1 e 61.º da Constituição da República Portuguesa.

⁶² *Cfr.* CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO E PAULO MOTA PINTO (2005), p. 102.

garantam uma efetivação das consequências decorrentes da violação contratual, e nos quais existam uma maior qualidade de informação, no sentido de maior fidelidade dos relatórios financeiros à realidade das empresas.

II. Razão de ser –Agency Theory of Covenants (ATC)

A questão da separação entre propriedade e controlo há muito vem sendo discutida, sendo hoje consensual que a amenização da tensão existente entre os interesses dos acionistas (principais) e administradores (agentes) passará pela monitorização da atuação dos segundos, pelos primeiros, e/ou pela criação de mecanismos de incentivo⁶³.

A necessidade de prever poderes de controlo do credor financiador sobre a sociedade financiada advém da necessidade de compatibilização de interesses divergentes – os interesses do credor, por um lado, e a atuação do órgão de administração (pautada pelos interesses dos acionistas).

O estudo da relação de agência⁶⁴ remonta a SMITH (1776), que via na crescente prevalência das sociedades anónimas o exacerbar da dissociação entre propriedade (detida pelos acionistas⁶⁵) e o controlo (detido pelos administradores⁶⁶), geradora de conflitos ou, pelo menos, do potencial desalinhamento de interesses⁶⁷ entre estes sujeitos.

Mais tarde estudada por JENSEN e MERKLIN (1976), a relação de agência é definida por estes autores como a relação que surge do contrato ao abrigo do qual uma ou mais pessoas – o(s) comitente(s), ou principal(is) – contratam uma ou mais pessoas – (o(s) agente(s)) – para efetuar um serviço em seu nome, que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão a este(s) último(s). Partindo da premissa de que ambas

⁶³ Tanto a monitorização como os mecanismos de incentivo apresentam, para além de custos, entraves, nomeadamente, a assimetria informativa existente entre agentes e principais. Os primeiros possuem uma informação sobre a sociedade muito mais detalhada.

⁶⁴ *Agency* é uma figura do Direito Inglês, que consiste na relação estabelecida entre o principal e o agente, mediante a qual o primeiro incumbe o segundo de agir em sua representação, *cf*: <https://www.britannica.com/topic/agency-law>, consultado em 26/03/2024.

⁶⁵ Na relação de agência, denominados “principais”.

⁶⁶ Na relação de agência, denominados “agentes”.

⁶⁷ SMITH (1776) concluiu que, atendendo ao facto de os agentes gerirem capitais alheios, não se poderá exigir-lhes o mesmo zelo que seria de esperar de quem gere o seu próprio património. Neste sentido, reconhece que sempre existirá algum grau, maior ou menor, de desconformidade entre a atuação do agente e o interesse do principal, pp. 574-575.

as partes da relação agem com racionalidade económica, necessariamente concluímos que que a atuação do agente não estará sempre alinhada com os interesses do comitente. O principal pode limitar as divergências em relação aos seus interesses através do estabelecimento de incentivos adequados para o agente. Estes incentivos acarretam custos – os custos de agência.

Transpondo esta teoria para a relação existente entre acionistas, administradores e credores sociais, surge a Agency Theory of Covenants (ATC), postulada por JENSEN e MERCKLIN (1976), mais tarde, desenvolvida por SMITH e WARNER (1979). Segundo a ATC, os *covenants* são utilizados pelo credor para antecipar os comportamentos oportunistas dos administradores, com impacto no preço da dívida. Assim, também o alinhamento de interesses dos credores e dos administradores acarreta custos de agência.

Os credores investidores e os acionistas, embora ambos financiadores da sociedade, têm interesses muitas vezes divergentes. Esta divergência deve-se, em grande parte, ao carácter das suas remunerações. Enquanto o credor possui uma remuneração fixa, não dependente de resultados positivos da sociedade, nem proporcional aos mesmos, o sócio possui uma remuneração dependente da existência de resultados positivos, e na medida desses resultados. Acresce que, em caso de insolvência, os créditos pertencentes aos credores serão pagos em primeiro lugar relativamente ao capital investido pelos sócios na sociedade⁶⁸⁶⁹. É indiscutível que a ambas as categorias interessa a solvabilidade da sociedade. No entanto, perante uma situação de perda de valor da empresa, os sócios tenderão a preferir estratégias mais arriscadas, enquanto os credores pugnarão pela adoção de estratégias mais conservadoras do ponto de vista financeiro. Caso a sociedade se encontre em situação económica difícil, os acionistas sabem que não têm nada a perder – caso a sociedade se torne insolvente, não terão nada a perder.

Os administradores possuem incentivos para agir no interesse dos acionistas, e fá-lo-ão, mesmo que tal implique (e muitas vezes implicará) prejuízo para os credores investidores. São os acionistas que os monitorizam, que os nomeiam, que os podem destituir e, mais importante de tudo – que lhes pagam. Neste contexto, os *covenants*

⁶⁸ Nos termos dos artigos conjugados 154.º e 156.º, ambos do CSC, em caso de liquidação da sociedade, os sócios só são pagos depois de pagos todos os credores sociais, e apenas se existir passivo remanescente.

⁶⁹ A título de entrada ou de suprimentos.

surgem como forma de mitigar o desalinhamento de interesses do credor financiador com a atuação da administração (consonante com os interesses dos acionistas).

Como cabe aos acionistas suportar os custos de agência⁷⁰, estes estarão dispostos a aceitar a concessão poderes de ingerência e controlo aos credores, na medida em que a estes poderes contribuem para a diminuição dos conflitos de agência e, conseqüentemente, para a diminuição dos custos (de agência) a suportar pelos acionistas. Por outras palavras, *os acionistas pagam ex ante*⁷¹ *qualquer “expropriação” realizada ex post*⁷². O preço a pagar pelos acionistas é, então, a partilha ou, por vezes, a perda de influência (que antes lhes era exclusiva em virtude da detenção da participação social) sobre as decisões atinentes à sociedade.

Na medida em que implica a redução dos custos de agência, permitindo ainda a manutenção do risco inicialmente assumido, a introdução de *covenants* no contrato de financiamento irá ter impacto no preço da dívida.

No entanto, alerte-se para o facto de a própria negociação dos *covenants* acarretar custos, nomeadamente, os derivados de assessoria jurídica e de serviços de consultoria, entre outros. Segundo FLAVIO BAZZANA e ELEONORA BROCCARDO (2009)⁷³, e partindo deste princípio, os credores apenas pretenderão incluir *covenants* no contrato de financiamento se os custos derivados das restrições impostas pelos mesmos e da sua negociação forem menores do que os benefícios resultantes da imposição/restricção⁷⁴.

III. Função e objetivos

A atribuição de poderes de controlo aos credores financiadores não é um fim em si própria, mas sim um meio para atingir um objetivo maior.

A função primordial da atribuição de poderes de controlo sobre a sociedade ao credor investidor – através dos *covenants* – é o acautelamento da posição deste perante a escassa previsão legal de mecanismos que assegurem a diminuição (ou, pelo menos, a

⁷⁰ Cfr: FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014), p. 232.

⁷¹ No momento da contratação da dívida.

⁷² Cfr: ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2015), p. 132.

⁷³ P.4.

⁷⁴ Consoante se trate de *covenants* positivos ou negativos.

conservação) do risco de incumprimento assumido no momento da contratação de financiamento.

Através da introdução de *covenants* no contrato de financiamento, o credor ganha a possibilidade de desempenhar um papel ativo no controlo e formação das decisões do órgão de administração. Nestes termos, o credor deixa de se cingir à espera passiva pelo retorno do seu investimento, passando a tomar rédeas da situação económica em que a sociedade devedora se coloca⁷⁵. Caso se aperceba da diminuição de valor da empresa, tem poder para agir de forma a travar essa tendência, não ficando totalmente à mercê das decisões (nem sempre consonantes com a manutenção da solvabilidade) do órgão de administração. Desta forma, consegue conservar as circunstâncias em que contratou o financiamento, sem que esteja sujeito a profundas alterações do risco que assumiu inicialmente⁷⁶.

É importante frisar que nem todos os *covenants* conferem igual poder de controlo, e nem sempre o direito de controlo atribuído ao credor se consubstancia num poder de influência na gestão da sociedade com efeitos palpáveis (por exemplo, uma cláusula que preveja a obrigação de a sociedade fornecer determinadas informações financeiras ao credor). O espectro variará entre o poder meramente teórico (quando o conteúdo do *covenant* é tão flexível que a sociedade que não se encontre já gravemente debilitada sempre o cumprirá), até à ocupação, pelo credor, de uma posição de sócio⁷⁷ (dominante ou não) na estrutura societária, nomeadamente através de *debt equity swap clauses*⁷⁸ e *step in clauses*⁷⁹. A intensidade do controlo conferido ao credor poderá variar ao longo do contrato de financiamento – assim como poderá variar o poder negocial das partes, sendo

⁷⁵ PAULO CÂMARA (2003), p. 131, aponta como função dos *covenants* a limitação do “risco de erosão da posição patrimonial dos credores obrigacionistas até ao momento do vencimento das obrigações”. Apesar de o autor se referir, especificamente, aos credores obrigacionistas, o mesmo vale para os demais credores financiadores.

⁷⁶ Neste sentido, FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014), p. 236.

⁷⁷ A este respeito, importa ressaltar que os termos em que o credor se transforma em sócio poderão ser desproporcionalmente favoráveis ao credor que se encontre nesse momento numa clara posição de supremacia relativamente ao devedor. O(s) credor(es) poderá(ão) conseguir transformar a dívida em capital da sociedade por um custo muito abaixo do valor real das participações sociais da mesma.

⁷⁸ Permitem ao credor converter os seus créditos em capital, assim se tornando sócio da sociedade devedora.

⁷⁹ *Cfr.* PAULO DE TARSO DOMINGUES (2022), p. 23.

certo que a violação de *coventants* pelo devedor importará sempre um reforço da posição negocial do credor⁸⁰.

Apesar de o ordenamento jurídico português prever diversos meios de tutela do credor, nomeadamente através de mecanismos de conservação do património do devedor, tais como a impugnação pauliana, o arresto, os mecanismos previstos nos artigos 780.º, n.º 1 e 429.º, ambos do Código Civil, entre outros, a sua eficácia é limitada. Desde logo, se pensarmos no disposto no artigo 780.º, n.º 1 do Código Civil, o credor apenas poderá exigir o cumprimento imediato da obrigação se o devedor se tornar insolvente, ou se, por causa imputável ao devedor, diminuïrem as garantias do crédito.

O recurso a tais mecanismos está dependente da prova de determinados requisitos, o que condiciona em larga medida a efetivação do direito do credor. Acresce que, quando o devedor já se encontra numa situação de insolvência, pode ser tarde demais para agir, visto que pode já não existir património suficiente para responder pela totalidade das dívidas assumidas.

Neste prisma, a inclusão de cláusulas de segurança e garantia vem acautelar os interesses dos credores de forma mais incisiva, dispensando a verificação de requisitos exigidos pela lei para o funcionamento de outros meios de tutela, e permite ainda ao credor agir de forma preventiva face a potenciais atuações imprudentes do devedor, bem como permite estipular a possibilidade de exigir o cumprimento imediato da obrigação⁸¹, com base em fundamentos previstos pelas partes, menos exigentes que aqueles previstos pela lei.

Concretamente em relação aos credores sociais, o Código das Sociedades Comerciais prevê duas principais vias de tutela dos mesmos – o conjunto de normas destinadas à conservação do capital social⁸² e a responsabilidade dos gestores por

⁸⁰ Conforme se verá a propósito das consequências da violação dos *covenants*, no ponto IV do presente capítulo.

⁸¹ Em último caso, a estipulação do vencimento antecipado das prestações como consequência do incumprimento das cláusulas de garantia permite ao credor exigir o pagamento do crédito fora do âmbito da insolvência, no âmbito da qual teria de concorrer com demais credores, o que implica uma diminuição da probabilidade de ver o seu crédito integralmente satisfeito.

⁸² Previstas nos artigos 31.º a 34.º do CSC relativamente a todos os tipos de sociedade. Especificamente quanto às sociedades anónimas, vejam-se os artigos 317.º e 346.º do mesmo diploma, que fazem depender a licitude da aquisição de ações próprias e a amortização de ações sem redução do capital social, respetivamente, do cumprimento das normas relativas à conservação do capital social. As regras de proteção do capital reforçam a posição do credor no sentido em que protegem os ativos que cobrem o capital social.

inobservância culposa das disposições legais destinadas à proteção dos credores sociais. No entanto, ambas se revelam insuficientes. Desde logo, a conservação do património representativo do capital social não se revela suficiente para garantir o cumprimento pontual das obrigações assumidas pela sociedade, nem tão pouco garante que, em caso de insolvência, aqueles ativos sejam suficientes para satisfazer o crédito. Por outro lado, a ação de responsabilidade sobre os gestores só se mostra viável depois de se verificar o dano, pecando pela falta de carácter preventivo.

Neste sentido, não só a inclusão destas cláusulas vem alargar os meios de tutela do credor em quantidade, como pode ainda facilitar e garantir a eficácia dos mesmos – na verdade, de nada vale recorrer aos meios de tutela previstos na lei se, perante os apertados requisitos de prova exigidos pelo tribunal, o credor não consegue efetivar o seu direito⁸³.

A inclusão de *covenants* nos contratos de financiamento funciona ainda como fator de ponderação dos juros contratados⁸⁴, precisamente porque diminui o risco assumido pelo credor⁸⁶, bem como os custos de agência. Por vezes, a contratação de *covenants* pode mesmo ser um fator determinante para a própria decisão de contratar – perante um devedor que apresente poucas garantias de cumprimento, o credor pode estar disposto a contratar apenas mediante a previsão de poderes de intervenção nas decisões que, em princípio, caberiam ao órgão de gestão da sociedade. Desta forma, não só representam uma vantagem para o credor, que adquire a possibilidade de intervir em decisões sociais, no sentido de garantir a conservação de condições de solvabilidade da empresa, como podem ainda apresentar uma vantagem para a sociedade devedora, uma vez que, de outra forma, poderia nem sequer ter acesso a financiamento.

A introdução destas cláusulas nos contratos de financiamento tem ainda como objetivo a minimização dos conflitos de interesses que se fazem sentir no âmbito da

Sobre a função do capital social como garantia comum dos credores, veja-se o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 12/01/2012, proferido no âmbito do processo n.º 916/03.2TBCSC.L1.S1, disponível em www.dgsi.pt.

⁸³ Cfr. JOANA FORTE PEREIRA DIAS (2003), p. 888.

⁸⁴ Apesar de não ser esta a sua função. Aliás, o impacto no cálculo dos juros é um mero efeito colateral. A função dos *covenants* é acautelar a posição do credor, e não a do devedor, sendo impostos pelos primeiros aos segundos.

⁸⁵ Que correspondem à remuneração fixa do credor.

⁸⁶ O juro contratado será diretamente proporcional ao risco assumido – quanto mais alto for o risco, maior será o juro. O papel dos *covenants* no preço da dívida voltará a ser abordado na presente dissertação, com mais pormenor, a propósito da *Agency Theory of Covenants*.

relação tripartida entre credor financiador, sócios e gestores, e a diminuição do risco assumido pelo primeiro, por intermédio da concessão de poderes de ingerência nas decisões atinentes à sociedade devedora ao credor investidor.

A intensidade do poder contratualmente atribuído ao credor, bem como o próprio âmbito de incidência, vai depender do concreto conteúdo das cláusulas contratadas, e será tanto maior, quanto mais frágil (do ponto de vista negocial) for o devedor.

Quanto maior for o risco de incumprimento que o devedor apresenta, mais exigentes e abrangentes serão as cláusulas de segurança às quais terá de se sujeitar, podendo as mesmas incidir sobre assuntos tão íntimos da vida da sociedade como a sua política financeira, de investimento, de financiamento, ou mesmo na sua estratégia negocial

Em princípio, um devedor mais forte, e que possua mais oportunidades de crescimento, não aceitará a imposição de condições demasiado restritivas, ao contrário de um devedor mais frágil, e com menos oportunidades de crescimento, que se verá obrigado a aceitar quaisquer condições que lhe garanta a concessão de financiamento. Porém, nem sempre será do interesse do credor estabelecer as condições mais restritivas possíveis. Se os termos dos *covenants* forem demasiado restritivos, por exemplo, do ponto de vista da política de investimento da sociedade, isso pode levar a uma situação de sub investimento, de “atrofio” do potencial económico da mesma⁸⁷. A previsão de condições demasiado restritivas pode importar a perda de oportunidades de crescimento para a empresa, nomeadamente quando esta se encontrar impedida de recorrer a contratação de dívida adicional com o objetivo de empreender em novos projetos rentáveis.

IV. Consequências da sua violação

Associadas aos diversos tipos de *covenants* surge sempre a estipulação da exigibilidade antecipada de todo o capital mutuado como consequência da sua violação.

O vencimento antecipado das prestações, brutalmente gravosa para o devedor, vai funcionar como meio de pressão para o cumprimento das obrigações contratadas.

⁸⁷ Neste sentido, EILÍS FERRAN (2008), p. 330.

Raramente (ou nunca) o devedor se encontrará em condições de proceder ao pagamento da totalidade do empréstimo caso tal faculdade venha a ser exercida pelo credor.

Ora, as sociedades recorrem à celebração de contratos de financiamento precisamente por necessitarem de capital. Ao contratar um empréstimo bancário, que, em princípio, terá um prazo longo, a sociedade devedora tem a expectativa de proceder ao pagamento em prestações com uma certa periodicidade, espaçadas no tempo. Assim, é fácil compreender que não se encontrará preparada, ou seja, não possuirá liquidez para proceder ao pagamento da totalidade do capital mutuado de uma só vez. Desta forma, aquela ocorrência (de vencimento antecipado das prestações) pode mesmo *precipitar a sociedade para uma situação de insolvência*⁸⁸, ainda que, anteriormente à violação, a sociedade se encontrasse em condições de cumprir pontualmente a obrigação principal (de pagamento do capital mutuado, acrescido dos juros), caso o credor pretenda exercer essa faculdade. A sua utilização pelo credor pode gerar um sentimento de desconfiança e apreensão por parte de outros credores sociais que, tomando conhecimento dessa situação, precipitar-se-ão para ver satisfeitos os seus direitos de crédito o mais rapidamente possível, por receio de perder o seu investimento.

Esta “solução” torna-se particularmente destrutiva quando existem cláusulas de *cross default*, presentes noutros contratos de financiamento. Nestes casos, assiste-se à produção de um “efeito dominó”⁸⁹, provocado pela “corrida” dos credores ao património da sociedade, no sentido em que todos eles pretenderão exigir o vencimento antecipado das prestações.

Ainda que os credores não pretendam, verdadeiramente, exercer aquela faculdade, bem sabendo da impossibilidade do devedor de cumprir tal exigência, a mera ameaça de lançar mão deste mecanismo investe os credores de um poder negocial acrescido.

De facto, esta faculdade do credor servirá, na prática, para incrementar o seu poder de controlo, através da imposição de novos *covenants*, ou introdução de condições mais restritiva. Após a violação de um *covenant*, o credor terá uma posição reforçada no âmbito da (re)negociação que se segue, uma vez que o devedor se verá obrigado a aceitar quaisquer condições apresentadas pelo credor.

⁸⁸ FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014), p. 237.

⁸⁹ MARIA RAQUEL GUIMARÃES (2017), p. 212.

O facto de o credor poder lançar mão da “bomba atómica”, que é o vencimento antecipado das prestações, confere efetividade ao controlo dos bancos sobre a administração⁹⁰, no sentido em que, caso o órgão de administração não se poderá dar ao luxo de não cumprir as imposições realizadas pelo credor, sob pena de poder colocar a sociedade em situação de insolvência ou, pelo menos, numa situação de grande fragilidade económica.

A violação de (um ou mais) *covenants* é muito frequente⁹¹⁹², e revela-se o momento ideal para o estudo da ingerência dos credores na vida social. Após a sua violação, seguir-se-á um processo de renegociação dos termos do contrato de financiamento, que terá como resultado a imposição de condições mais restritivas, e potencialmente mais abrangentes.

V. Qualificação jurídica - Obrigações (acessórias) ou garantias?

Com o objetivo de uma melhor compreensão do conceito de “*covenant*”, será conveniente relembrar o conceito de garantia das obrigações.

A garantia das obrigações consiste na proteção concedida pela ordem jurídica ao titular de um direito de crédito, munindo-o dos meios necessários para fazer valer o seu direito, em caso de incumprimento do devedor⁹³. É comumente apontada a distinção entre garantias gerais e garantias especiais das obrigações.

A garantia geral das obrigações abrange todo o património do devedor. Nas palavras de Antunes Varela (2014)⁹⁴, “Visto do lado do devedor, a garantia traduz-se

⁹⁰ FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014), p. 237.

⁹¹ No estudo realizado por GREG NINI, DAVID C. SMITH E AMIR SUFI (2011), *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, 40% das sociedades que compuseram a amostra (cerca de 3500 sociedades) violaram algum *covenant*, em algum momento do contrato.

⁹² A respeito da frequência da violação de *covenants*, importa fazer referência e distinguir os chamados *maintenance covenants* dos *incurrence covenants* – enquanto os primeiros pressupõem o respeito por determinada imposição ou proibição de forma contínua, o segundo pressupõe o aferimento do respeito pelo estipulado pelo *covenant* num determinado momento. Embora a violação de um *maintenance covenant* pareça mais provável, já que o devedor tem de manter determinados parâmetros durante um período de tempo, e não apenas em determinado momento, a verdade é que raramente o credor exerce uma vigilância contínua, ao ponto de conseguir detetar essas ocorrências. A este respeito, v. JORGE BRITO PEREIRA (2023), pp. 161 e 162.

⁹³ Vide MENEZES LEITÃO (2022).

⁹⁴ P. 130.

fundamentalmente na responsabilidade do seu património pelo cumprimento da obrigação e na conseqüente sujeição dos bens que o integram aos fins específicos da execução forçada. Se o credor tem o direito de agredir o património do devedor, quando ele não cumpre, é porque o património – os bens que o compõem – responde previamente pela obrigação.”

Por contraposição às garantias gerais das obrigações, as garantias especiais constituem uma proteção acrescida do credor face aos demais credores. Podem ser pessoais, se consistirem na vinculação do património de pessoa diversa do devedor à satisfação do direito de crédito⁹⁵, aumentando, quantitativamente, a proteção do credor, ou podem ser reais⁹⁶, se afetar(em) determinado(s) bem(ns) do património do devedor ou de terceiros à satisfação do crédito, tendo um caráter qualitativo – quantitativamente, o universo de bens que garante a satisfação do crédito mantém-se, mas confere-se ao credor um direito preferencial, perante os demais credores, sobre um, vários ou todos os bens integrantes do património do devedor, dependendo do objeto da garantia. O direito conferido ao credor em virtude de uma garantia real será oponível *erga omnes*, ao contrário do direito que resulta da garantia pessoal, que apenas será oponível ao terceiro cujo património se encontra vinculado à satisfação do crédito.

Existem ainda certas garantias que, não obstante representarem um reforço da posição do credor a favor do qual são constituídas, não se encontram autonomizadas pela doutrina. De facto, ao abrigo da autonomia das partes, é possível reforçar a posição do credor através do recurso a instrumentos diversos, que não têm necessariamente de se encontrar tipificados – isto porque, em matéria contratual, é permitido tudo o que não for proibido pela lei.

Como referido, tais instrumentos apresentam características variadas, sendo muito difícil, ou mesmo impossível, agrupá-los em categorias. Igualmente diversas são as denominações utilizadas entre nós para descrever estes mecanismos de reforço da posição do credor. Enquanto MENEZES LEITÃO (2018) utiliza a expressão “garantias especiais atípicas”⁹⁷, JANUÁRIO DA COSTA GOMES (2013) prefere a denominação de

⁹⁵ Veja-se o artigo 627.º do Código Civil.

⁹⁶ São garantias reais previstas no Código Civil: a consignação de rendimentos (artigo 656.º); o penhor (artigo 666.º n.1); a hipoteca (artigo 686.º n.1); os privilégios creditórios (artigos 733, 736.º) e o direito de retenção (artigo 754.º), entre outras.

⁹⁷ Capítulo X.

“paragarantias”, no sentido em que, apesar de não apresentarem caráter quantitativo nem qualitativo, não deixam de fortalecer a posição do credor, revelando, em concreto, funções de garantia⁹⁸.

No âmbito dos contratos de financiamento, os *covenants* são exemplo de instrumentos atípicos de reforço acrescido do credor. Porém, surge a questão de saber se estas cláusulas constituem verdadeiras garantias, ou se configuram antes obrigações acessórias à obrigação principal (de restituição do capital mutuado, acrescido de juros).

O artigo 397.º do Código Civil define o conceito de “obrigação” como o “vínculo jurídico por virtude do qual uma pessoa fica adstrita com outra à realização de uma prestação”. Nos termos do artigo 398.º, n.º 1 do mesmo diploma, aquela prestação, fixada pelas partes dentro dos limites da lei, pode ser positiva ou negativa. A prestação será positiva se consistir numa ação, e negativa se consistir numa omissão.

Não obstante os *covenants* terem como efeito (e objetivo) o reforço da posição do credor, parece-nos que se aproximam mais do conceito de obrigação (acessória) do que de garantia, desde logo, porque impõem a adoção ou omissão de determinados comportamentos pela sociedade devedora. Acresce que o reforço da posição do credor advém do medo sentido pela da sociedade devedora em relação às consequências que o incumprimento destas cláusulas acarreta – o vencimento antecipado das prestações, e não de uma posição de supremacia do credor em relação a outros credores, adquirida por força da introdução destas cláusulas.

Entre nós, a qualificação jurídica dos *covenants*⁹⁹ não é unânime, coexistindo autores que enquadram estas cláusulas no conceito de “garantia”¹⁰⁰, e outros no conceito de “obrigação”¹⁰¹.

⁹⁸ JANUÁRIO DA COSTA GOMES (2013), p. 391.

⁹⁹ JANUÁRIO DA COSTA GOMES (2013) afasta o enquadramento dos *covenants* no conceito de garantia, definindo estas cláusulas como “mecanismos de segurança do crédito”, p. 393.

¹⁰⁰ Por exemplo, SÉRGIO COIMBRA HENRIQUES (2014).

¹⁰¹ Por exemplo, FRANCISCO PINTO DA SILVA (2014).

VI. Enquadramento dos *covenants* na anatomia do contrato de financiamento

Tanto os contratos de empréstimo como os contratos de emissão de obrigações¹⁰² são, geralmente, contratos complexos, que convocam conhecimentos técnicos de diversas áreas – desde o Direito à Economia. É natural que a negociação dos seus termos não seja realizada de ânimo leve, principalmente quando estão em causa quantias muito avultadas.

A par com as *Condition Precedent* e as *Representations and Warranties*, os *Covenants* ou *Undertakings* são, na prática anglo-americana e, por força da expansão desta, em grande parte do mundo, partes centrais do contrato¹⁰³. Assim, são frequentemente alvo de negociação pormenorizada¹⁰⁴ e morosa. As cláusulas de segurança e/ou garantia podem surgir tanto nas *Representations and Warranties* como na parte dedicada aos *Covenants* ou *Undertakings*, dependendo do conteúdo das mesmas¹⁰⁵. Os *covenants* podem surgir na parte destinada a *Representations and Warranties* quando a estrutura da cláusula em questão se possa configurar como uma declaração de veracidade, pelo devedor. Exemplo disso é a cláusula *pari passu*, cuja formulação consiste na declaração, pelo devedor, de que não existem sobre si créditos “superiores” aos conferidos ao credor em virtude da celebração do contrato.

VII. A necessidade de previsão contratual de soluções aos problemas da governação societária

A crescente utilização destas cláusulas nos contratos de financiamento no contexto português contrasta com a falta de regulação, pela lei, das mesmas. A esse respeito, apenas sabemos que a inclusão de cláusulas contratuais é permitida no âmbito do exercício da autonomia privada, sem que seja regulado qualquer limite ao seu conteúdo ou extensão.

A disparidade entre o poder negocial do credor financiador e da sociedade financiada, aliada à incidência dos *covenants* sobre matérias centrais da vida social, impõem a

¹⁰² Ambos os tipos destinados a formalizar financiamento externo.

¹⁰³ A este respeito, *vide* Joana Forte Pereira Dias (2003), p. 904.

¹⁰⁴ *Cfr.* EILÍS FERRAN (2008), p. 330.

¹⁰⁵ Por exemplo, a cláusula *pari passu* tanto pode surgir nas *Representations and Warranties* como nos *Covenants* ou *Undertakings*, *cfr.* JOANA FORTE PEREIRA DIAS (2003), p. 905.

intervenção da lei sobre esta temática. O silêncio da lei dá azos a questionar a própria licitude destas cláusulas, principalmente quando estas incidem sobre questões tão delicadas como a tomada de verdadeiras decisões estratégicas por sujeitos estranhos à sociedade, que não quinhoam nas perdas, e em relação aos quais a lei não reconhece a possibilidade de responsabilização por atuações ruinosas¹⁰⁶. No plano da responsabilidade, causa alguma estranheza que a lei não preveja mecanismos de responsabilização dos credores que, possuindo poderes sobre a sociedade devedora que por vezes superam os poderes exercidos pelos próprios sócios, e que lhes permite fazer o papel de um verdadeiro administrador de facto. Neste contexto, determinam por vezes a tomada de decisões prejudiciais, tanto para os sócios, como para os demais credores sociais, sem que com isso tenham consequências. Outro ponto que merece especial atenção são as cláusulas *cross default*, que preveem que o incumprimento de obrigações externas ao contrato desencadeie o incumprimento deste¹⁰⁷, situação que é completamente estranha ao nosso ordenamento jurídico – em princípio, o devedor obriga-se a cumprir prestação contratada com o próprio credor, e não perante terceiros.

VIII. Licitude

Questão pertinente é ainda a da licitude destas cláusulas, quando das mesmas resulte a aquisição, pelo credor, do controlo da sociedade devedora¹⁰⁸.

Desde logo, a questão da licitude dos *covenants* pode ser suscitada a propósito da falta de previsão legal da possibilidade de deslocação do poder de direção (que, em princípio, cabe aos detentores de participações sociais) para sujeitos estranhos à sociedade. De facto, esta possibilidade apenas está prevista no direito societário, especificamente no Código das Sociedades Comerciais, relativamente às sociedades em relação de grupo, nos casos

¹⁰⁶ Ao contrário do que faz em relação aos administradores. Veja-se o artigo 72.º do CSC, que estabelece a responsabilidade dos gestores, administradores e diretores pelos danos causados à sociedade, derivados de atos ou omissões praticadas com preterição dos deveres legais ou contratuais, salvo se procederem sem culpa. Nos termos do artigo 64.º do mesmo diploma, são deveres fundamentais dos gerentes ou administradores os deveres de cuidado e de lealdade. No entanto, a lei não se pronuncia acerca de eventuais deveres dos credores quando se comportem como administradores de facto.

¹⁰⁷ Vide Diana Serrinha Rosa, in RDS VIII (2016), 1, p. 218.

¹⁰⁸ Cf: DIANA SERRINHA ROSA (2016), p. 218.

de domínio total¹⁰⁹ e de celebração de contrato de subordinação¹¹⁰, em que é atribuído legalmente o poder de controlo da sociedade-mãe sobre a sociedade-filha, à qual pode dar instruções¹¹¹.

Quanto às sociedades anónimas isoladas, o Código das Sociedades comerciais reconhece a existência de competências exclusivas do órgão de administração, sobre as quais a própria interferência dos acionistas é limitada, no sentido de garantir a independência daquele órgão.

Atendendo às “inúmeras formulações que estas cláusulas podem assumir, caberá ao intérprete-aplicador decidir pela sua admissibilidade casuisticamente”¹¹², tendo em consideração diversos fatores, nomeadamente, os interesses atendidos pelas partes aquando da celebração do contrato.

Em segundo lugar, também as consequências da interferência dos credores na administração da sociedade poderão levantar questões de ilicitude das cláusulas que lhes conferem tais poderes.

O Código das Sociedades Comerciais prevê, no artigo 72.º, a responsabilidade dos gestores, administradores e diretores, pelos danos causados à sociedade, derivados de atos ou omissões culposos, praticados com preterição dos deveres legais (nomeadamente, dos deveres de lealdade, consagrados no artigo 64.º do mesmo diploma), ou contratuais, que sobre os mesmos impendem. Os administradores são ainda responsáveis perante os credores sociais, nos termos do artigo 78.º, n.º 1 do CSC¹¹³. Derivada da falta da previsão legal do exercício de direitos de controlo pelos credores financiadores, surge o problema de falta de previsão de mecanismos de responsabilização daqueles, quando a sua atuação se possa reconduzir ao “administrador de facto”.¹¹⁴

Difícil será excluir, pura e simplesmente, a licitude de qualquer previsão contratual que implique o exercício de poderes de controlo do credor financiador sobre a sociedade

¹⁰⁹ Previsto no artigo 488.º do CSC.

¹¹⁰ Previsto no artigo 493.º e seguintes do CSC.

¹¹¹ Por força do artigo 503.º, por remissão do artigo 491.º para a relação de grupo, e diretamente para os casos de celebração de contrato de subordinação.

¹¹² DIANA SERRINHA ROSA (2016), p. 219.

¹¹³ Veja-se o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, proferido a 28/01/2016, no âmbito do processo n.º 1916/03.8TVPRT.P2.S1, disponível em www.dgsi.pt.

¹¹⁴ Sobre esta temática, veja-se ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2009), e ainda GONÇALO NOGUEIRA (2016).

devedora. Desde logo, porque ainda que a lei não preveja a deslocação de poderes para terceiros, estranhos à sociedade, também não apresenta soluções adequadas a resolver a insegurança sentida pelos credores em relação ao risco do seu investimento. A proibição, sem mais, destes mecanismos de controlo pelo credor poderia determinar, em último caso, uma diminuição na celebração de contratos de financiamento, o que sempre seria prejudicial para as próprias sociedades comerciais, bem como para o mercado económico, considerado no seu todo.

Nestes termos, parece que a solução mais cautelosa seria a própria lei prever mecanismos de controlo pelos credores, ou permitir a ingerência dos credores nos assuntos sociais mediante previsão contratual, e, em contrapartida, impor restrições ao exercício dos mesmos, à semelhança do que faz, por exemplo, quanto ao exercício dos poderes de controlo que podem ser exercidos pelos acionistas sobre o órgão de administração¹¹⁵.

Ainda que o silêncio da lei relativamente a esta temática fosse compreensível noutros tempos, veremos ao longo da presente dissertação que a cada vez mais íntima relação entre financiamento externo e controlo determina a necessidade de intervenção da lei no sentido de equilibrar os interesses que devem ser protegidos no âmbito da governação societária.

Capítulo III - “Tipos” de Covenants e seu impacto no governo societário

O risco assumido pelo credor aquando da celebração do contrato de financiamento é inversamente proporcional à capacidade económica e financeira do devedor¹¹⁶. A capacidade do devedor pode variar ao longo do tempo, devido a inúmeros fatores, desde o desempenho empresarial, até à ocorrência de fenómenos disruptivos e imprevisíveis, que afetem negativamente o mercado. Consequentemente, também o risco de incumprimento sofrerá variações, que serão tão mais prováveis quanto maior for a duração do contrato de financiamento.

¹¹⁵ Como vimos já a propósito dos problemas de governação societária, o órgão de administração (das sociedades anónimas) possui determinadas competências exclusivas, que não admitem a intervenção dos acionistas.

¹¹⁶ *Cf.*: Miguel Pestana de Vasconcelos (2022), p. 198.

É natural que os credores se pretendam precaver face a tais alterações, no sentido de manter ou até diminuir o risco inicialmente assumido. Uma das formas de atingir este objetivo é a previsão contratual de poderes de influência dos credores sobre o órgão de gestão das sociedades comerciais, enquanto o contrato de financiamento durar (através da introdução de *covenants*).

Ainda que escapem a qualquer a tipicidade legal, é possível agrupar estas cláusulas em categorias, atendendo às suas características, o que nos obriga a reconhecer-lhes uma tipicidade fáctica ou, nas palavras de JOANA PEREIRA DIAS (2003), uma “tipicidade social”, que deriva da sua utilização em larga escala. A verdade é que a presença destas cláusulas é de tal forma assídua na prática negocial, que, perante uma cláusula com determinado conteúdo, é possível enquadrá-la numa categoria.

Na impossibilidade de versar sobre todos os tipos de cláusulas de salvaguarda, pela imensa diversidade de conteúdo que a liberdade contratual permite, vejamos alguns exemplos, dando especial atenção às cláusulas mais comumente utilizadas, analisando simultaneamente de que forma é que cada uma pode impactar as regras de governação da sociedade devedora.

I. Reporting covenants

Estas cláusulas caracterizam-se pela imposição de apresentação/entrega, pela sociedade devedora, de documentos de prestação de contas ou outros necessários para a monitorização da saúde financeira da sociedade. Isto permite ao credor conhecer, de forma antecipada, eventuais perdas que possam determinar o incumprimento pela sociedade devedora. Desta forma, o credor “ganha tempo” para encontrar a melhor forma de acautelar a sua posição face ao risco do não pagamento. Este tipo de *covenants* apresenta uma grande desvantagem para o devedor – em caso de incumprimento (que conduzirá à renegociação dos termos do contrato), o credor conhece detalhadamente a situação financeira da sociedade, o que o coloca numa posição ainda mais privilegiada do ponto de vista negocial¹¹⁷.

¹¹⁷ Cfr: Valeri Nikolaev, (2017).

II. Financial covenants

Estas cláusulas visam garantir a solvabilidade da sociedade, numa lógica de que será mais provável que o devedor consiga honrar os seus compromissos se não se encontrar demasiado dependente do financiamento através da dívida¹¹⁸. Este tipo de cláusulas prende-se com a obrigação de manutenção, pelo devedor, de determinados índices financeiros, tais como: o *ratio* entre os lucros¹¹⁹ e a dívida acima de determinado valor, de tal forma que a sociedade se mostre capaz de cumprir as suas obrigações quando as mesmas se vencem (*cash flow solvency*), que o seu património líquido tangível¹²⁰ exceda um determinado valor (*tangible networth covenant*), que o *ratio* entre os ativos correntes¹²¹ e o passivo circulante¹²² se mantenha acima de determinado valor (*working capital*), entre outros. Da ótica do credor, os *covenants* financeiros apresentam-se como verdadeiros instrumentos de gestão de risco¹²³, determinantes na decisão de contratar e na determinação da taxa de juro— que será tanto mais elevada quanto maior for o risco.

O efeito visado pelos credores que beneficiam deste tipo de cláusulas pode ser ainda o de obrigar a sociedade a financiar novos projetos através de capitais próprios, uma vez que a obtenção de financiamento externo implicaria uma diluição do valor de

¹¹⁸ *Cfr.* EILÍS FERRAN (2008), p. 331.

¹¹⁹ Um indicador financeiro frequentemente utilizado é o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), que consiste no resultado gerado pela empresa antes de resultados financeiros, impostos, amortizações e depreciações. No fundo, é uma espécie de “lucro bruto”. Este indicador é fiel à realidade da empresa, no sentido em que desconsidera elementos “externos” à produção de resultados – se pensarmos numa empresa que apresente uma grande quantidade de despesas dedutíveis num determinado ano, e que por isso apresente um resultado contabilístico aparentemente mais favorável do que aquela que é a sua realidade.

¹²⁰ O património líquido tangível (*tangible net worth*) é calculado através seguinte fórmula: total de ativos – total passivo - total de património intangível, *cfr.* Corporate Finance Institute, consultado em <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/tangible-net-worth/>, a 26/03/2024.

¹²¹ Os critérios de classificação de um ativo como corrente encontram-se previstos na NCRF 1, parágrafo 17: Um passivo deve ser classificado como corrente quando satisfizer qualquer um dos seguintes critérios: a) Se espere que seja liquidado durante o ciclo operacional normal da entidade (de 12 meses, nos termos dos artigos 8.º, n.º 1 do CIRC e artigo 9.º, n.º 1, alínea i) do CSC; b) Esteja detido essencialmente para a finalidade de ser negociado; c) Deva ser liquidado num período até doze meses após a data do balanço; ou d) A entidade não tenha um direito incondicional de diferir a liquidação do passivo durante pelo menos doze meses após a data do balanço. Grosso modo, serão ativos circulantes para este efeito todos aqueles que possam ser convertidos em liquidez num prazo inferior a 12 meses.

¹²² Passivo exigível a curto prazo – que deverão ser liquidadas no exercício social seguinte. São exemplos as dívidas a fornecedores.

¹²³ *Cfr.* JORGE BRITO PEREIRA (2023), p. 158.

crédito do mutuante, cuja remuneração é igual quer o novo projeto se revele um sucesso, quer se revele um fracasso¹²⁴. Em caso de fracasso, os credores comungariam das perdas¹²⁵. Porém, em caso de sucesso, não comungariam dos ganhos, já que detêm uma remuneração fixa¹²⁶.

Ao obrigar o devedor a manter determinados níveis de solvabilidade, o credor poderá estar, indiretamente, a impedi-lo de realizar investimentos em novos projetos ou na aquisição de novos ativos, por exemplo. Se pensarmos na imposição de manutenção do *ratio* dívida/*cash-flow* abaixo de determinado valor, pode acontecer que o devedor tenha capacidade para contrair dívida a fim de investir num novo projeto (por exemplo, abrir uma nova filial), mas que se veja obrigado a abster-se de o fazer, se isso implicar o desrespeito pelo limite estipulado pelo credor. Aqui, embora o credor não esteja a tomar, pelo menos diretamente, uma decisão de gestão da sociedade, a verdade é que está a limitar a atuação da administração, ou melhor, a condicionar a atuação da administração num determinado sentido. A imposição do credor está a funcionar como se se tratasse de uma verdadeira deliberação social, (neste caso, no sentido de não proceder à abertura de nova filial), determinando a atuação do órgão de administração.

Este tipo de cláusulas pode ter formulações diversas, podendo configurar tanto *covenants* positivos como negativos – pode impor a manutenção de um determinado *ratio*, ou pode proibir que a sociedade ultrapasse determinado nível de endividamento.

Nem sempre utilização de *financial covenants* implicará a intromissão do credor no governo societário, pelo menos de forma gritante. Se o limite imposto for suficientemente flexível, de modo a proibir apenas as situações que manifestamente justifiquem o alarme, a limitação da atuação do órgão de administração poderá ser meramente teórica, nunca se vindo a concretizar. Claro está que estas cláusulas serão tão mais flexíveis quanto menor for o desfasamento entre o poder negocial do credor e o poder negocial do devedor. Conforme já referido anteriormente¹²⁷, a capacidade negocial

¹²⁴ Uma vez que a remuneração do mutuante é fixa, este não tem nada a ganhar com o sucesso de novos projetos da sociedade. No entanto, tem muito a perder em caso de fracasso – se o projeto fracassado tiver sido financiado com recurso a contratação de dívida, o mutuante vê o seu crédito diluído. O novo empreendimento fracassado poderá ainda colocar em causa a solvabilidade da sociedade devedora, podendo determinar a perda total ou parcial do capital investido pelo credor.

¹²⁵ Por força da diluição do seu crédito.

¹²⁶ *Vide* EILÍS FERRAN (2008), p. 331-332.

¹²⁷ A propósito da relação entre a intensidade dos poderes de influência do credor e a capacidade negocial da sociedade.

deste último dependerá não só da sua previsível capacidade para cumprir com as suas obrigações (o risco que acarreta), como também da necessidade e urgência de contratação da dívida – se a empresa contrata dívida para investir num novo projeto, o que sempre poderá adiar, ou se necessita de financiamento para se manter viva, para pagar outras dívidas (por exemplo, a fornecedores) cujo pagamento se mostre indispensável para continuar a desenvolver a sua atividade, ou cujo não pagamento a coloque em situação de *distress*.

III. Disposal of assets

Estas cláusulas visam proibir ou limitar a disposição de bens pela sociedade. O conteúdo poderá variar desde a proibição de disposição do bem X, até à proibição de disposição de todos os bens móveis e imóveis da sociedade. Um dos motivos que poderá estar subjacente a esta imposição prende-se com a maior facilidade de dissipação do capital versus dissipação de património (no sentido em que a transformação dos bens da sociedade em liquidez, torna muito mais fácil a distribuição do produto pelos sócios, com prejuízo para o credor), mas também poderá estar relacionada com a estreita conexão entre determinados bens da sociedade e a sua capacidade para gerar excedente monetário. Se pensarmos, por exemplo, numa sociedade que se dedique ao fabrico de determinado produto, utilizando, para isso, maquinaria específica, será de concluir que a disposição desses bens levará inevitavelmente à diminuição ou mesmo quebra de produção, e consequente quebra nos lucros. Esta proibição pode ainda incluir as reafectações de bens de uma sociedade para outra, dentro do mesmo grupo¹²⁸.

¹²⁸ A referência a esta possibilidade não será tão inútil quanto possa parecer à primeira vista. Quando exista contrato de subordinação, o artigo 501.º do CSC protege os credores da sociedade subordinada, permitindo-lhes reagir contra a sociedade diretora. No entanto, não existe qualquer disposição legal que permita o contrário – a reação do credor da sociedade diretora perante a sociedade subordinada. Dito isto, uma cláusula deste tipo poderá impedir a sociedade diretora/ mãe de dispor dos seus bens a favor da sociedade subordinada/filha, assegurando a proteção do credor. O artigo 501.º do CSC é aplicável às sociedades que se encontrem em relação de domínio total, por remissão do artigo 490.º do mesmo diploma.

IV. Change of business

Os *change of business covenants* impedem que a sociedade altere o seu objeto. O objeto da sociedade deverá obrigatoriamente constar do contrato social¹²⁹, sendo da competência dos sócios deliberar sobre as atividades compreendidas no mesmo. Para que o objeto social possa ser alterado, terá de ser deliberada a alteração do próprio contrato social. Nos termos do artigo 85.º do CSC, a alteração do contrato de sociedade só poderá ocorrer por deliberação dos sócios, salvo quando a lei permita atribuir essa competência a um outro órgão social. Neste prisma, torna-se visível a possibilidade da intromissão dos credores em assuntos sociais verdadeiramente sensíveis, como é o da delimitação das atividades desenvolvidas pela sociedade.

V. Pari passu

Esta cláusula marca presença em grande parte dos contratos de financiamento e, frequentemente, surge acompanhada da cláusula *negative pledge*.

Mediante esta cláusula, o devedor declara que não existem credores com uma posição privilegiada em relação à posição que caberá à contraparte em virtude da celebração do contrato, ou seja, que o novo crédito contratado se encontra e se manterá em pé de igualdade com todos os demais créditos e quirografários em que figura atualmente como devedor, exceto eventuais créditos preferenciais já existentes, enunciados pelo devedor e ressalvados no contrato. A aposição de uma cláusula deste tipo faz todo o sentido, na medida em que é usual que a sociedade recorra a financiamento externo, nomeadamente mediante a celebração de contrato de mútuo, várias vezes ao longo da sua existência, e que o faça em busca de quantias avultadas. Por sua vez, é muito provável que a sociedade tenha constituído garantias reais a fim de celebrar anteriores contratos de financiamento. Assim, é importante que o credor conheça todos os créditos que, em caso de liquidação da sociedade, terão de ser satisfeitos. Importa ainda ao credor saber que o devedor não irá dar prevalência ao pagamento de outros credores comuns, em seu detrimento.

¹²⁹ Nos termos do artigo 11.º do Código das Sociedades Comerciais.

A formulação mais comum da cláusula *pari passu* como a conhecemos hoje começou a aparecer em empréstimos bancários comerciais sindicados na década de 1970, após os bancos descobrirem, para seu alarme, a existência de determinados procedimentos que, em certos países, permitem posterior subordinação de credores sem o consentimento dos mesmos – por exemplo, nas Filipinas, os créditos aos quais é conferida forma solene tornavam-se automaticamente, à luz da lei, superiores aos restantes, ainda que anteriores, não investidos de forma solene¹³⁰.

Porém, nunca foi intenção dos credores, mediante a introdução das cláusulas *pari passu*, obrigar os mutuários a pagar todas as suas obrigações numa base proporcional, mas apenas garantir que a sua graduação não fosse perturbada¹³¹ de surpresa.

À primeira vista, esta cláusula parece não acarretar grandes perigos de intromissão do credor nas decisões de gestão da sociedade. No entanto, atente-se na seguinte situação hipotética: a sociedade devedora celebra um contrato de mútuo, no qual é aposta uma cláusula *pari passu* e, para além deste novo crédito, existem outros créditos comuns, nos quais se incluem os créditos de fornecedores: perante uma dificuldade em cumprir as obrigações assumidas, fará mais sentido dar prevalência aos créditos dos fornecedores¹³², uma vez que o não pagamento destes implica o corte no fornecimento, essencial para a manutenção do desenvolvimento da atividade; porém, os administradores encontram-se impedidos de tomar essa decisão, em virtude da oposição da cláusula *pari passu*.

VI. Cross default

As cláusulas *cross default* caracterizam-se por atribuir ao credor o direito de exigir o pagamento antecipado da totalidade das prestações perante o incumprimento¹³³, pelo devedor, de outros contratos, celebrados com terceiros. A oposição destas cláusulas no contrato de financiamento permite ao credor fazer cessar a relação contratual com base

¹³⁰ Ver também MARK WEIDEMAIER, ROBERT SCOTT e MITU GULATI (2013).

¹³¹ *Cfr.* LEE C. BUCHHEIT E SOFIA D. MARTOS (2014), p. 491.

¹³² Sobre este assunto, ver Lee C. Buchheit and Sofia D. Martos (2014), p. 491.

¹³³ Ou por se ter verificado o vencimento antecipado das prestações de outros contratos por outros factos, *cf.* DIANA SERRINHA ROSA (2016), p. 221.

na verificação de um *event of default* ocorrido num contrato alheio a este, ainda que a sociedade devedora cumpra pontualmente as obrigações assumidas perante o credor.

A respeito destas cláusulas, importa frisar que as mesmas não incidirão sobre qualquer contrato celebrado entre a sociedade devedora e terceiros. Por outras palavras, nem todos os contratos celebrados pela sociedade devedora são suficientemente relevantes para que o credor os pretenda prever como *events of default*. Em princípio, estas cláusulas apenas vão incidir sobre contratos (estranhos ao contrato em que as mesmas surgem inseridas) cujo incumprimento pelo devedor importe uma perda de confiança do credor, no sentido em que signifique o potencial incumprimento do contrato celebrado entre as partes¹³⁴.

Mediante a introdução destas cláusulas no contrato de financiamento, a influência do credor é exercida nos termos em que determina a opção pelo cumprimento de uns contratos ao invés de outros. Isto é, perante a ameaça da exigência do reembolso de todo o capital já disponibilizado pelo credor, o devedor ver-se-á “obrigado” a impedir a verificação de *events of default* previstos em determinados contratos – aqueles cujo cumprimento constitui um *event of default* do contrato celebrado entre as partes – em detrimento do cumprimento de outros. Na impossibilidade de cumprir todos os contratos celebrados pela sociedade devedora, esta irá preferir cumprir pontualmente aqueles cujo incumprimento constitui *event of default* no contrato de financiamento em causa.

VII. Negative pledge

Um dos mais importantes *covenants* negativos no contexto da diluição do crédito são as cláusulas *negative pledge*¹³⁵, que preveem a proibição do devedor constituir garantias, reais ou pessoais, que coloquem as obrigações por elas garantidas em posição de superioridade em relação às obrigações assumidas no contrato de financiamento. Os objetivos visados pela introdução deste tipo de cláusulas no contrato de financiamento são: (i) a preservação da igualdade entre diferentes credores; (ii) a proteção do credor em caso de liquidação da sociedade em sede de insolvência; (iii) a proteção do conjunto de ativos da sociedade devedora existentes no momento da contratação do financiamento e

¹³⁴ Neste sentido, DIANA SERRINHA ROSA (2016), p. 223.

¹³⁵ Cfr: DANIELA MATRI (2017), p. 39.

ainda (iv) funcionar como um “aviso” precoce para o credor¹³⁶, da potencial falta de capacidade da sociedade para cumprir as suas obrigações.

No ordenamento jurídico português, possuem um efeito estritamente obrigacional¹³⁷, isto é, a constituição de garantias que coloquem os créditos decorrentes dos contratos celebrados posteriormente pela sociedade devedora em posição privilegiada em relação ao credor financiador – implica a violação desse contrato, mas não afeta a validade dessas garantias. Por outras palavras, o facto de o contrato de financiamento possuir cláusulas *negative pledge* em nada afeta a validade as garantias constituídas no âmbito de outros contratos celebrados pela sociedade devedora.¹³⁸

Outro efeito da violação da cláusula de *negative pledge*, comum em ambientes contratuais anglo-saxónicos, é a extensão automática das garantias constituídas após a sua estipulação ao credor que figura no contrato em que aquela cláusula está presente. No entanto, o direito português não admite esta solução, uma vez que a constituição de garantias adicionais implica um acordo entre garante e garantido¹³⁹.

A frequência com que os credores exigem a constituição de garantias como condição da concessão de crédito faz com que estas cláusulas tenham como efeito travar a contratação de nova dívida. Desta forma, poderá impedir a sociedade de ingressar em novos projetos, quando estes impliquem financiamento externo adicional.

¹³⁶ Cfr. DANIELA MATRI (2017), p. 39.

¹³⁷ Ao contrário do que sucede nos ordenamentos jurídicos anglo-saxónicos, nos quais as garantias constituídas posteriormente ao acordo de *negative pledge* são graduadas de forma subordinada, desde que existisse o conhecimento da existência desse acordo pelas contrapartes dos contratos no âmbito dos quais foram constituídas aquelas garantias.

¹³⁸ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA (2023), p. 175.

¹³⁹ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, (2023), p. 175-176.

Capítulo IV – Conclusão

A aposição de *covenants* nos contratos de financiamento permite ao credor condicionar o sentido de determinadas decisões que, em princípio, deveriam caber ao órgão de gestão da sociedade financiada, nomeadamente, decisões atinentes à política de financiamento, de investimento e/ou de estratégia comercial. Estas cláusulas investem o credor num poder acrescido, através da ameaça do exercício da faculdade de exigir o cumprimento antecipado das prestações, colocando-o numa posição de supremacia.

Para além da intromissão verdadeiramente imposta pelos credores em virtude da violação de *convenants*, a influência dos mesmos pode ainda ter lugar a título de sugestões ou de meros conselhos¹⁴⁰, junto dos administradores, quando a sociedade se aproxima de um período difícil.

Seja a que título for – sugestão ou imposição – certo é que o credor-investidor exerce uma influência com efeitos de tal forma expressivos e imediatos que podem ser percebidos através da análise da política e financeira da sociedade logo no início do período imediatamente seguinte à violação¹⁴¹. Olhando para determinados indicadores, tais como o declínio nas operações de aquisição de bens, na distribuição de dividendos, no envolvimento em novos projetos e/ou expansões, entre outros, é fácil perceber a relação direta entre a violação de *convenants* e o aparecimento/reforço de políticas de gestão conservadoras, diminuidoras do espaço para arriscar e, conseqüentemente, para crescer.

É possível depreender que tais políticas conservadoras são fruto da interferência dos credores financiadores, no sentido em que os credores se interessam pela mera solvabilidade da empresa, e não pelo seu crescimento.

Importa frisar que os interesses de credores e acionistas nem sempre se revelam antagónicos - a ambos interessa a manutenção da solvabilidade da empresa. No entanto, por auferirem uma remuneração fixa, os credores não se interessam pela maximização económica da empresa. Pelo contrário, porque recebem uma remuneração variável, os acionistas influenciarão o órgão de gestão no sentido de aproveitar oportunidades de

¹⁴⁰ Cfr: DANIELS e TRIANTIS (1995), p. 1101.

¹⁴¹ Cfr: GREG NINI, DAVID C. SMITH e AMIR SUFI (2011), p.3.

crescimento. Por este motivo, a deslocação de poderes de controlo e fiscalização sobre o órgão de administração dos sócios para os credores não é coerente com uma ideia de maximização económica da empresa.

A falta de previsão legal de limites à ingerência do credor na gestão societária (à semelhança dos limites impostos aos acionistas¹⁴²), coloca em risco a autonomia que deve ser garantida ao órgão de administração no desempenho das suas funções. É ao órgão de administração – que se revela cada vez mais especializado, que conhece os contornos da atividade desenvolvida pela empresa, e que possui informações privilegiadas sobre a sociedade, como *insider* que é – que devem caber as decisões estratégicas e de gestão, protegidas de uma intervenção determinante do credor, que pouco ou nada conhece sobre a atividade desenvolvida.

O crescimento das empresas não interessa exclusivamente aos acionistas, mas ao mercado em geral – nomeadamente, aos fornecedores, aos trabalhadores e aos consumidores. Neste sentido, seria conveniente a imposição legal de limites à influência exercida pelo credor sobre o órgão de administração da sociedade financiada.

¹⁴² Nos termos do artigo 373.º, n.º 3, os acionistas não podem influir em determinados assuntos da competência do órgão de administração, a não ser que a intervenção dos acionistas seja solicitada por este último.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2010), *Governança das sociedades comerciais*, 2.^a ed., Almedina, Coimbra.

BAPTISTA, Daniela Farto, 2016, “Ações Preferenciais sem Voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)”, *Direito das Sociedades em Revista*, Congresso IV, Almedina, Coimbra, pp. 411- 440.

BAZZANA, Flavio e BROCCARDO, Eleonora, 2009, “The Role of Covenants in Public and Private Debt”, disponível em www.ssrn.com.

CÂMARA, Paulo

- 2020, *Administração e Governança de Sociedades*, Almedina, Coimbra.

- 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a ed., Almedina, Coimbra.

- 2003, “O Regime Jurídico das Obrigações e a Proteção dos Credores Obrigacionistas”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, XLIV — N.º 1 e 2, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 109-142.

CORDEIRO, António Menezes

- 2016, *Direito Bancário*, 6.^a ed., Almedina, Coimbra.

- 2009, “A Crise Planetária de 2007/2010 e o Governo das Sociedades”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 2, Vol. I, pp. 263-286.

CUNHA, Paulo Olavo

- 2021, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.^a ed., Almedina, Coimbra.

- 2020, *Direito Empresarial para Economistas e Gestores*, 3.^a ed., Almedina, Coimbra.

DIAS, Gabriela Figueiredo, 2014 “Financiamento e Governo das Sociedades (Debt Governance): o terceiro poder”, *Direito das Sociedades em Revista*, Congresso III, Almedina, Coimbra, pp. 360-383.

DIAS, Joana Forte Pereira Dias, 2003, “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 Doutor Inocêncio Galvão Telles* (org. A. Menezes Cordeiro, Luís Menezes Leitão, Januário da Costa Gomes), Vol. IV, Novos Estudos de Direito Privado, Almedina, Coimbra, pp. 879-1029.

DOMINGUES, Paulo de Tarso (2022), *O Financiamento Societário pelos Sócios (E o seu Reverso)*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra.

FERRAN, Elís, 2008, *Principles of Corporate Finance Law*, 2.ª ed., Oxford University Press, Reino Unido.

FERREIRA, Abel Sequeira; MARTINS, José Pedro Fazenda e GUINÉ, Orlando Vogler (2019), “Breve Nótula sobre Duas Propostas da AEM em Matéria de Votos dos Acionistas”, in *Acionistas e Governação das Sociedades*, Paulo Câmara (coord.) Almedina, Coimbra, pp. 171-192.

GOMES, Manuel Januário da Costa, 2013, *Contratos Comerciais*, Almedina, Coimbra.

GUIMARÃES, Maria Raquel, 2017, “As Cláusulas Contratuais Gerais Bancárias na Jurisprudência Recente dos Tribunais Superiores”, in *II Congresso de Direito Bancário*, coord. Miguel Pestana de Vasconcelos, Almedina, Coimbra.

HENRIQUES, Sérgio Coimbra, 2014, “Cláusulas de Garantia e Segurança. Entre a Autonomia da Vontade e o Dever de Cumprir - Alguns Aspectos. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, N. 3/4, pp. 643-718.

HONG, Hyun A.; HUNG, Mingyi e ZHANG, Jieying, 2011, “The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting”, *SSRN Electronic Journal*, disponível em www.ssrn.com.

Lee C. BUCHHEIT e MARTOS, Sofia D., Setembro 2014, “What to do About Pari Passu”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, pp. 491-493, disponível em www.ssrn.com.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes

- 2022, *Direito das Obrigações*, Vol. I, 16.^a ed., Almedina, Coimbra;

- 2018, *Garantias das Obrigações*, 6.^a ed., Almedina, Coimbra.

MAGALHÃES, Pedro Jorge (2019), *Governo Societário e a Sustentabilidade da Empresa – Stakeholders Model vs Shareholders Model*, Almedina, Coimbra.

MATRI, Daniela, 2017, *Covenants and Third-Party Creditors: Empirical and Law & Economics Insights Into a Common Pool Problem*, Springer International Publishing, Alemanha.

NIKOLAEV, Valeri V., 2017, “Discussion of 'Borrower Private Information Covenants and Loan Contract Monitoring’ *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 64, N. 2, pp. 340-345, disponível em www.sciencedirect.com.

NINI, Greg, SMITH, David C. e SUFI, Amir, 2011 “Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value”, *SSRN Electronic Journal*, disponível em www.ssrn.com.

NOGUEIRA, Gonçalo, 2016, “Os Credores Controladores Enquanto Administradores de Facto Indiretos”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VIII, n.º 4, Almedina, Coimbra, pp. 983-1015.

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

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2009, *Os credores e o Governo Societário: Deveres de Lealdade para os Credores Controladores*, *Revista de Direito das Sociedades I* (2009), 1, 95-133.

PEREIRA, Jorge Brito, *Contratos Bancários*, 2023, Almedina, Coimbra.

PINTO, Carlos Alberto da Mota, MONTEIRO, António Pinto e PINTO, Paulo Mota, 2005, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra.

ROSA, Diana Serrinha, 2016, “As Cláusulas Cross Default no Ordenamento Jurídico Português”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VIII, Vol. 1, pp. 211-246.

SÁ, Mafalda de, 2017, “Cláusulas de salvaguarda em contratos de financiamento: ingerência irrestrita do banco-credor na gestão da sociedade devedora?”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 9, Vol. 17, Almedina, Coimbra.

SHLEIFER, Andrei e WISHNY, Robert W., 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol. LII, n.º 2, pp. 737-783.

SILVA, Francisco Pinto da, 2014, “A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e sua responsabilidade”, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 6, vol. 12, pp. 231-265.

SMITH, Adam, 1776, *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Strahan, Reino Unido.

TUNG, Frederick, 2009, “Leverage in the Board Room: the Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance”, *UCLA Law Review*, vol. 57, Emory Public Law Research Paper No. 9-54, Emory Law and Economics Research Paper No. 9-43, pp. 115-181, disponível em www.uclalawreview.org.

JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H., 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360, disponível em www.sciencedirect.com.

SMITH JR, Clifford W. e WARNER, Jerold B., 1979. “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, Issue 2, pp. 117-161.

TRIAANTIS, George C., & DANIELS, Ronald J., (1995), “The Role of Debt in Interactive Corporate Governance”, *California Law Review*, *California Law Review*, Vol. 83, N. 4 pp. 1073-1113, disponível em www.jstor.org.

VARELA, João de Matos Antunes, 2014, *Das Obrigações em Geral*, Vol. 1, 10.^a ed., Almedina, Coimbra.

VASCONCELOS, Luís Miguel Pestana de

- 2023, *Direito das Garantias*, 4.^a ed., Almedina, Coimbra;

- 2022, *Direito Bancário*, 4.^a ed., Almedina, Coimbra.

WEIDEMAIER, Mark, SCOTT, Robert e GULATI, Mitu - Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu”, *Law and Social Inquiry*, Vol. 38, N. 1, pp. 72-105, disponível em www.jstor.org.

Jurisprudência

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, proferido a 28/01/2016, no âmbito do processo n.º 1916/03.8TVPRT.P2.S1, disponível em www.dgsi.pt.

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 12/01/2012, proferido no âmbito do processo n.º 916/03.2TBCSC.L1.S1, disponível em www.dgsi.pt.