

TERCEIRO PAPEL — CREDOR CONTROLADOR — PERANTE A GOVERNAÇÃO DAS SOCIEDADES. A TRANSFORMAÇÃO DO PAPEL DO CREDOR DE OUTSIDER A INSIDER

Ng Hoi In

Advogada em Macau, Árbitro do Tribunal de Arbitragem de Zhuhai

Resumo: À medida que a nova realidade de *corporate finance* se torna mais complexa, a interferência do credor é cada vez mais frequente na actividade da sociedade financiada, e a adoção do poder de controlo torna-se um instrumento fundamental para o credor minimizar e reduzir o risco de incumprimento, o papel do credor transforma-se mais incisivo na sociedade, e a sua posição se aproxima cada vez mais do papel central da sociedade, a partir do exercício do controlo até à conversão de crédito em capital, alterando de forma substancial o seu papel terceiro, e tornando-se um verdadeiro *insider* da sociedade financiada. Este trabalho aborda o papel do credor, enquanto financiador de uma sociedade, perante a governação da mesma no contexto do Direito das Sociedades de Portugal, e o processo de transformação do seu papel durante a vida da sociedade financiada, bem como os problemas associados ao exercício da influência da sua intervenção e participação na governação societária.

Palavras-chave: Governação da sociedade; credor controlador; credores sociais; direito de controlo.

I. Introdução

Na realidade societária actual, o credor social enquanto *extraneous / outsider* tem vindo a ganhar, gradualmente, um crescente envolvimento no seio

da sociedade devedora ao nível da *corporate governance*, alterando de forma substancial o seu papel terceiro, e tornando-se um verdadeiro *insider* da sociedade em questão.

É um fenómeno bem conhecido que as pequenas e médias empresas (“PME”)¹ encontram maiores desafios no acesso ao financiamento do que as grandes empresas, em particular quando enfrentam uma crise económico-financeira. Perante um grande financiador (eg., bancos ou instituições financeiras), estas sociedades quase não têm nenhum *bargaining power* (capacidade de negociação), o que pode causar, numa situação de desequilíbrio fortemente marcado pela necessidade de endividamento, uma indevida posição de desigualdade entre o credor e a sociedade devedora.

Por outro lado, considerando que, na complexidade das realidades económicas e societárias contemporâneas, o credor busca ao máximo diminuir o risco de incumprimento do devedor para assegurar nada perder na concessão de crédito, e para além das garantias tradicionais – reais ou pessoais – o credor procura outros métodos, mais directos e eficientes, que possam acautelar melhor as suas posições de credor, e, até mesmo às vezes, interferir na gestão económica da empresa.

No entanto, existe um consenso quanto à necessidade de um certo grau de controlo dos credores: “*Inegavelmente, um credor tem o direito claro de impor condições adequadas [ao devedor] para reforçar a sua segurança e aumentar a probabilidade de ser reembolsado, essa é a essência do negócio do empréstimo.*”². Mediante essas condições, o credor pode controlar o seu risco de crédito e assegurar que a situação financeira da empresa não se degrada. Surge, desde logo, o problema de como conciliar de forma equilibrada os interesses do credor e os da sociedade devedora no que respeita ao financiamento da sociedade.

Este trabalho aborda o papel do credor, enquanto financiador de uma sociedade, perante a governação da mesma, no contexto do Direito das Sociedades de Portugal e o processo de transformação do seu papel durante a vida da sociedade financiada, bem como os problemas associados ao exercício da influência da sua intervenção e participação na governação societária.

1 A maioria das empresas portuguesas é de dimensão micro, pequena e média (PME), que são a base estruturante do tecido empresarial português. Em 2019, existiam 1.333.649 PME em Portugal, representando 99,9 % do total das empresas; as microempresas predominavam, constituindo cerca de 96,1% do total das PME. (<https://www.pordata.pt/Portugal/Pequenas+e+m%C3%A9dias+empresas+total+e+por+dimens%C3%A3o-2927>).

2 Koch, Bankruptcy Planning for the Secured Lender, 99 BANKING L.J. 788, 799 (1982).

II. O terceiro papel na governação da sociedade - credor controlador

Segundo a teoria das finanças empresariais, uma sociedade empresarial tem como objectivo a maximização do seu valor³. Reconhece-se que a pessoa coletiva técnico-jurídica adquire a sua personalidade jurídica com o propósito de desenvolver determinada actividade económica para atribuir os correspondentes lucros aos seus sócios, e responde pelas suas dívidas com o próprio património autónomo; tem como objetivo fundamental promover a produção e circulação da riqueza, com a finalidade de prossecução do interesse social – interesses colectivos comuns das pessoas físicas relacionadas (sócios e outros sujeitos em causa)⁴.

Em determinada fase da sua vida, as sociedades necessitam de angariar um capital (próprio ou alheio) para se desenvolverem de forma sustentável, alavancarem um investimento empresarial, ou ultrapassarem uma situação financeira difícil, seja a título de empréstimo ou de financiamento, o que ajuda a sustentarem todas as necessidades que surjam no âmbito do exercício da actividade própria da sociedade/empresa. Ter acesso a um financiamento suficiente é determinante para assegurar o desenvolvimento e a sobrevivência de uma empresa.

Dependendo das diversas fontes financiamentos, podemos fazer a divisão em financiamentos *por via de capitais próprios*⁵ ou *de capitais alheios* (por dívida); estas duas fontes principais de financiamento compõem a estrutura de capital completa das sociedades. Quanto ao primeiro, é o financiamento suportado pelos proprietários da sociedade, com o objectivo de reforçar o seu capital próprio e integrar o capital social; pode ser obtido de formas diversas através de auto-financiamento (reinvestimento do resultado positivo do próprio negócio ou alienação de activos), aumento de capital (entradas

3 Francisco Pinto da Silva, *ob. cit.*, pg. 232.

4 Quanto à noção de interesse social, destaca-se duas principais teorias: a Contratualista, que rejeita a existência de um interesse da sociedade transcendente ao dos sócios; e a Institucionalista, que, contrariamente, reconhece que há sujeitos, distintos dos sócios, titulares de interesse social. O nosso Direito Comercial não adopta nenhuma das teorias, tem sim uma perspectiva híbrida das duas, “Da responsabilidade dos gestores de sociedades perante os credores sociais : a culpa nas responsabilidades civil e tributária”, Tânia Meireles da Cunha, pg. 33-37.

5 Quanto ao financiamento interno ou por capitais próprios fornecido pelos titulares da sociedade, “os meios de financiamento que têm origem nos detentores de capital social e que, nessa medida, apresentam carácter definitivo, i.e., não seja objecto de restituição, de tal maneira que não têm prazo”, “Manual”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 39-51; “Os accionistas, enquanto fornecedores de capital próprio, adquirem certos poderes na direcção dos assuntos sociais, nomeadamente através do exercício dos seus direitos de voto, bem como do direito a participar nos lucros e nas perdas da sociedade. Contudo, a participação dos accionistas nos lucros ocorre depois de satisfeitos todos os direitos dos credores sociais e, em caso de perdas, serão aqueles os primeiros a suportá-las.”, “Ingerência”, *ob. cit.*, Raquel Capa de Brito, pg. 5.

adicionais), prestações suplementares, criação de reserva ou emissão de títulos de participação; quanto ao financiamento por via de capitais alheios, proveniente de fontes externas – financiadores externos – à sociedade, este pode dividir-se em duas formas principais: financiamento tradicional (eg., empréstimo bancário, descobertos bancários autorizados, *leasing*, *factoring*, etc.) e formas alternativas de financiamento (eg., *business angels*, capital de risco, programas *startup*)⁶. É necessário que se tenha em conta que as formas tradicionais de financiamento podem não responder às necessidades específicas das PME, por isso surge este último mecanismo financeiro com características distintas que facilita a obtenção, pelas PME, de crédito em condições de preço e prazo adequados e mais favoráveis aos seus investimentos.

Em especial no contexto da crise pandémica⁷, e consequente escassez de capitais disponíveis, as sociedades que entraram em vulnerabilidade financeira carecem de uma injeção urgente de capital, para aumentar a liquidez das suas tesourarias; neste contexto, socorrem-se comumente, em primeiro lugar, de financiamento de capital alheio (por dívida), e, sobretudo, de financiamento bancário, sendo esta uma das principais fontes de financiamento e a modalidade preferida em relação ao financiamento de capitais próprios⁸.

Por meio da concessão de financiamento⁹, cabe ao credor fornecer à sociedade uma quantia de capital por prazo determinado, e exigir a restituição do

-
- 6 Considerando que as PME não conseguem condições tão boas como as grandes empresas, é fácil de entender que têm mais dificuldades em aceder ao financiamento bancário tradicional, levando assim ao aparecimento de alguns mecanismos de financiamento que se destinam a apoiar pequenos projectos de investimento e favorecer a celeridade na decisão e realização das operações de crédito, obtendo assim condições mais favoráveis para o financiamento destas empresas.
- 7 De acordo com o último relatório publicado pelo Banco de Portugal, no ano de 2020, a crise pandémica resultou num aumento da procura de crédito por parte das empresas e o que tem vindo a traduzir-se num aumento da dívida das empresas, e as empresas que entraram em vulnerabilidade financeira em 2020 tiveram um crescimento de 30% dos empréstimos bancários, Relatório de Estabilidade Financeira, Dez 2021, do Banco de Portugal, pg. 65-66.
- 8 Em 2020, os empréstimos (de bancos ou de outras fontes) são as modalidades preferidas em relação ao financiamento de capitais próprios recorridos pelas PME. Nos 27 estados-membros da União Europeia, 65% preferem os empréstimos bancários, enquanto outros 15% preferem os empréstimos por outras fontes (por exemplo, *trade credit*) e 6% preferem investimentos de capitais próprios, de acordo com os dados apresentados no Relatório Analítico 2020, *Survey on the access to finance of enterprises* (SAFE), Comissão Europeia, pg. 9. (<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/43872>).
- 9 “*O financiamento por dívida constitui uma obrigação futura e certa da empresa... Por não serem obrigações exigíveis, o valor devido pela companhia permanece a sua livre disposição até o prazo do termo, podendo assim a companhia utilizar tais recursos, aplicando-os em seus ativos e investimentos*”, “Aspectos Jurídicos”, *ob. cit.*, Victor Bourroul Holloway Ribeiro, pg. 8.

montante financiado no momento do vencimento, enquanto que, por sua vez, a sociedade financiada passa a ser responsável pela remuneração fixa ao empréstimo de capital e juros calculados com uma taxa convencionada.

Visto não ter intervenção orgânica na sociedade, o credor exterior não dispõe de nenhum meio para obter as informações respeitantes à gestão interna e à situação financeira da sociedade – que são geralmente privadas – de forma que não consegue monitorizar a sua actividade e evitar possíveis comportamentos lesivos por parte dos seus administradores ou sócios, que podem pôr em risco a satisfação do seu crédito.

Por outro lado, o facto de os interesses do credor, enquanto financiador da sociedade, serem muitas vezes contraditórios aos dos sócios da sociedade financiada (uma vez que a sua remuneração no contrato de financiamento é fixa e nunca varia conforme os resultados da sociedade¹⁰), importa mais ao credor a solvabilidade da sociedade e detesta as decisões arriscadas que colocam potencialmente em risco o património social e, conseqüentemente, o seu crédito, na medida em que só o património social responde para com os credores pelas dívidas da sociedade (art. 197.º do Código das Sociedades Comerciais “CSC”).

Em sentido contrário, está a posição dos sócios da sociedade financiada, dado que, na visão dos sócios, a gestão da sociedade está em todo o momento alinhada com a melhor prossecução de interesse social¹¹, os sócios têm mais incentivo/motivação em realizar investimentos arriscados para procurar um *profit* máximo de forma a que possa gerar uma retribuição mais elevada e variável no resultado da sociedade e não têm muito a perder em caso da frustração do investimento, uma vez que eles são sempre o último a receber o seu investimento e estão sujeito ao risco da actividade da empresa em caso de liquidação. Assim, a existência do desalinhamento dos incentivos (*misalignment of incentives*) provoca interesses diametralmente opostos do credor financiador e dos sócios da sociedade financiada em relação à política de investimento, surgindo, obviamente, conflitos de interesse.

Atentas as posições diferentes entre o credor e o sócio, podemos

10 Um novo instrumento empréstimo participativa cuja remuneração possa variando com base na sua participação no resultado da sociedade, v. *infra* capítulo VI (ii).

11 Coutinho Abreu *ob. cit.*, pg 314; “a culpa”, *ob. cit.*, Tânia Meireles da Cunha, pg. 33-35, nota de rodapé n.º 4 *supra*, na doutrina, divide a teoria institucionalista ainda em duas correntes, i) a da empresa em si (*Unternehmen*), que considera o interesse social como a conjugação dos interesses de todos os sujeitos, que coloca os interesses dos sócios envolvidos na atividade da empresa, paritariamente junto aos outros interesses dos consumidores, dos credores, dos trabalhadores e da própria comunidade envolvente; e, ii) a da pessoa em si (*Person in Sich*), julga / considera que o interesse social é o interesse da sociedade enquanto pessoa colectiva, colocado num plano superior em relação aos demais interesses.

reconhecer que ocorre, naturalmente, um conflito de interesses na base da relação de financiamento, em virtude das acentuadas assimetrias informativas e do desalinhamento de incentivos¹² envolvidos entre elas, originando, desse modo, um risco moral para os credores sociais.

E, por outro lado, o facto de os administradores da sociedade actuarem sempre da melhor forma possível para defenderem os interesses do sócio, dão preferência à angariação de novas dívidas para financiar os investimentos da sociedade, em vez da realização de prestações suplementares ou de entradas adicionais pelos sócios; implica um maior distribuição de dividendos aos sócios, e, de outro pondo de vista, expropriar a riqueza dos credores pode, em certa medida, inevitavelmente, sacrificar o interesse do credor pela tutela do seu sócio, levando o credor a ter necessidade de limitar o seu risco de crédito¹³ para assegurar que a garantia geral do seu crédito – o activo da sociedade – não se degrada / diminui.

III. O terceiro poder na governação da sociedade – poder de controlo

Em face do risco de crédito e de conflito de interesses supramencionados inerente ao financiamento externo, é fácil de compreender que os credores atentem mais à situação financeira do devedor, dado que o nível de risco que o credor analisou fica exposto no momento da concessão do financiamento, já que se poderá alterar ao longo da vida do contrato e não será o mesmo no momento do vencimento.

Tal facto levou a que o credor procurasse intervir antecipada e ativamente no governo da sociedade financiada com a intenção de exercer um certo grau de controlo sobre ela e, dessa forma, assegurar o cumprimento do contrato e a satisfação do seu crédito.

Em virtude de ter necessidade de afastar ou minimizar o risco de incumprimento, o credor impõe, como condição para a concessão de crédito, restrições específicas no contrato de financiamento ao abrigo do princípio da liberdade contratual e autonomia privada¹⁴, pela aposição de determinadas

12 Resultante dos incentivos para a adoção consciente de comportamentos arriscados e prejudiciais para o credor, que pode surgir de formas diversas: esforço insuficiente, investimentos excessivos, estratégias de perpetuação no cargo (*entrenchment*), procura de benefícios privados (*private benefits*), “Manual”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 20.

13 O risco de crédito pode ser apresentado em duas dimensões, a *quantitativa* e a *qualitativa*, a primeira reflete à parte da obrigação da capital e juros, e a segunda diz respeito à probabilidade de incumprimento da sociedade financiada e à eventual recuperação parcial., “Ingerência”, *ob. cit.*, Raquel Capa de Brito, pg. 10.

14 No que respeita a um controlo do credor sobre a gestão da empresa, deixa de nos suscitar

cláusulas¹⁵ de salvaguarda – *covenants* (segundo a teoria de *agency* trata-se um custo de agência): atribui ao credor meios de controlo sobre a sociedade e os seus órgãos sociais internos, implica ao sócio – como o agente do credor – os constrangimentos voluntários à actuação da sua administração¹⁶, para impedir actos manipulados ou oportunistas dos administradores; pode, assim, limitar o risco do crédito inerente ao financiamento¹⁷, e, em troca, a sociedade devedora pode aceder ao crédito em condições mais favoráveis, usufruindo de um desconto do custo de crédito ou de uma taxa de juros mais baixa.

Com efeito, a lógica do raciocínio dos *covenants* é a de evitar a redução do valor do crédito e definir o *direito de controlo* do credor¹⁸. Por meio da imposição de um conjunto de cláusulas *covenants*¹⁹, é conferido ao credor os poderes de controlo especialmente intenso (*transfer of control rights*) sobre a política e o processo decisório de investimento ou de gestão da sociedade financiada²⁰.

uma dúvida em relação da licitude dos *covenants*, se existir a incompatibilidade com as regras e princípios jurídico-societários, sobretudo, da *independência da administração* e da *indelegabilidade e inalienabilidade dos poderes entregues aos órgãos sociais*. Segundo a Ana Perestrelo Oliveira, considera que os *covenants* são lícitos não extravasando os limites de autonomia privada e guiando-se por interesses legítimos de ambos de intervenientes. No ordenamento jurídico alemão, tem reconhecido também a licitude da intervenção na gestão nos termos do princípio da liberdade contratual, mesmo com as lacunas de regulação no seu ordenamento não excluírem os *covenants*, “Manual”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveria, pg. 137-138.

- 15 Poder ser introduzidas através das cláusulas dos *covenants* no contrato de financiamento ou a celebração de um acordo em separado com determinadas cláusulas.
- 16 “Manual”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 134; “deveres de lealdade”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 105.
- 17 O risco de crédito pode ser apresentado em duas dimensões, a quantitativa e a qualitativa, a primeira reflete à parte da obrigação da capital e juros, e a segunda diz respeito à probabilidade de incumprimento da sociedade financiada e à eventual recuperação parcial., “Ingerência”, *ob. cit.*, Raquel Capa de Brito, pg. 10.
- 18 “The Role of Debt Covenants”, *ob. cit.*, Sudheer Chava and Michael R. Roberts, pg. 11.
- 19 Com efeito, os *covenants* são cláusulas contratuais acordadas entre o credor e o devedor-sociedade, que, mediante a imposição de certas obrigações à sociedade financiada, visam controlar os conflitos de interesse entre o credor e a sociedade financiada, permitindo, em contrapartida, à empresa financiada ter acesso ao crédito ou obtê-lo com uma remuneração menos onerosa., “Ingerência”, *ob. cit.*, Raquel Capa de Brito, pg. 13.
- 20 Paulo Câmara indica um quadro de situações relevantes que geram, potencialmente, situações de conflito de interesse: a) “Alteração à política de investimentos ou do objeto social, no sentido da assunção de um maior risco pela sociedade; b) Modificação da política de investimentos, implicando a não realização de investimentos previstos; c) Contração ulterior de dívida (dívida bancária ou emissão de valores mobiliários representativos de dívida) com garantias especiais sobre o património do emitente; d) Mudança na política de pagamento de dividendos, passando

O poder de controlo pode substanciar-se em vários tipos de restrições impostas pelos *covenants* especificadas no contrato de financiamento, as quais atribuem ao devedor um série de deveres ou obrigações de agir de certo modo, comissiva ou omissivamente, o comportamento - de fazer ou não fazer -, em que se obriga a tomar medidas concretas – *covenants* positivos – ou se inibe de efectuar determinadas acções – *covenants* negativos (*deveres de conduta*), e que geralmente se manifestam das formas seguintes: 1) *cláusulas relativas à prestação de informação (reporting covenants)*, obrigam a fornecer ao credor as informações contabilísticas e documentos relevantes que este exija demonstrando a situação financeira da sociedade, bem como comunicar-lhe determinados incidentes que possam ter reflexo negativo na capacidade financeira ou solvibilidade da sociedade financiada; 2) *covenants financeiros (financial covenants)*, cabe ao devedor assegurar a solvência da sociedade, impõe-se que mantenha um bom *ratio* de liquidez para ter um fundo de maneo positivo (cujos activos correntes sejam superiores aos passivos correntes) que cubra as suas dívidas, bem como respeitar determinados índices financeiras (eg., *debt-equity ratio*, *leverage ratio*, *coverage ratio*) que servem de *rácio* entre a dívida e o património líquido, exigindo-se que não desça abaixo de ou suba acima de um certo nível; 3) *cláusulas pari passu*, exigem manter sempre uma graduação igual entre o seu crédito e outros créditos comuns da sociedade, evitando uma subordinação do seu crédito face aos outros créditos presentes ou futuros da sociedade; 4) *cláusulas negative pledge*, proibem que se estabeleça / preste nova garantia sobre qualquer património social a favor de outros credores, que possa prejudicar a garantia geral do crédito do financiador; 5) *cláusulas das restrições ao investimento*, impedem os administradores de tomar a decisão de sobreinvestimento ou investimento arriscado que possam afectar a capacidade da sociedade de reembolsar as suas dívidas; 6) *cláusulas das restrições ao financiamento*, proibem a sociedade financiada de contratar outro financiamento ou, em alternativa, fica sujeita à autorização prévia do credor; 7) *cláusulas de restrições à disposição de bens sociais*, evitam a alienação ou substituição dos patrimónios sociais que serviram de base à decisão de concessão de financiamento pelo credor, incluindo a transferência de bens sociais entre as sociedades do grupo; 8) *cláusulas de proibição das alterações fundamentais na sociedade*, visam preservar a identidade da estrutura da sociedade devedora e o ramo da sua actividade durante a permanência do crédito, sendo que qualquer alteração da

de uma postura conservadora de autofinanciamento para uma política de distribuição generosa de dividendos implicando transferências patrimoniais avultadas pelos sócios”, “Manuel de Direito dos Valores Mobiliários”, Paulo Câmara, 2001, pág. 148; Bradley e Roberts identificam cinco fontes de conflitos entre credor financiador e sócios: i) distribuição de dividendos; ii) constituição de novas garantias (aos outros credores); iii) substituição de activos; iv) subinvestimento; v) investimento excessivo, “Financiamento Societário”, *ob. cit.*, Diogo Coelho, pg 800.

estrutura ou composição da sociedade e da sua propriedade ou a sua transformação (eg., fusão, cisão ou reorganização) fica sujeita à aprovação do credor; 8) *cláusulas de restrições à distribuição de dividendos*, limitam a distribuição sem consentimento do credor dos activos e bens da sociedade aos sócios, com prejuízo de garantia do crédito; 9) *cláusulas de events of default*, definem, previamente, um quadro de circunstâncias específicas de incumprimento, considerando-se imediatamente exigível os empréstimo e vencimento antecipado da obrigação de pagamento (do capital e dos juros convencionados e, eventualmente, uma indemnização caso esteja fixada antecipadamente pela cláusula penal no contrato) em caso de se verificarem *events of default*; permite ao credor exigir o reembolso imediato e integral da dívida ou obrigação, o que está conforme as regras gerais de direito – art. 780.º CC²¹. Não raras vezes, estão configuradas neste tipo de cláusula certas situações de “incumprimento cruzado” (*cross-default*), que produz do incumprimento do *covenants* em caso de haver incumprimento, por parte do devedor, de qualquer outra obrigação com qualquer outro credor da sociedade.

Em face dos *covenants* que temos vindo a expor, através dos quais o credor pode obter *uma influência particularmente intensa* sobre a sociedade financiada, podemos geralmente categorizá-los de três modos: 1) intervenção na decisão estratégica de investimento²²; 2) aplicação ao devedor de sanções, taxas, ou custos adicionais de *report* e monitorização ou, ainda, do custo de oportunidade associado ao tempo gasto pelos administradores na renegociação do contrato; 3) restrição ao crédito do devedor, o que implica um aumento do custo de crédito e de financiamento da dívida após um incumprimento.

No entanto, o incumprimento dos *covenants* não constitui consequência automática da antecipação do vencimento da obrigação de pagamento. Com efeito, o credor muitas vezes explora as prerrogativas conferidas pelos *covenants*, ameaçando com o exercício dos seus direitos (eg., aumentar a taxa de juro do

21 Segundo Joana Pereira Dias, a estipulação de outras hipóteses de exigibilidade antecipada do que as previstas na lei mais não representaria do que um reforço da garantia do cumprimento por parte do devedor, pelo que deve entender-se que o artigo 780.º do CC prevê um caso de tutela mínima do interesse do credor e não um caso de sanção ao devedor, pelo que deve ser admitida uma ampliação da tutela do crédito. Também Bruno Ferreira defende que as situações legais de exigibilidade antecipada não têm natureza injuntiva, pelo que podem ser afastadas pelas partes nos contratos de crédito, podendo ainda as partes modelar as suas posições contratuais determinando causas convencionais de exigibilidade antecipada. “Contratos de Crédito Bancário e Exigibilidade Antecipada”, Almedina, 2011, Bruno Ferreira, p. 205 / “Contributo para o estudo”, Joana Pereira Dias, pp. 972-973.

22 Reconhece que o credor poder interferir na gestão corrente e na decisão de orçamentação de capital, fazer intervenção determinando mudanças nos órgãos de gestão, aconselhar a direcção para reduzir o custo de investimento, ou até alterar a estratégica de investimento, o que poderá intensificar ainda mais o controlo económico.

financiamento, reduzir os fundos disponíveis ou intervir diretamente nas decisões de investimento da empresa), e sobretudo, com a aceleração do vencimento do financiamento - encurtar a maturidade do empréstimo - ou mesmo a resolução do contrato, como um meio de pressão sobre a sociedade financiada, que será impelida a cumprir o contrato ou renegociar os termos do contrato com condições mais vantajosas para o credor, e acima de tudo, intensificar o seu controlo da sociedade para lhe oferecer a maior protecção; de outra forma, rescinde o contrato.

IV. Ingerência, intromissão como fosse “sócio controlador”, “administrador de facto” no governo societário?

O controlo²³⁻²⁴ do credor sobre a sociedade financiada ao nível de *corporate governance* é um tema que tem sido objecto de amido debate no âmbito do direito societário. A influência – pressão – económica efectuada pelo credor poderá ser cada vez mais activa e excessiva (monitorização activa²⁵), tornar-se em interferência/ingerência efectiva no governo societário, e fazer surgir uma separação entre a propriedade e o controlo da sociedade financiada, colocando o credor com poder de controlo – credor controlador – como que em posição de *insider*.

Na eventualidade de a influência exercida pelo credor sobre a sociedade financiada levar a um aumento da posição do credor que se aproxime de tal forma à de um sócio (*quasi-shareholder*)²⁶, estamos perante um poder de influência

23 O controlo pelo credor não basta uma mera possibilidade de influência não efectivamente aproveitada mas exige “*de facto control*” (controlo efectivo), William H. Lawrence, pg. 1387-1447; Lender Control Liability Functional Examination: The Firm and Heuristics, Sergio A. Muro, 2018.3.19, p.20 (https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1001&context=dsp_papers) (https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1001&context=dsp_papers); O controlo do tipo meramente económico não se reconhece como a fonte da relação de domínio, e tem de mostrar uma situação de domínio jus-societariamente organizado. Não é suficiente que o credor pressione o devedor para melhorar as condições contratuais a seu favor utilizando a ameaça de recusar futuros empréstimos, ou uma mera exigência do controlo adequado a garantir o pagamento.

24 Controlo económico que visa alcançar-se com as cláusulas *covenants* não se configurar relevante para o preenchimento da noção “influência dominante”, Rui Pereira Dias, pág. 76 e ss.

25 *No âmbito da actividade de monitorização, o credor poderá ter o direito de nomear um administrador, como forma de tomar conhecimento das decisões empresariais tomadas no conselho de administração e de dar a conhecer a posição do financiador a tal órgão, “Ingerência”, ob. cit., pg. 20.*

26 Nota que a figura *Quasi-shareholder*, cujo crédito com um rácio *debt-equity* elevado tornam o credor como a acionista e uma maior consulta entre a direcção e os principais credores, por

consideravelmente intenso no seio da sociedade financiada; o credor não se assume, assim, apenas como um simples credor comum social, mas situa-se numa posição mais forte e favorável. Por isso, pode suscitar a dúvida se deverá caber ao credor aqueles deveres e responsabilidades inerentes aos sócios, em especial, o dever de lealdade.

A maioria dos autores defende a vinculação do credor controlador ao dever de lealdade. Não obstante os pontos de vista racional e ético-jurídicos serem diferentes, não se enquadra este dever no mesmo quadro – há uns que defendem a imposição de deveres de lealdade paralelos aos *sócios controladores*²⁷ sob o *princípio da correlação poder-responsabilidade*, e outros, ao *administrador de facto (indirecto)*²⁸ ao abrigo do art. 64.º do CSC, os deveres fundamentais dos administradores *de iure*.

Como já antes referimos, integrando no interesse social não só o interesse próprio dos sócios mas também os interesses dos outros *stakeholders*, resulta que os sócios têm direito de defender o seu interesse mas dentro do limite do interesse social (comum coletivo), ou seja, não actuam de forma contraditória aos interesses da sociedade, dos outros sócios e das outras partes interessadas (trabalhadores e credores), senão, caso utilize para prosseguir exclusivamente os seus próprios interesses e causa à sociedade danos, poderá existir um abuso de direito. Fundamenta, neste sentido, um dever de lealdade geral imposto aos sócios perante a sociedade e a obrigação de respeitarem o interesse social e de não o frustrar, abstendo-se de comportamentos que prejudiquem ou lesem a sua

exemplo, cujos créditos representam uma parte substancial do passivo no balanço da sociedade devedora, esta inferência de que os credores poderiam ser classificados como *Quasi-shareholder*, em determinadas circunstâncias é reforçada através de uma comparação dos poderes específicos de um acionista com os de um credor, eg., nomear ou destituir o administrador e o poder de ratificar, vetar ou modificar a proposta das alterações da estrutura societária ou da direção. Esta aproximação ou semelhança pode ser verificada através da ocorrência de dois eventos: em primeiro lugar, o credor deve ter continuado a financiar a sociedade devedora, e em segundo lugar, o credor deve manter a sua influência sobre a sociedade devedora através de *covenants* no contrato de financiamento. Quando estes dois indicadores de controlo estão presentes, transformam o credor em *quasi-shareholder*, uma vez que os acionistas controladores definiram claramente as responsabilidades fiduciárias para com a sociedade e os acionistas minoritários. “Insight”, *ob. cit.*, Jeffrey John Hass, pg 1347, 1348, 1362-1363.

27 “Deveres de lealdade”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 119-133; “Credor Controlador” *ob. cit.*, João Nuno Barros, pg. 296-300.

28 Francisco Pinto da Silva, *ob. cit.*, pg. 254-259, defende só dispõe os deveres fundamentais do gerente/administrador do art. 64/1 b e c ao credor controlador, e não deve configurar a obrigação de cuidado prevista no art. 64.º/1 ao credor, que se concretiza em três deveres: 1) dever de controlo; 2) dever (procedimental) de preparar adequadamente as decisões; e 3) dever de tomar decisões (substancialmente) razoáveis. / Ricardo Costa.

satisfação. O dever de lealdade dos sócios está intimamente ligado ao princípio da boa-fé²⁹⁻³⁰.

Ao contrário do que acontece na posição do credor controlador, sendo o fim social do credor muitas vezes diverso do da empresa financiada, não é pacífico aplicar este mesmo padrão vinculativo do comportamento ao credor controlador quando não há uma conformidade entre o fim social da sociedade controlada e o do credor financiador.

Segundo Ana Perestrelo de Oliveira, a imposição do dever de lealdade ao credor controlador resulta de uma ligação especial estabelecida entre o credor controlador e a sociedade financiada e decorre do poder específico de influência conferido ao credor sobre a sociedade; este poder de influência relevante adquirido pelo credor é susceptível de configurar uma posição equivalente à de sócio, por isso, deve ser responsabilizado pelos danos causados à sociedade financiada no exercício do poder de influência de forma inadequada, tal como acontece com os sócios.

Sendo que podemos averiguar dois indicadores de controlo para que possamos confirmar existir uma semelhança entre os credores e os sócios controladores e tratar o credor um *quasi-shareholder*. Em primeiro lugar, o credor tem financiado significativamente as operações da sociedade devedora, eg., um ratio *debt-equity* elevado mostra que o credor em particular é aquele cujos empréstimos representam a parte substancial do passivo do devedor; em segundo lugar, o credor tem obtido poderes sobre a sociedade devedora através das cláusulas de restrições no contrato de financiamento ou da outra forma. E são *dois poderes intra-corporativos significativos* consideráveis no contexto do controlo: 1) o poder de nomeação ou destituição do administrador, e 2) o poder de ratificar, vetar ou modificar propostas de alteração da forma societária ou da direção, tendo, assim, influência sobre a sociedade pelo *poder de controlo ao nível da estrutura societária e da composição da sociedade*.

29 O dever de lealdade dos sócios no direito jurídico-societário está ligado também com o princípio de confiança, que traduz os sócios, com base da confiança entre eles, constituem a sociedade (sobre a sociedade das pessoas) para a realização o interesse comum social. Mas a Ana Perestrelo de Oliveira considera, *o fundamento da lealdade não é a confiança decorrente das relações pessoais entre os sócios, mas a lei e o contrato e a necessidade do controlo de influência de que dispõe os acionistas*, Marcus Lutter, citado por Ana Perestrelo de Oliveira, “*os grupos de sociedades na contratação pública: em torno da jurisprudência europeia e nacional sobre a exclusão de propostas em concursos públicos*”, apoiando-se no § 705 BGB. Diz-nos o referido autor que nas sociedades anónimas a susceptibilidade de causar danos não varia em função da relação de confiança estabelecida entre as partes, mas do poder assumido.

30 “O dever de lealdade dos sócios de sociedades comerciais”, Tavares Edmilson de Jesus Vieira, pg. 63-64.

Enquanto outros autores³¹ discordam da aplicabilidade do dever de lealdade do sócio ao credor controlador, em sua crítica coloca, principalmente, que os diversos sujeitos têm as suas diferentes visões a respeito da melhor forma de gestão da sociedade e da prossecução do interesse do fim social, e recorda que é natural existir um desalinhamento dos interesses entre credores e a sociedade financiada, a relação entre eles baseia-se num conjunto de interesses contraditórios, por isso, a imposição de deveres de lealdade dos credores em certa medida nos mesmo termos que a imposição aos sócios em relação à sociedade é inconciliável com a relação natural entre eles. Se isso for exigido ao credor, obriga-lo a prosseguir activamente o interesse social da sociedade financiada, o que suscita, inevitavelmente, um problema de conflito de deveres – a divergência dos interesses prosseguidos do credor e da sociedade financiada –, ainda por acima, ao aceitar tal afirmação, significa reconhecer a existência de uma relação similar de subordinação (influência dominante) da sociedade financiada em relação ao credor controlador e isto poderia não estar em harmonia com o regime do contrato de subordinação previsto no art. 493.º do CSC – sobretudo a questão da sociedade directora ser responsável pelas dívidas e perdas da sociedade subordinada durante o período da subordinação, ao abrigo do art. 501.º e 502.º do CSC.

Importa saber, como atrás é indicado, em alguns tipos de *covenants*, que conceder aos credores financiadores pode não ser uma mera pressão do credor relativamente à sociedade financiada, mas *um poder do exercício fático da função da sua gestão*, que lhe permite não apenas uma simples monitorização da actividade da sociedade mas até uma fiscalização e intervenção activa na sua direcção. Consequentemente, afigura-se uma posição de liderança³² - *alta direcção* -, emitindo as directrizes e instruções à sociedade financiada e exigindo que o seu conselho de administração aja sob a sua orientação – *uma imposição sobre os administradores condicionais*. Deste modo, poderia permitir, em virtude da existência da tal *influência sobre o círculo de decisão e actuação executiva do administrador de iure*, qualificar-se como um administrador de facto indirecto (*shadow director*)³³ que exerce a sua influência sobre a administração da sociedade

31 “Financiamento Societário”, *ob. cit.*, Diogo Coelho, pg. 814 / “Ingerência”, *ob. cit.*, Raquel Capa de Brito, pg. 26-29.

32 “Sócios como administradores de facto das “suas” sociedades”, Ricardo Costa, pg. 749.

33 Para averiguar se o titular poderia qualificar como administrador de facto, o autor indica duas condições para atribuir a identificação da figura, 1.) a realização efectiva de uma actividade positiva de gestão e/ou influência sobre essa actividade – condição jurídica e 2.) a ligação directa ou indirecta com a sociedade – condição adicional, não basta qualquer uma por si só poderia automaticamente qualificar se como um administrador de facto, “Sócios”, *ob. cit.*, Ricardo Costa, pg. 728-729.

acabando por ser, de facto, administrador da mesma³⁴. Assim, alguns autores são favoráveis a este entendimento.

No nosso direito societário CSC, não se encontra uma previsão legal de administrador de facto³⁵. Assim, cabe à doutrina e à jurisprudência a iniciativa de definição do seu conceito e do mecanismo de tutela dos interesses em causa. Na verdade, não é qualquer modalidade de influência que pode sustentar a identificação de uma administração de facto. Em teoria, essa influência juridicamente relevante tem de ser exercida *estavelmente* sobre *as decisões determinantes da gestão da administração* (actos significativos e não meramente executivos), eg., a nomeação de determinada pessoa como administrador da sociedade financiada para que o credor seja capaz de influenciar, de forma decisiva, a durabilidade e a regularidade, a estratégia e a política da gestão da sociedade, tendo, assim, em certa medida, a autonomia e a liberdade de um administrador para decidir nas matérias apreciadas, mesmo de forma reduzida ou limitada³⁶.

Todavia, afasta-se o cenário de o administrador influenciado ser um mero instrumento ou “marioneta”³⁷, no sentido em que impede uma intervenção ou

34 “Os Credores Controladores”, *ob. cit.*, Gonçalo Nogueira, pg. 995.

35 No sentido da designação de um administrador de facto, é necessário ainda verificar de forma cumulativa os requisitos seguintes, as pessoas potencias actuam 1) positivamente no círculo de funções típicas de administração gestonária – intensidade qualitativa; 2) mantenha a sua autonomia própria da decisão; 3) de forma sistemática e continuada, ou seja, afasta uma administração de facto ocasional ou aleatória – intensidade quantitativa; e 4) com a aceitação ou consentimento da sociedade em relação desta administração de facto. “Sócios”, *ob. cit.*, Ricardo Costa, pg. 727-728 / Dividam na teoria o administrador de facto em quatro categorias, 1) administrador oculto, que atua sem aparece esta qualidade perante terceiros; 2) administrador aparente, que não sendo o administrado, porém, aparece esta qualidade perante terceiros; 3) administrador com cargo caducado, que atuar depois de extinto ou caduco do seu título; e 4) administrador cuja nomeação foi irregular, que actua com título quer seja nulo quer anulado. “a culpa”, *ob. cit.*, Tânia Meireles da Cunha, pg. 78.

36 Um célebre acórdão “Ibercaja”, o tribunal apreciou o caso reconhecendo o exercício da influência pela instituição de crédito Ibercaja sobre a sociedade AIFOS conseguir se qualificar como a administração de facto indireto da última, verificando os pressupostos necessários no caso para assegurar essa identificação, 1) Ibercaja actuou como gerente da AIFOS em todas as decisões relativas a empréstimos concedidos a mesma, sem surgir formalmente a qualidade de administrador da sociedade, exercendo uma pressão com base de *covenants* sobre a sociedade AIFOS; 2) o exercício de função de administração tem o carácter sistemático e não meramente pontual, no caso o Ibercaja iniciou-se a intervenção até ao momento da declaração de insolvência; 3) O exercício de funções próprias de administradores legais - de direito; 4) o exercício autónomo e efetivo sobre decisões estratégicas de determinação do destino da sociedade; 5.) O Ibercaja impõe a sua vontade sobre o órgão de administração da AIFOS.

37 É ilícita uma cláusula que atribua aos credores na realidade todo o poder de decisão em assuntos de gestão da sociedade, e deixando a gerência da sociedade como um simples órgão executivo (ou gerentes empregados subordinados, no que respeito ao princípio da independência

uma influência sobre os negócios e a própria exploração da empresa financiada “para além da extensão necessária de monitorização para satisfazer o seu interesse próprio de que a sociedade devedora possa cumprir e até ao ponto de a sua administração ser privada, em medida total ou substancial, da sua própria e livre vontade”, sobretudo, tendo por base o cânone de *indelegabilidade e inalienabilidade dos poderes entregue aos órgãos sociais* – órgão administrativo.

Porém, não basta a simples adopção dos *covenants* no contrato de financiamento, por si, este facto não chega para se verificar que existe, verdadeiramente, uma relação de administração de facto, e não basta igualmente apenas o facto da realização de certos investimentos na dependência de autorização do credor.

É necessário que coloque o controlo do credor financiador efectuada numa avaliação em conjunto as características acima que revelam se reconhecer uma influência especialmente intensa e efectiva³⁸ do credor sobre a sociedade – “*quasi-shareholder*” – ou perante a gestão propriamente dita da sociedade – “administrador de facto directo” –, e seguidamente, delimitar a sua responsabilidade eventual pela conduta do credor controlador para efeito.

Na verdade, pode acontecer um cruzamento das realidades, ou seja, verificar-se que um credor controlador governa a vida societária e a direcção da sociedade financiada estar numa posição que se assemelha à do sócio controlador e, ao mesmo tempo, administrador de facto indirecto.

V. Responsabilidade do credor controlador perante a sociedade, os sócios e demais credores sociais

À medida que o papel do credor se torna mais forte – como um terceiro poder da sociedade financiada – através do controlo / influência que possa dispor por via dos *covenants* (e *quem tem o poder tende a abusar dele*³⁹) é inevitável que existam, por parte do credor, algumas situações de possível exercício da influência de forma arbitrária em que a sua ingerência excessiva no governo da sociedade é susceptível de fundamentar a responsabilidade (civil) pelos eventuais danos causados à sociedade controlada ou a outros sujeitos em causa, à luz do princípio fundamental da *correlação poder-responsabilidade*.

A este respeito, tendo por base a conduta lesiva do credor controlador,

da administração e da inalienabilidade da função de gestão e de representação, “Os Credores Controladores”, *ob. cit.*, Gonçalves Nogueira, pág. 1010.

38 “Manual”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 130.

39 Montesquieu (1689-1755), filósofo social e escritor francês p. 166 e 167.

importa saber quais são as soluções e os mecanismos de reação do direito, visto que no nosso ordenamento jurídico-societário, não existe um conceito específico de “controle” ou “influência”⁴⁰ e qual o seu limite.

De facto, a maioria dos casos, apesar de as cláusulas *covenants* vincularem ambas as partes, as obrigações em geral dirigem-se somente à sociedade devedora⁴¹. Assim, como atrás é referido, consideram alguns autores que a existir uma relação especial entre o credor e a sociedade, equivalente à relação entre o sócio controlador e a sociedade controlada, deverá imputar-se ao credor o dever de lealdade (do sócio), que está intimamente ligado com o princípio da boa-fé. Reconhece-se que os deveres de lealdade dos sócios, sendo integrantes de uma relação obrigacional complexa, são tradicionalmente apresentados como deveres acessórios derivados da boa-fé nos termos dos art. 762.º/2 e 239.º do CC. Deste modo, impõe que a conduta do credor controlador se pautar pela boa-fé e cabe-lhe a ele um dever acessório de conduta, limitando o exercício do seu direito / poder em relação ao, e sobretudo, para o fim contratual – contrato de financiamento, eg., não permite que o credor exerça a sua influência de forma a obter um benefício adicional, ou o credor não fica prejudicado de forma séria para justificar a sua interferência no governo societário da sociedade financiada.

Com efeito, quanto a este actuar do credor como um *administrador de facto indirecto*, não é controverso, a maioria^{42,43} defende a aplicação da disposição do art. 80 do CSC que estende a aplicação de um conjunto de disposições referentes à responsabilidade dos gerentes e administradores *de iure* ao credor controlador (os art. 72.º a 79.º do CSC) – *dupla extensão*, a aplicação extensível ao credor da norma do art. 80.º do CC (administrador de facto, directo ou indirecto), que remete directamente para a regulação relativa à responsabilidade do administrador de direito (art. 72.º a 79.º do CSC), aliás, *credor » administrador de facto indirecto (art. 80.º do CSC) » administrador de direito (art. 72.º a 79.º do CSC)*.

40 A única referência de influência dominante prevista no art.º 482.º do CSC, nos grupos de sociedade em relação de domínio, enquadra uma presunção das três circunstâncias de dependência / domínio, contudo, não associa um regime jurídico específico da tutela das sociedades, dos respectivos sócios e credores a esta situação dominante, nestes termos, não justifica uma aplicação análoga das regras de direito dos grupos à situação do controlo efectuado pelo credor.

41 “Contributo”, *ob. cit.*, Joana Pereira Dias, pág. 905.

42 Gonçalo Nogueira defende a aplicação directa dos art.º, 72 a 79 do CSC aos administradores de facto, adianta-se ainda, não justifica uma transposição em total de todo o regime de posições ativas e passivas que cabem ao administrador de direito, mas deve adaptar as normas que sejam compatíveis com a génese e a concreta forma de actuar do administrado de facto. “Os Credores Controladores”, *ob. cit.*, Gonçalo Nogueira, pg. 1011-1012.

43 Defendem a aplicação do art. 80 do CSC para disciplinar a actuação do credor controlador, Francisco Pinto da Silva, *ob. cit.*, pg. 251-253 / “Culpa”, *ob. cit.*, pg. 77-79.

Pese embora alguns autores encontrem dificuldades em ultrapassar a expressão da letra “confiada”⁴⁴, referida no preceito do art. 80.º do CSC, a interpretação jurídica não deve cingir-se à sua letra da norma, em face da complexidade da realidade comercial. Daqui surge as cláusulas modernas integrantes dos contratos de financiamento - *covenants* - e o novo papel do *credor grande*, a interpretação do alcance da norma, com vista à sua melhor aplicação ao caso concreto deve ficar aberta com mais hipóteses para que a lei se possa actualizar às novas realidades da sociedade. Aqui concordamos, assim, com uma renovada utilidade do art. 80.º do CPC para que possa empregar-se à figura do credor controlador e delimitar a sua responsabilização eventual, quando existe as lacunas de regulação; além disso, a norma deve ser aplicada mesmo a qualquer pessoa que exerça uma função de administração (directa / indirecta) por iniciativa própria – eg., sócio controlador.

A este propósito, o mecanismo da responsabilização do credor controlador varia perante os diferentes sujeitos. De qualquer modo, nos termos das regras gerais, será sempre necessitar verificar se estão preenchidos os pressupostos de responsabilidade civil (art. 483.º do Código Civil) - *ilicitude, culpa, dano e nexo da causalidade*.

Quanto à responsabilidade de credor *perante a sociedade* – art. 64.º, 72.º e 80.º do CSC, os deveres fundamentais de administrador previstos no art. 64.º do CSC servem como critério de licitude na gestão da sociedade, que envolve, em princípio, dois deveres: dever de cuidado e dever de lealdade. No que diz respeito ao dever de cuidar do credor-administrador, deve a influência do credor sobre a decisão de gestão ser exercida de forma procedimental e substancialmente adequada; é violado o dever de cuidado quando o credor impõe as suas decisões à direcção da sociedade sem ter conhecimento mínimo ou sem recorrer a nenhuma avaliação para se verificar se as decisões tomadas foram razoáveis e atenciosas. No caso do dever de lealdade (do administrador, art. 64.º/1b do CSC), o exercício da influência do credor na administração da sociedade financiada deve ter em conta o interesse social⁴⁵ da sociedade financiada sem, no entanto, prejuízo dos próprios interesses do credor.

Quanto à responsabilidade *perante os sócios e terceiros* – art. 80.º e 79.º do CSC, trata-se uma responsabilidade de natureza extracontratual entre o credor e o sócio/terceiro, não existe nenhum vínculo contratual entre eles relativamente aos danos directos no exercício da sua influência na gestão por parte de credor controlado. O direito das sociedades comerciais regula a responsabilidade dos

44 “Cláusula de salvaguarda em contratos de financiamento: ingerência irrestrita do banco-credor na gestão da sociedade devedora”, Mafalda de Sá, pg. 35.

45 Considera que o interesse social aqui plasmado se aproxima à teoria institucionalismo, nota de rodapé n.º 4 e n.º 11 *supra*.

gerentes, administradores ou directores pela sua gestão ilícita e culposa perante os sócios e terceiros conforme o disposto do art. 79.º CSC. Entretanto, como acima é descrito, para além disto, para haver lugar à responsabilização civil – indemnização – do credor, terá de se verificar os requisitos previstos no art. 483.º/1 do CC, em relação à responsabilidade delitual por facto ilícito, ou seja, a conduta lesiva do credor ser *ilícita, culposa e danosa*, sendo também necessário existir um *nexo de causalidade* entre a conduta e o dano. Neste ponto, entende-se como ilicitude a violação dos deveres prescritos nas disposições legais de protecção dos interesses em causa e este desrespeito causa uma diminuição do património dos sócios ou terceiros (*dano directo*), sendo que neste caso se trata de responsabilidade civil extracontratual, a culpa do credor controlador não é presumida e cabe aos sócios ou terceiros o ónus da prova.

Quanto à responsabilidade *perante os restantes credores sociais*, a lei prevê duas possibilidades de exigência do direito de indemnização por parte dos credores sociais. Os credores sociais podem submeter a acção de forma directa (nos termos do art. 78.º/1 e 79.º/1 do CSC) ou sub-rogatória (nos termos do 78.º/2 do CSC) para exigirem ao credor controlador / gestor indirecto um pedido da indemnização, em consequência das suas actuações culposas. Os restantes credores sociais podem exigir a reparação de danos directamente – *danos directos* - causados a si pela conduta culposa da administração gestionária do credor controlador (aqui se incluem os restantes credores sociais na ampla categoria dos terceiros e aplicará o instituto do art. 79.º/1 do CSC, como referido no paragrafo *supra* - *os danos directos enquanto se tratar de um credor social como um terceiro da sociedade*). No entanto, podem ainda os restantes credores sociais exigir ao credor controlador, em consequência da sua actuação ilícita (violação das disposições legais⁴⁶ de protecção dos credores sociais), um pedido de indemnização pelos *danos indirectos* sofridos (que era o seu património indirectamente afectado), em situação de insuficiência do património da sociedade para satisfação dos seus créditos, nos termos do art. 78.º/1 do CSC - *danos indirectos se o património social se torna insuficiente para satisfazer os seus respectivos créditos*. Permite, ainda, que os restantes credores sociais sub-rogaram à sociedade, intentem uma acção de responsabilidade contra o credor controlador com base na violação dos deveres de protecção da sociedade, no caso da falta da reacção da sociedade ou dos seus sócios, com a finalidade da conservação da garantia patrimonial para a satisfação dos créditos dos credores sociais.

46 Aqui se afasta a hipótese da violação de disposição contratuais um vez que não existe um vínculo contratual entre o credor controlador (administrador de facto) e credores sociais que leva a que estes invoquem deveres de protecção, “a culpa 2”, *ob. cit.*, Tânia Meireles da Cunha, pg. 66.

Quando os credores controladores dispõem do poder de acesso a informação privilegiada e do de participação na sociedade financiada, trata-se de um *adjusting creditor* que tem uma posição mais favorável para salvaguardar os seus interesses; assim, a condição da auto-protecção dos outros credores sociais (*non adjusting creditors*) é manifestamente insuficiente, e, por este razão, considera-se os credores controladores como fiduciários de interesse alheios – fiduciários de interesse dos outros credores concorrentes – que se encontram numa situação de responsabilizar pelos danos causados às partes lesadas, se o credor controlador exercer o poder de influência prosseguindo o seu interesse próprio, em detrimento do dos restantes credores⁴⁷ neste contexto, terá violado a confiança dos *non adjusting creditors* no *adjusting creditor* – credor controlador, e deve este responder mesmo pelos danos causados, com base no princípio da confiança.

VI. Transformação do papel do credor controlador no de um verdadeiro insider da sociedade financiada. Conversão de passivo (créditos) em activo (capital) – de credor (*outsider*) a sócio (*insider*) – *debt-equity swap / loan to own*

Quando a sociedade financiada enfrenta uma situação económica difícil, é evidente que isso conduz a um risco de crédito elevado, e terá mais probabilidade de se tornar incapaz de cumprir no momento de vencimento face às responsabilidades assumidas. Assim, leva o credor a ter uma intervenção mais intensa. Como referimos antes, o credor possui uma posição superior inerente do poder de controlo conferido nos *covenants*, e se aparece algum sinal de incapacidade de cumprimento do devedor, aproveitando a violação dos deveres dos *covenants* (por exemplo, o devedor não manter um certo nível saudável dos índices financeiros de *cash-flow*), o credor pode utilizar essa influência para renegociar de maneira a obter condições melhores ou apor medidas mais restritivas, a fim de acautelar o reembolso do seu crédito e da sua remuneração.

Se as dificuldades financeiras da sociedade piorarem e se aproximar da insolvência, a liquidação da sociedade não parece ser a melhor solução para o credor controlador recuperar o seu crédito, uma vez que, na fase da insolvência, todos os credores sociais intervêm num único processo de concurso dos credores, e todos os seus créditos são pagos pela mesma massa insolvente, a menos que os créditos sejam garantidos ou privilegiados (art. 47.º/4 a do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas “CIRE”) beneficiando de garantias reais ou de privilégios

47 Por meio do poder de controlo obtido pelo credor controlador, funda-se como um papel fiduciário de interesses alheios – dos outros credores – e justifica a imposição de deveres de lealdade aos credores sociais.

creditórios gerais e sendo pagos primeiro (em 2.º e 3.º lugar, a seguir à dívida da massa insolvente, sendo os créditos comuns pagos em 4.º lugar) na liquidação.

Em vista disso, na iminência de uma insolvência, sendo ainda um momento para poder adoptar algumas medidas de *turnaround*, a maioria dos credores prefere recorrer a processos de recuperação quer judicial – *Processo Especial de Revitalização* (PER), nos termos dos art. 17.ºA-17.ºJ, e *Processo Extraordinário de Viabilização de Empresas*⁴⁸ (PEVE) criado em virtude da pandemia da doença COVID-19, nos termos da Lei n.º 75/2020, de 27 de Nov. – quer extrajudicial – *Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas* (RERE), nos termos da Lei n.º 8/2018 –, de modo a promover uma renegociação com a sociedade financiada procurando chegar um acordo/plano de reestruturação que permita à sociedade continuar a sua actividade e, ao mesmo tempo, continuar a pagar na totalidade o crédito do financiador, para impedir que a dívida *distressed* se torne *bad debt*⁴⁹.

Vale a pena notar que, podia suceder um problema de se o credor controlador assumir o papel de administrador de facto, através do exercício dos poderes de controlo conferidos nos *covenants*, poderia considerar o credor controlador ser uma pessoa especialmente relacionada com o devedor, classificar os seus créditos passar a ser subordinados e só pago no último lugar da graduação de credores, nos termos do art. 48.º/a e 49.º/2 c. do CIRE. E este problema tem sido resolvido recentemente, mediante o aditamento aprovado ao art. 49.º/4 do CIRE, pelo art. 2.º do Decreto da Assembleia da República n.º 227/XIV, de 25 de Dez de 2021⁵⁰ que prevê que não se qualifica a pessoa nomeada pelo credor para a administração da sociedade devedora como administrador de facto quando seja sua intenção assegurar o valor dos bens objecto das suas garantias reais ou privilégios creditórios gerais (mobiliários ou imobiliários), e esta não disponha de poderes

48 O PEVE aplica à empresa que se encontra a situação económica difícil ou em situação de insolvência iminente ou actual em virtude da pandemia da doença COVID -19, mas seja suscetível de viabilização.

49 Em conformidade com o Programa do XXII Governo Constitucional 2015-2019 pg. 13 e Plano Recuperação e Resiliência (PRR) pg. 184, sendo o desafio e compromisso europeu e internacional de Portugal na defesa firme da economia portuguesa na União Europeia, o governo português compromete promover a aceleração dos processos de reestruturação empresarial e respetiva capitalização, criando mecanismos que facilitem a conversão da dívida em capital ou de redução da dívida em empresas consideradas viáveis, em realização desse objectivo, AR promulgou o Decreto Lei n.º 227/XIV em 2021.12.25, relativa às medidas de apoio e agilização dos processos de reestruturação das empresas e dos acordos de pagamento, e a transposição da Diretiva (UE) 2019/1023, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de junho de 2019.

50 *Artigo 49.º [...] 4– Para os efeitos do presente artigo, não se considera administrador de facto o credor privilegiado ou garantido que indique para a administração do devedor uma pessoa singular, desde que esta não disponha de poderes especiais para dispor, por si só, de elementos do património do devedor.*

especiais para dispor, por si só, de elementos do património da sociedade devedor, e consequentemente, não classifica o seu crédito como crédito subordinado.

Quando as sociedades devedoras se encontrem numa situação económica difícil e passível de insolvência, eminente ou efectiva, para a recuperação total do crédito, o credor controlador tem mais vontade de exercer o seu poder de influência para proceder a uma renegociação, em especial, com a intenção de intensificar o seu direito de máximo controlo para proceder à aquisição de capital em troca de dívida (*debt-equity swap / loan to own*), através da conversão do seu crédito em capital da sociedade, uma vez que o credor poderia restaurar o seu crédito e beneficiar de um potencial retorno pelas participações sociais convertidas, em caso de sucesso na recuperação da sociedade financiada.

A estratégia de *debt-equity swap / loan to own*⁵¹ é uma forma de controlo máximo de uma sociedade devedora. Tem a finalidade de oferecer ao credor um direito de adquirir a propriedade da sociedade-alvo em caso de incumprimento e resulta de um poder superior de controlo do credor sobre a sociedade devedora; o credor pode tornar-se o sócio da sociedade devedora⁵² em troca dos seus créditos em participações sociais da sociedade. *Debt-Equity Swap (loan to own)*⁵³ foi inicialmente usado em meados da década de 1980 nos países da América latina como um método de quebrar o impasse entre os governos latino-americanos e os credores bancários estrangeiros, quando a maioria dos empréstimos bancários não eram reembolsados nesses países. Esta modalidade tornou-se popular no final da década de 1980, em particular na conversão de um empréstimo bancário estrangeiro em investimento de capital local⁵⁴, e é um dos métodos na área da reestruturação da dívida tipicamente usado numa crise financeira, ajudando uma empresa em dificuldades a continuar a exercer a sua actividade.

i) Conversão de crédito em capital – Lei n.º 7/2018

Em Portugal, este instrumento foi introduzido pela Lei n.º 7/2018, Regime Jurídico da Conversão de Crédito em Capital (“CCC”) que atribui ao credor o direito de conversão do seu crédito em capital social; esta operação facilita particularmente num momento pré-insolvencial, de modo voluntário e consiste num

51 “Manual”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 26; “deveres de lealdade”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 106.

52 É uma faculdade / direito do credor para escolher a converter ou não o seu crédito. No âmbito do processo de insolvência, a conversão dos créditos em capital depende da anuência escrita dos titulares dos créditos em causa, nos termos do art. 202.º/2 do CIRE.

53 São usados por capital privado e outros investidores para comprar uma empresa como alternativa aos ativos, ações tradicionais ou operações de fusões.

54 “The Debt/Equity Swap in Latin America – In Whose Interest?”, Robert Grosse, *Journal of International Financial Management and Accounting* 4:1, 1992.

meio extrajudicial – ou *pré-judicial* – de recuperação da sociedade. À vista do art. 7.º da CCC, podemos concluir que a operação de conversão de créditos não produz efeito suspensivo do processo de insolvência em curso e também não impede o início de um processo de insolvência. Por meio da conversão de crédito em capital social, o credor passa a integrar a sociedade financiada e conduz uma alteração da estrutura societária, transformando o credor controlador num verdadeiro *insider*.

Em comparação com o CSC, é indubitável que, na fase do processo de insolvência, a tutela dos credores sociais é maior, no qual defende a tese do “melhor interesse dos credores” e a proteção de credores⁵⁵, uma vez que este tem como finalidade a satisfação dos direitos dos credores (credores fracos e credores fortes), com base num tratamento igualitário - *par conditio creditorum* -. Não obstante o grau da tutela ser reduzido⁵⁶, o plano de reestruturação (pré-insolvencial), cuja finalidade é manter, na totalidade ou em parte, a actividade da sociedade com dificuldades financeiras por meio de negociações e da elaboração de um plano de reestruturação, deve permitir reestruturar-se, efetivamente, numa fase antecipada, e salvar-se, limitando assim a liquidação desnecessária de empresas viáveis.

Em princípio, o objetivo deste regime é permitir aos credores maioritários, cujos créditos representem, pelo menos, dois terços do total do passivo da sociedade (art. 3.º/3 da CCC), proporem converter os seus créditos em capital através do seu controlo da sociedade, a fim de reduzir os níveis de endividamento e evitar uma situação de insolvência da sociedade. Assim, mostra-se inclinado a aplicar a operação da CCC nos credores grandes, seja ele próprio ou reúna outros credores, para chegar a um *quórum* suficiente para avançar na operação da conversão, em relação ao contrato de financiamento.

Todavia, nem todos credores estão aptos a submeter uma proposta da conversão dos seus créditos em capital social à sociedade. O regime restringe-se ao crédito detido sobre uma sociedade com sede em Portugal, e cujo volume de negócios não seja inferior a um milhão de euros, nos termos do art. 2.º/1 e 4 da

55 Prevê que, no Considerando (52) da Diretiva (UE) 2019/1023, “*A aprovação no teste do «melhor interesse dos credores» deverá ser interpretada no sentido de que nenhum credor discordante fique em pior situação com o plano de reestruturação do que ficaria quer em caso de liquidação, seja através da liquidação fracionada, seja da venda da empresa em atividade, quer em caso de melhor cenário alternativo, se o plano de reestruturação não for confirmado... Os Estados-Membros deverão poder escolher um destes limiares ao aplicar o teste do melhor interesse dos credores no direito nacional.*”

56 Os processos de insolvência pendente suspendem-se a partir da data da publicação da nomeação do administrador judicial provisório para o requerimento do PER (art. 17.ºC 4 e 17.ºE/6 do CIRE), por consequente, suspendem-se as medidas de execução durante as negociações sobre a reestruturação, os credores não possam invocar as cláusulas *ipso facto* alusivas à negociação e à suspensão de um plano de reestruturação, os Considerandos (40) e (41) da *supra* Diretiva Considerando, e art. 17.ºE/8 do CIRE.

CCC. Não se aplica, igualmente, o regime à conversão dos créditos detidos sobre as empresas de seguros, instituições de crédito (artigo 3.º do RGICSF), sociedades financeiras (artigo 7.º do RGICSF), empresas de investimento (artigo 4.ºA do RGICSF), sociedades abertas e entidades integradas no sector público empresarial.

Para submeter à sociedade uma proposta da conversão dos seus créditos em capital social, é necessária a verificação, de forma cumulativa, dos seguintes requisitos: 1.) a maioria dos créditos que se pretende serem convertidos em capital *não são subordinados* – art. 3.º/8 c da CCC e art. 48.º CIRE -; 2) o capital próprio da sociedade devedora seja inferior ao seu capital social (art. 3.º/1 a da CCC) – aqui não parece fazer sentido por não fixar um patamar de referência mínima para se mostrar qual é o razoável de uma diferença considerada entre o capital próprio e o capital social, e não apenas um valor insignificativo do crédito se pode justificar a entrada do credor exterior à sociedade através da conversão de crédito, isso porque, temos de reiterar que o regime CCC se destina a tutelar a sociedade e os sócios contra as condutas abusiva ou oportunista dos credores. Pode, por vezes, acontecer que o credor exerça o seu direito de forma abusiva e oportunista mediante a conversão de crédito para lhe permitir uma interferência efectiva – tornar-se sócio – sobre a sociedade, causando prejuízos, em especial aos outros terceiros credores sociais; 2) se encontrem, em mora superior a 90 dias, créditos não subordinados sobre a sociedade de valor superior a 10% do total de créditos não subordinados ou, caso estejam em causa prestações de reembolso parcial de capital ou juros, que estas digam respeito a créditos não subordinados de valor superior a 25% do total de créditos não subordinados⁵⁷; 3) após o aumento do capital social a subscrever pelos credores proponentes mediante a conversão de crédito, o capital próprio da sociedade ficar superior ao valor do capital social à data da proposta – art. 3.º/11 da CCC.

Na verdade, a vantagem plausível decorrente da operação da CCC não só evita que a sociedade com problemas financeiros abra a falência e salvaguarda o interesse do credor, como também preserva os direitos e garantias dos terceiros, através da transferência de bens do passivo para o activo societário (a sociedade irá obter mais um património por conversão de crédito o que aumentará a solvabilidade da empresa).

Se, por qualquer motivo, a proposta de conversão não for aprovada pelos sócios, ou não for realizada a assembleia geral dentro do prazo para este efeito, os credores proponentes podem requerer ao tribunal a intervenção judicial – suprimimento judicial – para suprir a aprovação da proposta em causa nos termos

57 Considera que as percentagens previstas no art. 3.º 1 a e b da CCC, são extremamente baixas para que se admita recorrer este mecanismo da conversão de crédito, “Estudos de direito da insolvência”, Alexandre Soveral Martins, pg. 37.

art. 4.º/3 da CCC, e, havendo suprimimento, a proposta é tida como aprovada. Além disso, pese embora não sejam incluídos na proposta inicial os seus créditos não subordinados⁵⁸, à luz do princípio do tratamento igualitário entre os credores da mesma classe, podem os outros credores interessados intervirem no procedimento posterior judicial e converter o seu crédito.

Em consequência da deliberação da aprovação ou da sentença homologatória em relação à proposta de conversão de crédito em capital, pode ocorrer: 1) *o aumento do capital social* – art. 3.º/8 da CCC, apenas parte das participações sociais pode ser subscrita pelos titulares com créditos não subordinados, e o valor da entrada em espécie⁵⁹ é avaliado de acordo com o valor económico do crédito, e não ao valor nominal do crédito, de qualquer modo, o direito da preferência no aumento do capital dos sócios é assegurado de mesmo modo no processo de reestruturação (art.º 266.º do CSC e art. 3.º/12 da CCC); 2) *a redução de capital social*, quando um aumento de capital for precedido da redução prévia de capital para cobertura de prejuízos, incluindo para zero ou outro montante inferior ao mínimo estabelecido na lei para o respectivo tipo de sociedade (art. 3.º/7 da CCC); e 3) *a transformação da sociedade devedora noutra tipo de sociedade e exclusão dos sócios*, desde que as suas participações sejam destituídas de qualquer valor (art. 3.º/10 da CCC) – não parece razoável uma contrapartida de qualquer valor pela quota amortizada, embora a exclusão dos sócios, deveria, pelo menos, determinar o valor da sua quota com base no critério preceituado para os casos de amortização de quotas, eg., um valor de liquidação da quota.

De facto, admiti que o regime é manifestamente um mecanismo da tutela dos credores – maioritários –, que detêm créditos perante a sociedade financiada de dimensão grande (não menos de um milhão e com volume de negócios maior), vê a sua posição bastante vantajosa na operação da conversão de crédito e não assegura suficientemente os meios de proteção e de defesa à sociedade, aos sócios e aos outros credores contra a operação de conversão do credor.

ii) Breve análise da conversão em capital social de empréstimo participativo, Decreto-Lei n.º 11/2022

Acresce, ainda, uma figura inovadora de empréstimos participativos que foi recentemente importada e entrou em vigor no nosso regime jurídico pelo

58 “Estudos”, *ob. cit.*, Alexandre Soveral Martins, pg. 42-43, entende que poderá qualquer credor, incluindo o titular de crédito subordinados intervir o procedimento do suprimimento judicial e converter o seu crédito em capital.

59 O credor realiza a sua subscrição de capital – entrada em espécie com créditos sociais, cujo crédito convertido deve ficar sujeito à avaliação por um revisor oficial de contas nos termos do art. 28.º do CSC e art. 3.º3 b da CCC -, por conversão de créditos em capital.

Decreto-lei n.º 11/2022, de 12 de Janeiro de 2022 (“EP”). Define que o regime de empréstimo participativo é um novo instrumento para capitalização e, como o seu nome indica, não é um empréstimo simples tradicional mas desempenha a função económica dos capitais próprios – participação social -, onde está em causa um financiamento com origem num fundo alheio – financiador – a favor da sociedade financiada / mutuária, entretanto visando a ser contabilizado o empréstimo participativo como capital próprio (art. 2.º/2 do EP). O empréstimo participativo é um crédito oneroso, que é concedido para finalidade do financiamento de investimento, o reforço de fundo de maneiço, o reembolso de dívida anterior ou outra finalidade específica acordada compatível com o objeto social ou política de investimento das partes (art. 4.º e 5.º do EP), e pode assumir a forma de contrato mútuo ou de títulos representativos de dívida – eg., *bond*.

Em virtude da sua natureza e função, o retorno do empréstimo participativo não é apenas os juros devidos; o financiador goza ainda de uma remuneração indexada, exclusiva ou parcial, a uma participação dos resultados da sociedade financiada.

Tendo em conta a limitação de tempo, não vamos abordar profundamente o novo regime neste trabalho, mas importa sublinhar que o novo regime fornece também ao credor investidor um direito à conversão do empréstimo participativo ou dos títulos representativos de dívida em capital social da sociedade financiada, e baseia-se principalmente nas regras do regime CCC. De notar que uma novidade deste regime é que estabelece *uma presunção da aprovação da deliberação da conversão* (art. 18.º/2 do EP) em relação à recusa da deliberação da proposta na assembleia geral, sem prejuízo de outras disposições especiais acordadas no contrato de empréstimo participativo a propósito das outras consequências de uma deliberação da assembleia geral de recusa relativa às deliberações referidas na proposta da conversão, segundo a qual a presunção pode ser excluída por contrato de empréstimo participativo mas não inclui a possibilidade do afastamento da presunção pelas condições de emissão de títulos representativos de dívida. Não se compreende por que razão existe esta divergência e afasta esta segunda forma, e, em particular, o tratamento das duas formas é igual em todo o regime, os termos e as condições do empréstimo participativo e da proposta podem ser previstos no contrato do empréstimo participativo ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida (art. 5.º, 8.º/1 e 4, 9.º/1 e 4, 10.º/2 e 5, 14.º, 15.º/1 do EP).

VII. Conclusão

Com a evolução do governo da sociedade e da economia global, o instrumento de financiamento tem-se desenvolvido muito e o mercado do crédito

segiu o seu ritmo, ligado ao crescimento e ao desenvolvimento dos vários tipos de instrumentos de financiamento. À medida que a nova realidade de *corporate finance* se torna mais complexa, a interferência do credor é cada vez mais frequente na actividade da sociedade financiada, e a adoção do poder de controlo torna-se um instrumento fundamental para o credor minimizar e reduzir o risco de incumprimento.

Neste contexto, o *outsider* clássico de credor já não tem em conta o papel actual que pode desempenhar na sociedade financiada. A influência do credor torna-se de forma gradual mais intensa, quer ao nível da estrutura societária, quer ao nível da gestão da sociedade, tendo em vista a situação financeira gravemente comprometida da sociedade financiada, o papel do credor transforma-se mais incisivo na sociedade, à medida que a sua influência se alarga, a sua posição se aproxima cada vez mais do papel central da sociedade, a partir do exercício do controlo – *covenants* – até à conversão de crédito em capital – *debt-equity swap / loan to own* –, por parte do credor (controlador); estamos perante um processo de transformação do papel do credor *outsider* para um verdadeiro *insider* da sociedade financiada, de credor (*outsider – debt finance*) a sócio (*insider – equity finance*), torna-se, mesmo, um terceiro papel principal na governação da sociedade.

Todavia, o ordenamento jurídico português não consegue responder a esta nova realidade. O direito português continua a ignorar completamente a regulação do papel próprio do credor social, em particular, durante o curso de vida da sociedade onde existem lacunas de regulação e a falta completa no nosso Direito de um mecanismo de tutela dos interesses em causa perante a intromissão dos credores.

Urge exigir a construção de um sistema de protecção eficaz, não só dos credores sociais, mas também dos outros interesses conflituantes – da sociedade, dos sócios e dos restantes credores sociais, para definir e implementar integralmente este fenómeno de terceiro papel do credor perante a governação da sociedade, e um regime de *corporate* governo externo⁶⁰, para conciliar de forma equilibrada os interesses do credor e dos outros sujeitos em jogo.

Bibliografia:

- **Alexandre Soveral Martins**, A Responsabilidade dos Membros do Conselho de Administração por Actos ou Omissões dos Administradores Delegados ou dos Membros da Comissão Executiva, BFD, LXXVIII, 2002, pg. 365-380

60 “Deveres de lealdade”, *ob. cit.*, Ana Perestrelo de Oliveira, pg. 95.

- **Alexandre Soveral Martins**, Sobre o Consentimento da Sociedade Para a Cessão de Quotas, Volume Comemorativo do 780 – Tomo do Boletim da Faculdade de Direito (BFD), pg. 673-688
- **Alexandre Soveral Martins**, “Estudos de direito da insolvência”, Almedina, 2018, pg. 33-45
- **Ana Mafalda Alves Guerreiro Calado da Graça**, Conversão de créditos em capital social – A proibição do Art.27º/5 do Código das Sociedades Comerciais, Dissertação com vista à obtenção do grau de Mestre em Direito e Gestão, Setembro, 2020, da Universidade Nova de Lisboa
- **Ana Perestrelo de Oliveira**, Manual de Corporate Finance, Coimbra, Almedina, 2015
- **Ana Perestrelo de Oliveira**, Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores? Revista de Direito das Sociedades, A. 1, nº 1 (2009), pg. 95-133
- **Ana Perestrelo de Oliveira**, Manual de grupos de sociedades, Almedina, 2018, Coimbra
- **Ana Perestrelo de Oliveira**, Questões avulsas em torno dos artigos 501.º e 502.º do Código das Sociedades Comerciais, Revista de Direito das Sociedades, IV (2012), 4, pg. 871-898
- **Diana Serrinha Rosa**, As cláusulas cross default no ordenamento jurídico português, Revista de Direito das Sociedades, VIII (2016), 1, pg. 211 -246
- **Diogo Coelho**, Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?, Revista de Direito das Sociedades, VII (2015), 3/4, pg.793-833
- **Edmilson de Jesus Vieira Tavares**, O dever de lealdade dos sócios de sociedades comerciais, Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa para a obtenção do grau de Mestre em Direito, Agosto 2016, da faculdade de direito da universidade Lusíada de Lisboa
- **Fábio Loureiro**, Os contratos de administração e a protecção dos credores sociais, Direito das Sociedades em Revista, ano 4, vol. 8 (2012), pg. 123-149
- **Filipa Ribeiro Gonçalves**, O credor financiador como “terceiro poder” na governação societária e a sua eventual responsabilidade, Em especial: A influência resultante da aposição de covenants nos contratos de financiamento bancário, dissertação do Mestrado em Direito Faculdade de Direito, Sob a orientação de Professora Doutora

Maria de Fátima Ribeiro da Universidade Católica Portuguesa.

- **Francisco Pinto da Silva**, A Influência dos Credores Bancários na Administração das Sociedades Comerciais e a sua Responsabilidade, in Direito das Sociedades em Revista, ano 6, vol. 12, outubro 2014, Direito das Sociedades em Revista. Coimbra. ISSN 1647-2586. A. 6, vol. 12 (2014), pg. 231-265
- **Gonçalo Nogueira**, Os Credores Controladores enquanto Administradores de Facto Indiretos da Sociedade Financiada, in Revista de Direito das Sociedades, ano VIII (2016), n.º 4, 983-1015
- **Inês Serrano de Matos**, Debt Governance – O Papel do Credor Activista, in Direito das Sociedades em Revista, ano 7, vol. 14, outubro 2015, Direito das Sociedades em Revista. Coimbra. ISSN 1647-2586. A. 7, vol. 14 (2015), pg. 161-198
- **Jeffrey John Hass**, Insights into lender liability: An argument for treating controlling creditors as controlling shareholder, University of Pennsylvania Law Review, [Vol. 135:13211363
- **Joana Pereira Dias**, Contributo para o Estudo dos Atuais Paradigmas das Cláusulas de Garantia e/ou Segurança: a pari passu, a negative pledge e a cross default, in Estudos em Homenagem ao Prof. Dr. Inocêncio Galvão Telles, IV – Novos Estudos de Direito Privado, 2003, pp. 879-1029
- **João Nuno Barros**, Financiamento e Governação Societária: Credor Controlador, Covenants e Deveres de Lealdade» in O Direito, ano 150, II, 2018, pg. 283-315
- **Jorge Manuel Coutinho de Abreu**, Governação das sociedades comerciais, Almedina, 2.º edição
- **Jorge Manuel Coutinho de Abreu**, Curso de direito comercial, Volume II, Das sociedades, 3.ª edição, Almedina
- **Jorge Manuel Coutinho de Abreu**, “Diálogos com a Jurisprudência – II – Responsabilidade dos administradores para com os credores sociais e desconsideração da personalidade jurídica – Direito das Sociedades em Revista”, Março 2010, Ano 2, Vol. 3, Semestral, pg. 49-64
- **José Guilherme Gomes**, A ação sub-rogatória de credor social e a ação direta à luz do art. 78.º n.º 3, Direito das Sociedades em Revista, Ano 4, Vol. 8 (2012), pg. 181-195
- **Manuel Sequeira**, Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo, RDS X (2018), 4, pg. 771-833
- **Michael C. JENSEN and William H. MECKLING***, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,

- Journal of Financial Economics 3 (1976) pg. 305-360
- **Michael C. Jensen and Clifford W. Smith**, The Modern Theory of Corporate Finance, Jr., Editors, (New York: McGraw-Hill Inc., 1984) pg. 2-20
 - **Nuno Miguel Valagão Valentim**, Responsabilidade do credor pelo controlo, Dissertações de Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais, da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 4-Jun-2018
 - **Paulo de Tarso Domingues**, A (Má?) Sorte dos Credores Acionistas, in II Congresso de Direito Bancário (obra coletiva coord. L. Miguel Pestana de Vasconcelos), Coimbra, Almedina, 2017, pg. 75-99 Congresso de direito bancário, 2, Lisboa, 2015
 - **Paulo de Tarso Domingues**, Regime Jurídico da Conversão de Créditos: A Tomada de Assalto das Sociedades pelos Credores?, in Seminário de Direito da Insolvência (coord. Catarina Serra), Coimbra, Almedina, 2019 2019, pg. 79-101
 - **Pedro Ferreira Malaquias e Manuel Barbosa Moura**, A qualidade de socio/acionista em sede de suprimentos: os indícios materiais, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 43-2016, pg. 136-142
 - <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=bbe2977a4c5b136d>
 - **Raquel Capa de Brito**, A ingerência do credor controlador no governo societário Consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes Dissertação de Mestrado Abril de 2011, Mestrado em Direito e Gestão Universidade Católica Portuguesa
 - **Ricardo Costa**, Responsabilidade Civil Societária dos Administradores de Facto, Temas Societários, Colóquios n.º 2 – IDET, Almedina, Coimbra, 2006, pg. 23-43
 - **Ricardo Costa**, Sócios como administradores de facto das “suas” sociedades, Instituto do Conhecimento da Abreu Advogados, Almedina, pg. 725-784
 - **Sudheer Chava and Michael R. Roberts**, How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants This Draft: August 2, 2007, The Journal of Finance, Volume63, Issue5 October 2008, pg. 2085-2121
 - **Tânia S. P. R. Meireles da Cunha**, Da responsabilidade dos gestores de sociedades perante os credores sociais: a culpa nas responsabilidades civil e tributária, Almedina, Agosto/2008 Parte I A Culpa na Responsabilidade Civil dos Gerentes, Administradores e Directores na Lei Comercial, pg. 3-71 / pg. 15-83
 - **Teresa Sapiro Anselmo Vaz**, A responsabilidade do accionista controlador, O direito. A.128 n.3-4 (Julho-Dez 1996), pg. 329-405

- **Victor Bourroul Holloway Ribeiro**, Aspectos Jurídicos da Estrutura de Capital: a influência das normas jurídicas nas decisões financeiras de investidores e controladores
- **William H. Lawrence**, Lender Control Liability: Na analytical model illustrated with applications to the relational theory of secured financing, 62 Southern California Law Review, 1989, pg. 1387-1447; Lender Control Liability Functional Examination: The Firm and Heuristics, Sergio A. Muro.