



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Ana Beatriz Maia Simões

***CORPORATE GOVERNANCE -
PROBLEMATIZAÇÃO E INFLUÊNCIA DO *EMPTY
CREDITOR* NA SOCIEDADE FINANCIADA E O
FENÓMENO DE *SHADOW LENDING****

VOLUME 1

Dissertação no âmbito do Mestrado em Ciências Jurídico-Forenses orientada pelo Professor Doutor Rui Manuel Pinto Soares Pereira Dias e apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

Outubro de 2021



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Ana Beatriz Maia Simões

***CORPORATE GOVERNANCE -
PROBLEMATIZAÇÃO E INFLUÊNCIA DO EMPTY
CREDITOR NA SOCIEDADE FINANCIADA E O
FENÓMENO DE SHADOW LENDING***

*Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no
âmbito do 2o Ciclo de Estudos em Ciências Jurídico-Forenses (conducente ao grau de
Mestre)*

Professor Doutor Rui Manuel Pinto Soares Pereira Dias

Coimbra, 2021

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Rui Pereira Dias pela orientação e disponibilidade inigualáveis.

Ao meu pai, por acreditar sempre em mim, mesmo quando já nem eu acreditava.

À minha mãe, que sempre me ajudou e quem devo tudo.

Ao meu irmão, o meu ídolo, a quem devo a pessoa que sou hoje e a quem nunca conseguirei retribuir o carinho (parco em palavras, mas imenso na expressão), que me mostrou que o sucesso advém do sacrifício, e que desistir nunca é opção.

À minha Patrícia, que apesar de não ter nenhum interesse naquilo que estudo, sempre o fingiu com exemplar credibilidade.

À minha visa, que dava eu os primeiros passos, me adivinhou logo o jeito.

Ao resto da minha família, e à minha avó paterna que tudo apostam em mim.

A minha patrona, a Dr.^a Isabel, uma das mulheres mais generosas que tive oportunidade de conhecer, com uma garra imensa e determinação singular; à minha Dr.^a Lili., quem descrevo como alguém muito exigente, mas possuidora de uma humanidade e sensibilidade que a fazem única, e de quem certamente me conduzirá ao sucesso mais que não seja pela persistência; e, finalmente à minha Dr.^a Cat., meiga, entusiasta e de uma honestidade ímpar.

Resumo

Com a presente dissertação pretende-se enfatizar os problemas inerentes à governação societária, enquanto mecanismo de organização e implementação de regras tendentes à resolução de problemas na esfera da governação societária, dos quais venho cuidar, mormente do problema do *empty creditor* e do fenómeno do *shadow lending* enquanto intervenientes no governo societário.

Primeiramente antes de me dedicar a este, farei uma incursão sobre a *Corporate Governance e Debt Governance*; de seguida dedicar-me-ei mais aprofundadamente à análise do *Empty Creditor* e do *Shadow Lender*, analisando-os, expondo conceitos, problemas e possíveis formas de responsabilização da primeira figura.

Por fim, farei uma análise destes na esfera de governação societária e ao nível do direito comparado.

Se perspetivarmos o credor vazio nesta dimensão, conferimos-lhe uma posição privilegiada, uma vez que, ao transferir para o terceiro vendedor a sua posição de risco não arriscará nada. Ora, importa assim perceber qual é o seu incentivo para promover uma boa gestão da sociedade, mas também de que forma toda esta problemática influenciará a vida social. Acresce a possibilidade de saída da sociedade e ainda a responsabilização do credor vazio numa hipotética condução desinteressada da sua gestão em que se perspetive um posterior endividamento da mesma.

No que tange à escassez de proteção de que goza o terceiro vendedor da proteção é particularmente relevante perceber o que rodeia esta figura e a investigação de uma possível ampliação de poderes por forma a minorar as suas assimetrias.

O fenómeno de globalização e as graves crises económicas fizeram despontar problemas de *corporate governance e debt governance*. Não deixaremos, neste sentido, de dedicar algumas considerações ao financiamento societário propriamente dito, na medida em que, consubstanciando-se um acompanhamento próximo da vida da sociedade, procura-se salvaguardar a solvabilidade das suas finanças, a fim de permitir a concessão de crédito.

Nesta sequência, o recurso à figura do *credit default swaps* tem vindo a aumentar, surgindo dificuldades de resposta a algumas situações, sendo exemplo disso o *empty creditor*. Sucede, porém, que este credor não tem incentivos para promover uma gestão responsável

da sociedade, uma vez que há separação entre o risco económico e a propriedade do crédito, podendo levar ao seu desinteresse.

Aqui importará contrapô-lo ao terceiro vendedor (*shadow lender*), enquanto sujeito estranho à sociedade, realçando-se assimetrias entre estes intervenientes na gestão da vida social.

Esta dissertação que aqui se perspetiva tem como objetivo primário a identificação dos problemas indiscutivelmente ligados à influência que o *empty creditor* exerce dentro da sociedade, importará analisar formas de minorar os seus efeitos e consequente atuação, pretendendo-se ainda uma incursão sobre a responsabilização atribuída a esta figura. E a partir desta expor a fragilidades do *shadow lender* bem como as formas de as diminuir.

Pretendo, portanto, identificar situações concretas em que o controlo exercido pelos credores vazios é desmesurado, e neste seguimento importará mencionar mecanismos de resposta como o instituto da responsabilidade civil e se a resposta da *Corporate Governance* é bastante.

Palavras-chave: *Corporate governance*, *debt-governance*, financiamento societário, contrato de financiamento, credor financiador, *credit default swaps*, credor vazio, *shadow lender*.

Abstract

This dissertation intends to emphasize the problems inherent to corporate governance, as a mechanism for the organization and implementation of rules aimed at the resolution of problems in the sphere of corporate governance, on which I will focus on, especially the problem of the empty creditor and the phenomenon of shadow lending as players in corporate governance.

First, of all and before dedicating myself to this I will make an incursion on Corporate Governance and Debt Governance; afterwards I will go deeper into the analysis of the Empty Creditor and the Shadow Lender, analyzing them, exposing concepts, problems and possible forms of accountability of the latter.

Finally, I will analyze these in the sphere of corporate governance and in comparative law.

If we look at the empty creditor in this dimension, we give him a privileged position, since by transferring his risk position to the third party seller he will not risk anything. It is therefore important to understand what is his incentive to promote a good management of the company, but also how all this will influence social life. In addition, there is the possibility of leaving the company and also the liability of the empty creditor in a hypothetical disinterested management in which a subsequent indebtedness of the company is foreseen.

With regard to the scarcity of protection enjoyed by the third party seller, it is particularly relevant to understand what surrounds this figure and the investigation of a possible expansion of powers in order to minimize its asymmetries.

The phenomenon of globalization and the serious economic crises have given rise to problems of corporate governance and debt governance. We will not fail, in this sense, to dedicate some considerations to corporate financing itself, insofar as, by consubstantiating a close monitoring of the company's life, we seek to safeguard the solvency of its finances in order to allow the concession of credit.

In this sequence, the use of credit default swaps has been increasing, with difficulties arising in responding to some situations, such as the empty creditor. It happens, however, that this empty creditor has no incentive to promote a responsible management of the

company, since there is a separation between the economic risk and the ownership of the credit, which may lead to his disinterest.

Here it will be important to contrast him with the shadow lender, as a subject outside the company, highlighting asymmetries between these actors in the management of social life.

The primary objective of this dissertation is to identify the problems unquestionably linked to the influence that the empty creditor exerts within the company, it will be important to analyze ways to minimize its effects and consequent action, intending also an incursion on the accountability attributed to this figure. And from this expose the weaknesses of the shadow lender as well as and the ways to reduce them.

I intend, therefore, to identify particular situations in which the control exercised by empty creditors is disproportionate, and in this follow-up it will be important to mention response mechanisms such as civil liability and whether the Corporate Governance response is sufficient.

Keywords: Corporate governance, debt-governance, corporate financing, loan agreements, financing lender, credit default swaps, empty creditor, shadow lender.

Siglas

CSC (Código das Sociedades Comerciais)

ISDA (International Swaps and Derivatives Association)

CDS (Credit Default Swaps)

OECD (Organization for Economic Co-operation and Development)

SA (Sociedade Anónima)

CC (Código Civil)

Índice

1. Introdução	10
2. Corporate Governance - notas breves	11
2.1. OECD Principles of Corporate Governance	12
2.2. Sistema de Corporate Governance português	14
3. Debt Governance - o terceiro poder	14
3.1 A ingerência dos financiadores na governação da sociedade	16
3.2. Impacto da sua atuação	17
3.3 Mecanismos de influência na sociedade (ativismo societário)	19
3.4. Tipicidade das cláusulas inseridas em contratos de financiamento	20
3.5. Interesses em causa	22
3.6. Admissibilidade das cláusulas apostas ao contrato de financiamento - breve alusão	23
4. Credit Default Swaps (CDS)	24
4.1. Enquadramento	25
4.2. Impacto dos CDS na Corporate Governance	30
5. A figura do Empty Creditor	32
5.1. Enquadramento geral	32
5.2. Relação triangular emergente	33
5.3. Impacto e Consequências	34
5.4. Problematização da figura	36
6. Controlo do “Credor Vazio”	40
7. Responsabilização	41
7.1. Mecanismo de limitação da atuação	41
7.1.1. Velhos mecanismos	42
7.1.2. Uma nova abordagem	43
7.2. Possíveis vias de responsabilização	46
7.2.1. A figura do “Administrador de Facto”	49
7.2.2. “A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto estratégias de CORPORATE GOVERNANCE” num paralelismo com a responsabilização dos credores	52
8. Conclusão	62
9. Referência Bibliográficas	64
10. Jurisprudência	72

1. Introdução

A *Corporate Governance* é definida como um “*complexo articulado de regras e princípios que disciplinam o modo como uma empresa pode, e deve, ser administrada e como é efectuado o controlo regular e permanente dessa gestão, de forma que o exercício da actividade social se processe com transparência para todos os seus stakeholders e respeito pelas normas reguladoras do mercado em que a empresa se integra*”¹.

A mesma surge, tal como explicita INÊS SERRANO DE MATOS, “*como resposta à ineficácia dos mecanismos de governo das empresas e à urgente necessidade do seu aperfeiçoamento (...)*”².

Todavia, a governação societária tem vindo a ser afetada pelas várias crises económicas que têm vindo a assolar a Europa, bem como os muitos escândalos que as protagonizam têm desvirtuado a sua génese, inclusivamente em Portugal³.

Consequentemente os mercados de capitais ressentem-se e procuram novas formas de se estabilizarem. Surge nesse contexto novos agentes, como figuras externas à sociedade, como é o caso do credor financiador.

Porém, o papel que estes agentes desempenham na gerência da sociedade pode tornar-se excessivo, tonando-os *insiders*. Ora, a sua introdução na sociedade e a influência que exercerão sobre ela, acontece através da aposição de cláusulas (*covenants*) aos contratos de financiamento.

Neste sentido, cumprirá abordar os *credit default swaps*, enquanto instrumentos de transferência de risco de crédito para terceiros, emergindo destes fenómenos como o *empty creditor*, enquanto sujeito desprovido de interesse para uma gestão ativa da sociedade.

Assim importará refletir sobre a influência destes na governação societária, redesenhá-los e propor uma solução para este problema.

¹ CUNHA, Paulo Olavo - *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão*. In. António Menezes Cordeiro, (coord.). Centenário do Nascimento do Professor Doutor Paulo Cunha: Estudos em Homenagem, pp. 805-806. Vide também, LUIGI A. BIANCHI, *Considerazioni introduttive*, RS, 1996, p. 604; PIER G. JAEGER/PIERGAETANO MARCHETTI, *Corporate governance*, GC, 1997, p. 625.

² MATOS, Inês Serrano de - *Debt governance - O papel do credor ativista*, in DSR, ano 7, vol.14 (2015), p. 165.

³ Vide BESSA, TIAGO - *Crise, regulação e supervisão de hedge funds*, in: RDS II, Vol. 3/4, 2010, [849-914], pp. 867 e ss., para uma análise da crise de 2007.

2. *Corporate Governance* - notas breves

Importa, no âmbito desta dissertação, iniciarmos o escrutínio destas figuras pela abordagem da *Corporate Governance*. Esta tem por análise, tal como discorre da expressão, a governação das sociedades. COUTINHO DE ABREU explica que esta “designa o complexo de regras (legais, estatutárias, jurisprudências, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades”⁴.

Este movimento surgiu na década de 70, em virtude das graves crises financeiras e consequentes colapsos empresariais. Em volta destes tumultos gera-se uma resposta legislativa há muito esperada, marcada pela reforma do direito societário norte-americano, que rapidamente chegou à Europa.

A necessidade de reação à deficiente governação associada a este movimento desencadeou alguns aspetos que importam uma análise atenta.

Não obstante, surge neste contexto outro obstáculo ao sucesso pretendido: em virtude da menor ou maior proporção dos ganhos da sociedade, os sócios podem tender a gerir a sua atuação conforme os proveitos que daí se extraem. Consubstanciando-se, portanto, numa atuação tendenciosa. Esta variação de comportamentos está intrinsecamente ligada ao grande número de sociedades cotadas, em virtude da qual o património destas está maioritariamente concentrado nos acionistas controladores, em prejuízo dos investidores institucionais⁵.

Tal circunstância está indissociavelmente ligada às diferenças estruturais dos diferentes tipos de sociedades em análise, e que indubitavelmente contende com o tipo de sociedade em concreto. Todavia, este é um problema característica das sociedades anónimas (SA)⁶. Relembre-se, a este respeito, os predicativos das mesmas que justificam tal incursão da *corporate governance*.

Assim, como é sabido, em matéria de gestão somente é atribuída aos sócios a possibilidade de deliberarem sobre matérias de gestão quando para tal pré-exista um pedido

⁴ ABREU, J. M. Coutinho de - *Governação das Sociedades Comerciais*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 7. Para mais noções, poder-se-á consultar, CÂMARA, Paulo, *Vocação e influência universal da Corporate Governance, O Governo das organizações. A Vocação Universal da Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2011, pp.14; SILVA, Artur Santos; VITORINO António; ALVES, Carlos; CUNHA, Jorge Arriaga da; MONTEIRO, Manuel Alves - *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, pp. 12-13.

⁵ Indícios extraídos da ob. cit., ABREU, J. M. Coutinho de - *Governação (...)*, pp. 7-34.

⁶ Nestas sociedades a separação entre o controlo e a propriedade é polémico e, portanto, a origem dos conflitos que se pretendem dirimir com surgimento da *Corporate Governance*, Vide MATOS, Inês Serrano de - *Debt governance - O papel ...*, p. 165.

por parte dos administradores; igual e sobejamente conhecida é a dificuldade de participação dos acionistas na vida societária, mormente, através das assembleias gerais; patente de forma evidente naquele que se reclama de direito à informação porquanto diminuto; reflete-se, ainda, quanto à ausência de estipulações, quanto à exoneração ou destituição dos sócios na mesma medida às contempladas para as Sociedades por Quotas (SQ)⁷; subjacente está também a diversidade de acionistas, a que aludiremos *infra*; e o complexo órgão de fiscalização⁸.

Daqui resulta uma necessidade de financiamento externo; todavia, antes da incursão por este, convém aludirmos aos modelos afetos à governação societária: o sistema *monístico* e o sistema *dualístico*.

No que ao primeiro diz respeito “tanto a administração como o controlo (-fiscalização) são confiados a um único órgão (...); no segundo, a cada uma dessas duas funções corresponde um órgão distinto, há dois órgãos separados”⁹; não obstante, alguns países comungam dos dois sistemas.

2.1. *OECD Principles of Corporate Governance*¹⁰

Neste sentido, foram avançados alguns princípios pelo qual se deve nortear a governação de uma sociedade, os denominados *OECD Principles of Corporate Governance*.

Ambiciona-se o auxílio aos governos da OCDE, realçando-se aqui uma abordagem direta às sociedades de capitais abertos; porém, não obsta à melhoria da governação das sociedades.

Atualmente, são abrangidos por estes, seis temas fundamentais, mormente, o enquadramento legal e institucional do governo das sociedades, os direitos dos acionistas e funções relativas ao seu exercício, o tratamento equitativo dos acionistas, o papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades (*stakeholders*), a divulgação de informação e transparência e, finalmente, as responsabilidades do órgão de administração.

⁷ Vide art. 240º CSC.

⁸ Cfr. nota OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Reimpressão, 2017, pp. 30-33.

⁹ ABREU, J. M. Coutinho de - *Governação (...)*, ob. cit., pp. 35-39.

¹⁰ DONALD J. JOHNSTON, OECD Secretary-General, in *OCDE Principles of Corporate Governance*, 2004, in <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> (tradução nossa).

Um “*quadro de uma governação empresarial eficaz*”¹¹, que se pretender garantir com as políticas de *Corporate Governance*, passa pela promoção de mercados transparentes e eficientes, pela distribuição coerente das responsabilidades inerentes às funções a que se encontra adstrito cada órgão, com vista ao interesse público nas sociedades.

Ora, evidentemente, que tal ambição tem como objetivo, motivar uma governação prática com competências que não contendam com a legislação em vigor em cada Estado.

Já, quanto aos direitos dos acionistas e respetivas funções ambiciona-se a proteção daqueles, assegurando-lhes o efetivo exercício dos ditos direitos. Veja-se que apesar de contemplados no CSC e noutros diplomas, na prática o seu exercício é muitas vezes comprometido.

Pelo que se aspira a que com as novas regras de governação os direitos básicos daqueles sejam assegurados.

Da mesma forma, pretende-se o tratamento equitativo dos acionistas, sejam eles minoritários, majoritários ou outros. Pugnando-se contra a proteção de atitudes abusivas, sejam elas proporcionadas em virtude de os acionistas deterem a maior percentagem de ações, ou disporem dos recursos existentes por si só, sem consultar os restantes, seja pelo deficitário exercício do direito de voto.

Inevitavelmente, todos estes aspetos que temos vindo a aludir encerram-se no cumprimento de determinados deveres ou princípios subjacentes, como *supra* referido, são eles a *divulgação de informação e a transparência* que se pretende atempada e precisa.

Citando DONALD J. JOHNSTON, “a divulgação não se deve circunscrever às informações ditas normais, como seja “*os resultados financeiros (...), os objetivos da empresa, (...), política de remuneração dos membros do conselhos (...)*”, mas sim “*a informação deve ser preparada e divulgada de acordo com elevados padrões de qualidade de contabilidade e de divulgação financeira e não financeira*”, com o recurso a auditorias anuais realizadas por profissionais independentes e qualificados para uma reprodução imparcial dos desenvolvimentos apurados ou não.

¹¹ Como aduz DONALD J. JOHNSTON, ob. cit.

Finalmente, no quadro das *responsabilidades dos órgãos sociais* propõe-se “o controlo efetivo da gestão pelo conselho de administração, e a responsabilidade do conselho de administração perante a empresa e os acionistas”¹².

2.2. Sistema de *Corporate Governance* português

O projeto *Corporate Governance*, apelidemo-lo assim, teve acolhimento em Portugal, e foram várias as formas de penetração no Direito Português, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO enuncia-as.

Vejamos: “através de *práticos de Direito, com especial capacidade na área das relações internacionais; mercê dos estudiosos que exercem funções no âmbito da CMVM; por via dos especialistas em técnicas de gestão; hoje: de “governo das sociedades”; pela pressão do Direito europeu; pelo ensino universitário; e mediante reformas legislativas”*.

Abordá-las-emos *infra*, em contextos concretos¹³.

3. *Debt Governance* - o terceiro poder

Alinhando-nos na necessária proteção de que padecem os acionistas na esfera da governação societária, tanto quanto à relação entre estes, como quanto à relação destes com os titulares dos órgãos sociais, conceberam-se mecanismos de reação.

Atente-se que tais se evidenciaram imprescindíveis na sequência das práticas que motivaram os escândalos *supra* aludidos, persecutórios da “insuficiente clareza das políticas de remuneração, a fragilidade dos acionistas minoritários e o aperfeiçoamento dos mecanismos de fiscalização interna e de gestão de riscos insuficientes”¹⁴.

Não obstante, reincidências houve e protagonizando agora a crise de 2007 referente a Portugal, comprovado fica que “além de todos os efeitos nefastos que se conhecem – a necessidade e dependência crescentes do recurso das sociedades ao financiamento, (...) a crise induziu também uma restrição de liquidez sobre o sistema financeiro português e os

¹² Note-se que todas estas considerações e respetivas citações advêm de uma análise atenta aos textos de DONALD J. JOHNSTON, OECD, ob. cit.

¹³ Cfr. CORDEIRO, António Menezes Cordeiro - *A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades*, in RDS I (2009), 2, p. 278.

¹⁴ MATOS, Inês Serrano de - “*Debt Governance - o papel (...)*”, pp. 163-200.

modelos prudenciais de avaliação de risco têm vindo a impor limites e cautelas ao nível do endividamento das empresas portuguesas”.

Pelo que, como se extrai das palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS¹⁵, quer a crescente necessidade de mecanismos de financiamento, quer o endividamento das empresas portuguesas motivado pela diminuta autonomia financeira¹⁶, explicam a “preponderância crescente do papel e da influência dos financiadores das sociedades na atividade e no governo destas últimas”. Quanto a estes, não nos iludamos, a sua incursão na sociedade evidenciou uma exponencial dependência e subserviência face aos financiadores. Esta dependência que se perspetiva não se vê diminuída, mormente com a implementação da Diretiva e do Regulamento Europeu sobre os Requisitos de Capital¹⁷ em 2019 e, consequentemente, com as restrições por esta impostas à concessão de créditos.

Apesar da necessidade crescente de regulamentação de que carecem os mecanismos de *corporate governance*, o factual é a recondução de muitas disposições à designada *soft law*, “correspondente à autorregulação que as sociedades anónimas se propõem observar na procura do (simples) reconhecimento social e, consequentemente, afirmação no mercado”¹⁸.

Se configuráramos a relação do acionista e do administrador no palco da Sociedade Anónima (SA), alicerçamo-la na *teoria da agência*¹⁹, protagonizada por estes mesmos desequilíbrios; mas nesta lógica de proteção a que temos vindo a aludir, estes afiguraram-se no foco das discussões em torno dos princípios e boas práticas do governo, deixando-se esquecidos os restantes *stakeholders*²⁰, que somente são resgatados mais adiante, aquando a necessidade de restabelecer posições e interesses de um sistema de *corporate governance*.

¹⁵ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder*, in III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2014, pp. 360-383.

¹⁶ Note-se uma “autonomia financeira inferior a 30%”, cfr. DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, pp. 364.

¹⁷ Diretiva 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE.

¹⁸ CUNHA, Paulo Cunha - *Corporate & Public Governance (...)*, ob. cit., pp. 803-825.

¹⁹ INÊS SERRANO DE MATOS caracteriza-a como aquela que “*estuda a relação que se estabelece entre os principais (os accionistas) e os agentes (os administradores da sociedade) evidenciando o risco – ou por vezes o encorajamento – de os agentes adoptarem um comportamento oportunista com vista a adquirir vantagens para si ou para terceiros, potenciando o desequilíbrio da sociedade. Este comportamento imediatista originará os designados custos de agência*”, cfr. nota de rodapé 13, in *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 167.

²⁰ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS ressalva que “a equação estabeleceu-se crescentemente entre os direitos e as responsabilidades dos órgãos de gestão e dos accionistas, ao mesmo tempo que os direitos e as responsabilidades dos restantes *stakeholders* foram assim sendo deixados nas margens do *corporate governance*, ou mesmo para além delas” – cfr. “*Financiamento (...)*, ob. cit., p. 362.

Vislumbrando esta necessidade adivinha-se aqui um “terceiro poder”, sufragado pela importância dos financiadores (designadamente credores) em relação aos acionistas e aos órgãos de administração, que coloca novos desafios que se prendem com a reconstrução da *corporate governance*.

3.1 A ingerência dos financiadores na governação da sociedade

Em virtude de tal circunstância, e uma vez concedido financiamento a estas sociedades os financiadores envolvem-se na gestão da mesma. Evidentemente, em virtude da posição que ocupam, nas palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “os credores da sociedade, enquanto titulares de instrumentos financeiros (obrigações ou outros mais complexos) ou enquanto partes em contratos de financiamento, ainda que não dispo de privilégios legais no que respeita à obtenção de informação sobre a situação financeira da sociedade, detêm a esse respeito um poder de facto superior ao dos acionistas”²¹.

A propósito de tal circunstância, cabe aqui um aprimoramento acerca dos modos de financiamento. Como tal, e decorrente da natureza das sociedades, devido à necessidade de avultados capitais, os próprios sócios incrementam património na sociedade que advém dos lucros decorrentes do próprio exercício da atividade social (se os houver, evidentemente), porém estes mostram-se insuficientes, desencadeando-se o “desenvolvimento de políticas de autofinanciamento, ou seja, a constituição de outras reservas - as chamadas *reservas livres*”²².

Para tanto, contam-se já algumas, todavia, apenas constituindo do denominando capital próprio, contudo não sendo o único, contrapomo-lo ao capital alheio. Estes, que salvo melhor referência, são essencialmente obtidos mediante o recurso ao crédito bancário e à emissão de obrigações.

Resgatado o ponto em que ficámos, atente-se que, não obstante, são também imputados aos grandes investidores (mormente os bancos investidores), deveres como a obrigatoriedade de prestação de contas quer aos acionistas quer aos gestores, impondo-lhes

²¹ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 367.

²² Cfr. SERENS, M. Nogueira - *Notas sobre a Sociedade Anónima*, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, *Stydia Ivridica* 14, 2ª Edição, 1997, Coimbra Editora, pp. 110-111.

“não apenas operações de *due diligence*²³ dirigidas à obtenção de um vasto e profundo conhecimento da situação financeira da entidade financiada, (...), como a concessão e instituição, através de cláusulas inseridas em contratos de financiamento, de mecanismos de reação contra decisões (...) que possam comprometer a respetiva capacidade de reembolso do crédito”²⁴.

A montante, e tendo em atenção a existência de conflitos de interesses entre credores e acionistas, porquanto aos primeiros interessa a solvabilidade da sociedade mostrando-se avessos a investimentos arriscados, aos segundos importa a obtenção de lucro, uma vez que os ganhos são efetuados em função do sucesso da empresa²⁵, o que deriva igualmente da regras de *corporate governance* vocacionadas para a proteção dos interesses dos acionistas.

Perante tais diferenças, é perceptível que os credores bancários levam a cabo medidas tendentes à redução por via contratual dos custos de agência a que estão adstritos, e à tomada de decisões com vista à maximização dos lucros, mesmo que através de investimentos arriscados. Para tal, fazem uso de mecanismos contratuais, como a inclusão de *covenants*²⁶ nos contratos de financiamento, a que alude FRANCISCO PINTO DA SILVA, por forma a estes últimos garantirem a solvabilidade do seu crédito²⁷⁻²⁸.

3.2. Impacto da sua atuação

Da mesma forma que aquela incursão pela gestão societária visa a solvabilidade, ela também reflete a dependência que àqueles fica adstrita. Como tal, nesta continuidade, importa frisar que também a *debt governance* tem aqui um papel deveras importante.

Parafraseando CHARLES K. WHITEHEAD, a *debt governance* é uma peça essencial na governação societária, na medida em que pode ajudar na produtividade através do controlo dos custos da agência, fixando-os abaixo do ideal a fim de propiciar um uso

²³ Neste sentido, a título de exemplo vide “As fronteiras entre serviços de auditoria e os serviços não-auditoria. O exemplo das *due diligences*”, in OLIVEIRA, Ana Pesrestrelo de - *Manual de Governo* (...), ob. cit., pp. 352-353.

²⁴ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., pp. 366.

²⁵ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade*, in DSR, ano 6, vol. 12 (2014), pp. 231-265.

²⁶ Avançando uma noção, os *covenants*, também designados de cláusulas de salvaguarda, “configuram obrigações acessórias (à obrigação principal de restituição do capital mutuado, acrescido de juros) para a sociedade financiada, positivas ou negativas, conforme imponham ou proibam determinadas condutas”, cfr. SILVA, Francisco Pinto da - *A influência* (...), ob. cit., pp. 237.

²⁷ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência* (...), ob. cit., pp. 236.

²⁸ Ver *infra* mais considerações relativas à influência dos credores bancários na administração da sociedade.

eficaz do capital disponível, aumentando conseqüentemente os lucros e elevando o preço das ações (...), mas, similarmente, importante para os intermediários do setor financeiro tradicional, como os bancos, que dependem de dívidas (incluindo depósitos) para obter capital. Ao passo que os credores tradicionais - como os credores depositantes - são incapazes de monopolizar a qualidade de crédito de um intermediário financeiro²⁹.

É, pois, notória a influência exercida pelos credores financiadores quer ao nível da *corporate governance*, na medida em que contendem com o modo como é dirigida e controlada; quer ao nível da *debt governance*, enquanto gestão da própria dívida.

A pressão que estes exercem junto da sociedade financiada sente-se na imposição de condições para o efetivo financiamento, tais como a delimitação de metas a alcançar, alterações concretas a efetivar por forma a virem, estes últimos, a encontrar-se em situação propícia ao financiamento.

Todavia, estando em causa credores financiadores, afigura-se distinta a subjugação, tal que se encontra ultimada na fase que precede o efetivo financiamento; nas palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “(...) o investidor, servindo-se da sua posição de supremacia de facto, impõe à sociedade a adoção de comportamentos ou alterações ao nível da gestão, dos negócios ou mesmo do governo da sociedade (...), através de mecanismos contratuais de proteção do financiado e, indiretamente, da satisfação do crédito a ser concedido mediante a subscrição de títulos de dívida”³⁰, porquanto estes não são acompanhados, comumente, por acordos que mitiguem a eventual insuficiência de prerrogativas além das que decorrem do crédito.

Comparativamente à pressão aposta pelos bancos financiadores, esta é notoriamente inferior, evidencia alguma fragilidade, posto que “ (...), o normal reembolso e pagamento de juros associados ao crédito ficarão dependentes das vicissitudes da sociedade financiada (...), que estes credores não estão em condições de controlar ou influenciar e sobre as quais, na grande maioria dos casos, não possuem sequer informação adequada ou suficiente”. Requer-se, portanto, uma reflexão quanto às políticas de *corporate governance*, por forma a atenuar a aludida desproporção com vista à ansiada proteção.

Sendo certo que esta posição que a aproveita, dignamente privilegiada, se afigura superior às demais relações, e evidentemente, dada a implementação das aferidas cláusulas

²⁹ WHITEHEAD, Charles K. - *Creditors and Debt Governance*, Cornell Law Scholl (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1760488) (Tradução nossa)

³⁰ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., pp. 370.

que lhes atribui sobrejo poder quer nas decisões consignadas à administração, quer à governação propriamente dita da sociedade³¹.

3.3 Mecanismos de influência na sociedade (ativismo societário)

Pese embora tudo o que foi dito, outras realidades há. Atente-se, neste contexto, ao financiamento exercido através de garantias, mormente, de cláusulas apostas em contratos de financiamento bancário, já por nós consideradas.

Pressuposta a já aludida dependência relativa à relação dos intervenientes ao contrato de financiamento, importa enfatizar a posição privilegiada que a instituição financiadora goza, podendo imprimir à relação de crédito as mais variadas imposições, desde as já referidas alterações à gestão da sociedade, como à inclusão de cláusulas contratuais.

Tal como expressa GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “tais cláusulas destinam-se a ser acionadas quando se verificarem certos pressupostos ou circunstâncias ou quando sejam tomadas certas decisões por parte da assembleia geral ou da administração da sociedade que alterem os pressupostos do financiamento, posicionando neste caso os credores num elevado nível de poder sobre a gestão, o governo e por vezes o destino da sociedade”³².

No mesmo sentido segue FRANCISCO PINTO DA SILVA, fazendo nota de que a inclusão de *covenants* no contrato de financiamento por parte dos *supra* aludidos bancos financiadores, conferirá um controlo efetivo dos mesmos sobre a administração, dado que “Estas cláusulas são sempre acompanhadas pela estipulação de que o seu incumprimento é causa de exigibilidade antecipada de todo o empréstimo”³³, podendo traduzir-se num prejuízo tal que propicie uma situação de insolvência.

Ora, tal circunstância é surge da inversão de posições assumidas por ambas, dependendo, claro está, do que têm por base. Neste contexto, são conferidos aos credores institucionais vastos poderes. A título de exemplo, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS exorta cláusulas diversas, como a “(...) depreciação de ativos dados em garantia do cumprimento de dívida, reversão de negócios, alterações nas políticas ou decisões de investimento ou

³¹ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit. pp. 363; MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., pp. 171-178.

³² DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., pp. 372.

³³ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência (...)*, ob. cit., pp. 237.

desinvestimento previamente acordados (...)”³⁴ das quais, conseqüentemente, derivam incentivos para os financiadores.

A par desta, e intimamente relacionada com a permeabilidade de desfechos perversos, está o desencadeamento prematuro de processos de insolvência, a que alude a referida autora.

A este respeito, e questionando-nos a razão pela qual a mesma é motivada, reaparecem os interesses dos credores em ver o seu crédito satisfeito, tendo em vista a alienação de ativos decorrente da liquidação do património da mesma³⁵, emerge desta forma a necessidade em apurar responsabilidades na presença de tais comportamentos.

3.4. Tipicidade das cláusulas inseridas em contratos de financiamento

A verdade é que estas cláusulas de salvaguarda (*covenants*) mais do que constrangerem a um pagamento imediato e antecipado do crédito, impõem constrangimentos adicionais³⁶, em virtude do reforço da tutela dos financiadores institucionais, uma vez que os tradicionais meios de conservação patrimonial são insatisfatórios por olvidarem às mutações do mercado. A este respeito, JOANA PEREIRA DIAS afirma que “A segurança precisa de ser efetiva, carece de eficácia, não se coaduna já com os tradicionais meios de conservação que implicam o recurso aos tribunais e a verificação e prova de requisitos apertados (da lei) que tanto dificultam, e, por vezes, tornam mesmo inoperante uma tutela eficaz do património do devedor como garantia geral”³⁷, pelo que estas surgem para solucionar os problemas que assim subiam, reforçando a tutela destes através da acudida ingerência.

Importa pois, no ponto em que nos inserimos, a análise de alguns *covenants*. Atente-se que as configurações das cláusulas impressas em contratos de financiamento são as mais

³⁴ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit. p. 372.

³⁵ Da mesma forma “A crise financeira de 2007 veio também colocar em destaque até certo ponto os *hedge funds* e, em especial as entidades que os gerem, são vulneráveis aos riscos do mercado. Essa vulnerabilidade pode ter efeitos graves não apenas nos respetivos investidores, mas também nos credores e outros intervenientes que se relacionam com estes veículos de investimento. A atual crise evidenciou, da pior maneira, que o colapso de um agente económico, nomeadamente aqueles que detêm um peso significativo no funcionamento do sistema (como é o caso de alguns *hedge funds*), pode afectar toda a estabilidade e integridade dos mercados financeiros”, cfr. BESSA, Tiago - *Crise* (...), ob. cit., p. 852.

³⁶ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência* (...), ob. cit., p. 238.

³⁷ DIAS, Joana Forte Pereira - *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 Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles, vol. IV, Coimbra, Almedina, 2003, p. 888.

variadas. Não obstante, num contexto mais lato, podem contemplar-se *covenants de informação*, nos quais a sociedade financiada se obriga a fornecer ao financiador informação contabilística permanente da sociedade; já se optar por *covenants financeiros*, pretende-se primordialmente assegurar a solvabilidade do devedor, pelo que se impõe o respeito por determinados índices financeiros, condicionantes da gestão societária; mas, mais relevantes se mostram os *covenants prescritivos*³⁸, na medida em que impõem ao devedor determinadas condutas positivas ou negativas, conforme, respetivamente, se estabeleçam ou proíbam comportamentos, as mais comuns dentro destas são as cláusulas *pari passo*, as *negative pledge* e as *cross default*.

Associadas que estão nas cláusulas de garantia devido à sua natureza, as cláusulas *pari passo* caracterizam-se por assegurar que o crédito se encontre em pé de igualdade com os demais credores comuns, já as cláusulas *negative pledge* impedem a constituição de garantias a favor de outros credores/terceiros, ao passo que as cláusulas *cross default* concedem ao credor a possibilidade de exigir o pagamento antecipado do crédito³⁹, aquando da violação de obrigações por parte da sociedade financiada⁴⁰.

Esclarecidos que nos encontramos, importa aferir as que neste contexto assumam importância em cada situação concreta. Ora, de tudo o que foi dito, não nos parece inócua, mas categoricamente premeditada a ingerência do credor-financiador na gestão da sociedade. Pelo que, e fazendo uso das palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, e salvo melhor classificação, surge o “terceiro poder”⁴¹ nas vestes do credor ativista “em resultado das amplas possibilidades de influência que os contratos de crédito oferecem ao credor, seja em termos formais (v.g., *covenants*) ou meramente fáticos, obrigam à construção de um sistema de “*corporate governance* externa” e à identificação de mecanismos de

³⁸ Cfr. SÁ, Mafalda de - *Cláusulas de salvaguarda em contratos de financiamento: ingerência irrestrita do banco-credor na gestão da sociedade-devedora?*, in DSR, ano 8, vol. 17 (2017). pp. 179-182; SILVA, Francisco Pinto da - *A influência (...)*, ob. cit., pp. 236-243 e DIAS, Joana Forte Pereira - *Contributo (...)*, ob. cit., pp. 879-1029.

³⁹ A exigibilidade de pagamento antecipado de vencimento que aqui se afere, consubstancia uma quase que uma ameaça tendo em conta a eventual situação de insolvente que lhe poderá ser imputada aquando a referida exigibilidade. Este alerta surge não só por esse evento, como também pelo “efeito dominó” que, sendo caso disso, pode desencadear, cfr. SILVA, Francisco Pinto da - *A influência (...)*, ob. cit., p. 237.

⁴⁰ DIAS, Joana Forte Pereira - *Contributo (...)*, ob. cit., pp. 906-907.

⁴¹ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 360.

limitação da atuação e responsabilização dos credores controladores”⁴² tal com reflete ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, e que será alvo de análise mais adiante.

3.5. Interesses em causa

Ao longo do que vem sendo esta exposição, já antes se aludiu à tão aclamada teoria da agência, a mesma congrega a sua existência na necessidade de tutelar dos interesses dos obrigacionistas, segundo a mesma “ (...) os credores estão em conflito de interesses com os sócios, em favor dos quais a administração atuará, dando a origem aos custos de agência da dívida”⁴³, em virtude da qual, surge como que uma (muito bem dita) “antecipação”⁴⁴ de resposta por parte dos credores-financiadores; o que por outras palavras, concretamente as de MAFALDA DE SÁ, “(...) atribuindo um preço à dívida em conformidade com este conflito, repercutindo-se os custos de agência nos sócios, os quais, por seu turno, terão interesse em diminuí-los através da aceitação de *covenants*, enquanto constrangimentos voluntários à atuação da administração”⁴⁵.

Posto isto, é possível deslindar algumas perspetivas quanto à legitimidade de tais cláusulas; do que discorre dos textos de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a autora toma como certo o abandono da “tradicional distinção entre proprietários e não-proprietários”, afirma inclusivamente, “(...) deixando de ser possível afirmar que os primeiros têm o controlo sobre a sociedade, ao contrário dos segundos (cada vez menos são “financiadores silenciosos” e passivos)”⁴⁶, convergindo assim interesses.

Outros autores, entendem-nos mais impactantes: GABRIELA FIGUEIREDO DIAS entende-as desproporcionais tendo em conta o risco que delas emerge, e desprovidas de “(...) instrumentos de *governance* adequados para a mitigação dos conflitos de interesses que este tipo de instrumento pode provocar”⁴⁷, mas também perceciona prerrogativas na medida em

⁴² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?*, In: *Revista Direito das Sociedades, a.1, v.1 (Março 2009)*, Almedina, p. 95

⁴³ Cfr. JENSEN e MECKLING, *Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, pp. 5, e também disponível em www.ssrn.com; COELHO, Diogo - *Financiamento societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores - Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?*, in *RDS*, Ano VII (2015), 3/4, pp. 796-804; MAFALDA DE SÁ, “*Cláusulas de salvaguarda ...*”, pp. 182-186.

⁴⁴ Expressão usada por SÁ, Mafalda de - *Cláusulas de salvaguarda (...)*, ob. cit., p. 182.

⁴⁵ SÁ, Mafalda de - *Cláusulas de salvaguarda (...)*, ob. cit. pp. 182; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., pp. 104-105.

⁴⁶ Cfr. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 96.

⁴⁷ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 377.

que a intervenção na gestão societária seja benéfica para todos em geral, nomeadamente, a mesma indica que “(...) pode funcionar como um mecanismo de mitigação dos incentivos da administração para a assunção de riscos excessivos, ter um impacto positivo sobre a política de investimentos da sociedade financiada e estabelecer limitações importantes à discricionariedade da gestão por parte da administração”⁴⁸.

Não obstante, permanece constante a necessidade de repensar as políticas de governação societária⁴⁹.

Quanto a mim, face ao exposto, parece evidente que a legitimidade em apor aos contratos de financiamento tais cláusulas é precisamente a circunstância de o credor retorquir o prejuízo proporcionado pelos custos de agência, impelindo a diminuição destes que ficam a cargo dos sócios (ou seja, há o reforço da segurança na concessão do financiamento do crédito) e, por outro lado, impondo o financiamento (em termos latos) de capitais aos seus congéneres, que de pouco mais privilegiam.

3.6. Admissibilidade das cláusulas apostas ao contrato de financiamento - breve alusão

Da leitura imediata da epígrafe atribuída denota-se uma clara indicação de que o texto que se segue, refletirá a licitude ou não das cláusulas que têm sido aqui objeto de análise.

De modo imediato, respondo prontamente que não é esse o entendimento da doutrina; porém, importa perceber que não há uma aceitação cabal e ilimitada da ingerência levada a cabo por parte do credor-financiador.

Aliás, como elucidamente propugna JOANA PEREIRA DIAS, “(...) a conceção que preside à autonomia da vontade das partes baseia-se numa ideia de autorregulação de interesses que tem, por sua vez, na sua origem a conceção de que as partes, pela sua experiência direta que têm na prática negocial, das exigências e problemas que aí se colocam, estão em melhores condições do que o legislador para regular estes interesses, ao

⁴⁸ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 378.

⁴⁹ COUTINHO DE ABREU, neste contexto, não deixa dúvidas: “*Certo é que os bancos condicionam e influenciam consideravelmente a governação das sociedades devedoras. E, vendo, ouvindo e lendo, não ignoramos que os (grandes) bancos têm sido o ator principal da desgovernação global ...*”, ABREU, J. M. Coutinho de - *Convergências e divergências internacionais no direito das PME societárias*, pp. 5-6, in Congresso Internacional “As Pequenas e Médias Empresas e o Direito”, Coimbra, 2016, sob coordenação do próprio.

estipularem e darem-se “normas” mais adequadas a regularem os seus interesses e a proporcionarem os fins que visam alcançar, tratando-se, em última instância, de uma questão de maior flexibilidade e eficácia da tutela convencional”⁵⁰. Sucede, todavia, que este princípio não é absoluto⁵¹.

Uma vez que não se pretende, nesta sede, o escrutínio dos órgãos societários, mais concretamente o modo de divisão de competências de gestão entre órgãos, os poderes outorgados à administração e princípios imputados, olvidam uma análise minuciosa. Parafraseando MAFALDA DE SÁ denotamos que apesar de a conduta de ingerência na gestão da sociedade possivelmente contender com o “princípio da independência externa da sociedade” e com o “princípio da indelegabilidade de funções de administração a sujeitos extra-orgânicos”, impõe-se a análise da admissibilidade de inclusão de tais cláusulas, porquanto da importância de financiamento societário de uns e do interesse de outros “(...) deverá assentar num mesmo princípio orientador: a *influência externa* do credor no exercício de poderes de administração da sociedade-devedora só será admitida na medida em que seja *necessária e executada tendo em vista a salvaguarda do seu crédito*”⁵², por outras palavras, “a inexistência de preceitos que regulem a figura do credor controlador⁵³ e a responsabilidade decorrente da sua atuação não poderá justificar, *tout court*, a inadmissibilidade das cláusulas”⁵⁴, devendo ser analisadas caso a caso à luz dos princípios já mencionados, bem como, relativamente à inclusão de matérias que aparentemente eram de competência exclusiva da assembleia geral e passam a pertencer também à gestão por parte do credor-financiador, se deve ter como permitida face à vinculação efetivada.

4. *Credit Default Swaps* (CDS)

⁵⁰ DIAS, Joana Forte Pereira - *Contributo* (...), ob. cit., p. 893, sendo que a autora faz nota de que o mesmo está conforme SCHLESINGER, Piero - *Autonomia Privata e Tutela del Credito*, in *Confini Attuali Dell'Autonomia Privata*, a cura di Andrea Belverde e Carlo Granelli, Milano, CEDAM, 2001, pp. 111-124, especialmente pp. 113 e ss.

⁵¹ A este respeito *vide* SILVA, Calvão da - *Cumprimento e Sanção Pecuniária Compulsória*, 4ª Ed., Coimbra, Almedina, 2002, p. 37: nas palavras do autor “O contrato enquanto expressão de liberdade e criatividade não é posto em causa; só o é enquanto instrumento de opressão, justamente para fazer dele meio de libertação”, p. 47, pelo que explicita a evidencia de pontos limítrofes envoltos do princípio da autonomia privada.

⁵² SÁ, Mafalda de - *Cláusulas* (...), ob. cit., p. 204.

⁵³ Como exemplarmente sucede com a regulação da figura do sócio controlador, previsto no art. 83º/4 CSC.

⁵⁴ MATOS, Inês Serrano de - *Debt governance - O papel* (...), ob. cit., p. 177.

4.1. Enquadramento

Antes de passar a uma concreta dissecação deste capítulo, enquadremos o mesmo, socorrendo-nos para tal da tão elucidada sistematização de COUTINHO DE ABREU: “A crise, parece-me, põe a descoberto deficiências não tanto no plano (interno) da *corporate governance*, mais no plano externo (às sociedades) jurídico-público da regulação e da supervisão. As falhas maiores estiveram não no *como* da organização societária (estrutura e funcionamento dos órgãos de administração e de fiscalização) mas no *que* às sociedades foi permitido fazer (por falta de regulação e/ou supervisão)”⁵⁵.

Ora, este é exatamente o nosso ponto de situação, vimos atrás a sugestiva introdução de *covenants* nos contratos de financiamento societário, enquanto mecanismos persecutórios de ingerência no modo de gestão da sociedade financiada por forma a garantir o crédito investido; porém mostraram-se insuficientes para o espectro de vantagens ambicionadas.

Ora, quer isto dizer que, a par destes mecanismos temos outros, mormente os *credit default swaps*⁵⁶⁻⁵⁷ (doravante apenas CDS), consubstanciadores de um apetrechado conjunto de prerrogativas consonantes à cobertura do risco decorrente dos contratos de financiamento.

Mais concretamente, os *CDS*, negociados *over the counter*⁵⁸, são “contratos através dos quais uma das partes (vendedor de proteção) se obriga perante a outra parte (comprador de proteção) a efetuar o pagamento de um montante pecuniário predeterminado ou predeterminável em caso de ocorrência de um evento futuro e incerto associado à posição

⁵⁵ Cfr. notas prévias à 2.ª edição de ABREU, J. M. Coutinho de - *Governança (...)*, ob. cit., p. 2.

⁵⁶ Vide SILVA, Paulo Pereira da /REBELO, Paulo Tomaz/AFONSO, Cristina/BENTO, Ana Teresa - *Dependência extrema entre o preço das ações do setor bancário e dos mercados de CDS - Evidência usando cópulas e inferência baseada em simulação*, in: *CadMVM*, n.º 45, Agosto de 2013, (52-75), conforme indica MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 184, para uma análise de mercado das CDS (nota 71).

⁵⁷ “Os swaps são o mais importante instrumento financeiro derivado tradicionalmente negociado fora de mercado (Over The Counter ou OTC na terminologia anglo-saxónica), ou seja, fora do âmbito de uma qualquer forma organizada de negociação.”, cfr. GONZALEZ, Pedro Boullosa - *Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica* - Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 44, Abril de 2013, pp.12, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo1Cadernos44.pdf>.

⁵⁸ Expressão aproveitada por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, utilizadora da presente denominação para evidenciar as possibilidades de negociação dos derivados de crédito. A autora denota que os mesmos podem efetuar-se *over de counter* ou no mercado organizado (*exchange-listed derivatives*), “no primeiro caso, os contratos têm estrutura bilateral e são objeto de negociação individual; no segundo, são padronizados elaborados com recurso a cláusulas contratuais gerais fornecidas pela entidade gestora; existe uma contraparte central que assegura o encontro entre a oferta e a procura”. O mercado *over de counter* (OTC), ou, também apelidado de, mercado de balcão, é um “mercado financeiro descentralizado em que os participantes negociam numa base bilateral, com ou sem intervenção de intermediário financeiro”, cfr. Autora em - *Manual de Corporate (...)*, ob. cit., p. 183 e 357.

creditícia do devedor durante o prazo contratualmente definido (evento de crédito), contra o pagamento de uma contrapartida pecuniária única ou periódica (prémio)”⁵⁹.

Enquadrados na categoria dos derivados de crédito⁶⁰⁻⁶¹⁻⁶², conforme prevê o art. 2º, n.º 1, alínea c) do Código dos Valores Mobiliários (CVM), “são contratos através dos quais uma das partes - a compradora de proteção - transfere para a outra parte - a vendedora de proteção - um certo risco de crédito”⁶³.

Destarte, da assunção de risco⁶⁴ por parte da “vendedora de proteção”, evidenciam-se contrapartidas decorrentes, como naturalmente se depreenderá, nomeadamente o pagamento de uma quantia a cargo da correspondente (da “compradora de proteção”).

⁵⁹ Noção apresentada por ANTUNES, José Engrácia - *Instrumentos Financeiros*, 4.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2020, p. 166, igualmente apresentada, a título de citação, por MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 184.

⁶⁰ Considerados por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES como “(...) os derivados creditícios fundamentalmente contratos atípicos, insusceptíveis de se reconduzir a algum dos tipos negociais com os quais guardam afinidades, tais como o contrato de seguro (...)” E esclarece ainda que “Os Derivados de Crédito podem ser agrupados em duas categorias: os derivados de crédito simples, que visam exclusivamente transferir o risco de crédito relativo ao ativo subjacente, originando pagamentos cuja existência e montante são aferidos pelo evento de crédito, e os Derivados de Crédito sintéticos, que permitem transferir simultaneamente o risco de mercado, originando fluxos de pagamento que dependem, não apenas do evento de crédito, mas também da evolução do valor da obrigação subjacente.”, cfr. ANTUNES, José A. Engrácia - *Os Instrumentos (...)*, ob. cit..

⁶¹ Tal como evidencia PEDRO BOULLOSA GONZALEZ, “Os swaps podem assumir diversas tipos, consoante a natureza do seu objeto: taxas de juro (*interest rate swaps*); unidades monetárias (*currency swaps*), taxas de câmbio (*exchange rate swaps*), incumprimento ou outros eventos relacionados com a concessão de crédito (*credit default swaps*), *equitt swaps*, entre outros. São três razões essenciais que, de um ponto de vista de racionalidade económica, levam à utilização de contratos de *swaps*: cobertura/redução de risco (“*hedging*”), especulação e redução dos custos de financiamento”, em que remata tal afirmação com a constatação de que “Não obstante os riscos naturalmente envolvidos, os *swaps* podem servir como instrumento importante para ajustar os meios de financiamento disponíveis àquilo que são as necessidades específicas de cada entidade financiada.”, cfr. GONZALEZ, Pedro Boullosa - *Interest (...)*, ob. cit., p. 13.

⁶² Tal como evidencia PEDRO BOULLOSA GONZALEZ, “Os swaps podem assumir diversas tipos, consoante a natureza do seu objeto: taxas de juro (*interest rate swaps*); unidades monetárias (*currency swaps*), taxas de câmbio (*exchange rate swaps*), incumprimento ou outros eventos relacionados com a concessão de crédito (*credit default swaps*), *equitt swaps*, entre outros. São três razões essenciais que, de um ponto de vista de racionalidade económica, levam à utilização de contratos de *swaps*: cobertura/redução de risco (“*hedging*”), especulação e redução dos custos de financiamento”, em que remata tal afirmação com a constatação de que “Não obstante os riscos naturalmente envolvidos, os *swaps* podem servir como instrumento importante para ajustar os meios de financiamento disponíveis àquilo que são as necessidades específicas de cada entidade financiada.”, cfr. GONZALEZ, Pedro Boullosa - *Interest (...)*, ob. cit., p. 13.

⁶³ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 184.

⁶⁴ O risco de crédito deriva essencialmente da circunstância da sua cobertura “(...) que permite às empresas, em particular, salvaguardar-se das consequências adversas das oscilações desfavoráveis das taxas de juro e de câmbio, (...)”, tal como espelha ANTUNES, José Engrácia - *Os Derivados*, ob. cit. p. 118, ou mais sucintamente conclui INÊS SERRANO DE MATOS, “O risco de crédito consubstancia-se na possibilidade de deterioramento da qualidade creditícia do devedor.”, cfr. MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., pp. 184, (nota 72); porém, e de modo mais conciso e simplista, realço a visão de SOFIA LEITE BORGES/ SOFIA TORRES MAGALHÃES “o risco de crédito integra no seu âmbito duas componentes de risco: (i) o risco de a situação do devedor se alterar para pior, por exemplo, a possibilidade do devedor cair em incumprimento e não pagar a dívida no prazo (risco do devedor) e (ii) o risco de o mercado evoluir desfavoravelmente e a qualidade do crédito se deteriorar e este perder parte ou a totalidade do seu valor

A viabilidade de tais instrumentos coaduna-se com dificuldade com que se deparavam as empresas enquanto carecidas de mitigar o risco de exposição creditícia próprio das relações económicas, na sua ausência apenas dispunham dos meios tradicionais (complexos e onerosos: cessão de créditos, novação, sub-rogação) ou progressistas (“que implicam a transferência dos próprios ativos subjacentes”⁶⁵), ao passo que os derivados de créditos permitem separar o risco de crédito do respetivo ativo subjacente (uma obrigação ou um empréstimo) e negociá-lo em troca de uma contrapartida, traduzindo-se em vantagens quer para o comprador de proteção (designadamente, a redução do nível dos riscos associados e a libertação de capitais próprios, o aumento ou manutenção de clientela, e a gestão e externalização parcial do seu risco sem transferência dos ativos subjacentes⁶⁶), quer para o vendedor de proteção (“(...)para quem o risco de crédito se torna assim num bem fungível suscetível de “trading”, para objetivos de arbitragem e especulação, além da otimização decorrente de se tratar de transações não contabilizadas no balanço (“off-balance-sheet”)⁶⁷”⁶⁷.

Esta circunstância é igualmente corroborada por SOFIA LEITE BORGES e SOFIA TORRES MAGALHÃES. As autoras evidenciam o êxito deste mecanismo precisamente na mesma medida que o autor *supra* referenciado; acrescentam, todavia, que esta autonomização do risco de crédito tem pressuposta a permissão de aos intervenientes no mercado: “(i) repelirem esse risco, (ii) procederem à sua transferência e/ou (iii) provirem a sua cobertura”⁶⁸.

(risco de mercado)”, *cf.* BORGES, Sofia Leite/MAGALHÃES, Sofia Torres - *Derivados De Crédito - Algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito*, in CADMVM, Vol. 15 (2002), N.º 1, pp. 117, disponível em <https://blook.pt/publications/publication/c61dfcd8f02c/>.

⁶⁵ ANTUNES, José A. Engrácia - *Os Derivados (...)*, ob. cit., p. 122.

⁶⁶ Evidencio a título de exemplo estas prerrogativas, tal como decorre dos textos de ANTUNES, José A. Engrácia - *Os Derivados (...)*, ob. cit. e MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 185.

⁶⁷ Citando ANTUNES, José A. Engrácia - *Os Derivados (...)*, ob. cit., p. 123.

⁶⁸ *Cfr.* BORGES, Sofia Leite/MAGALHÃES, Sofia Torres - *Derivados (...)*, ob. cit., p. 117.

Evidentemente que, caso o evento de crédito ou condição⁶⁹ se ocorra haverá lugar ao pagamento da *supra* aludida soma pecuniária “(...) calculada por referência a tal evento nos termos contratualmente acordados, podendo dar lugar à entrega do ativo subjacente”⁷⁰⁻⁷¹.

Como principais intervenientes no mercado de CDS ressaltam os bancos, “quer como compradores quer como vendedores de protecção⁷²”. Como salienta a autora: “Apesar da diversificação os novos participantes continuam a consistir, essencialmente, em investidores institucionais com uma maior predominância para as companhias de seguros, que aparecerem, cada vez mais, como vendedoras de protecção e para os fundos de investimento que intervêm principalmente como compradores de protecção”⁷³⁻⁷⁴.

Embora, de forma esquemática, prontamente venhamos dando conta das funções que a este instituto incumbem, vamos apelidá-lo, por ora, assim: debatida, já, se encontra a função de cobertura de risco, em que a sua análise requereu maiores considerações nas notas inseridas; a par desta, temos a especulação⁷⁵, enquanto modo persecutório de alavancagem

⁶⁹ Como já foi possível aferir, “a liquidação da operação fica sujeita à verificação de uma condição”, denominado evento de crédito. Este traduzir-se-á, via de regra, na ocorrência de factos que consubstanciem o incumprimento das obrigações assumidas, seja uma eventual situação de insolvência, uma reestruturação de passivo, até uma liquidação, mas que de forma notória evidencie a incapacidade de cumprir as obrigações adstritas, cfr. decore dos textos de BORGES, Sofia Leite/MAGALHÃES, Sofia Torres - *Derivados* (...), ob. cit., pp. 117-118.

⁷⁰ ANTUNES, José Engrácia - *Instrumentos* (...), ob. cit., pp. 169 e 170

⁷¹ A este respeito, deprender-se-á que “o montante da comissão varia em função da percepção do risco de incumprimento por parte da empresa”, e que correlativamente os “fornecedores de protecção como a Empresa devem demonstrar aos compradores de protecção que podem fornecer a protecção que prometem”, cfr. YADAV, YESHA - *The Case for a Market in Debt Governance*, *Vanderbilt Law Review* 771, 2014, <http://ssrn.com/abstract=2225524>, pp. 791-792, e nesta linha, remata SOFIA LEITE BORGES/SOFIA TORRES MAGALHÃES “O que caracteriza cada classe de risco é a frequência esperada de incumprimento nessa classe”, cfr. autoras referenciadas, in *Derivados* (...), ob. cit., p. 119.

⁷² BORGES, Sofia Leite/MAGALHÃES, Sofia Torres - *Derivados* (...), ob. cit., p. 119.

⁷³ BORGES, Sofia Leite/MAGALHÃES, Sofia Torres - *Derivados* (...), ob. cit., p. 119.

⁷⁴ Como argumentos a favor “da utilização destes instrumentos é o facto de proporcionarem liquidez adicional ao mercado de obrigações, promoverem a partilha de risco entre participantes do mercado e permitirem a criação de *portfolios* de obrigações sintéticas”, cfr. Vide PAULO PEREIRA DA SILVA/REBELO, Paulo Tomaz/AFONSO, Cristina/BENTO, Ana Teresa - *Dependência* (...), p. 54, e para tal os autores fazem uso de um argumento enunciado por ALAN GREENSPEAN, e explicam, em conformidade, que “estes novos instrumentos financeiros permitiram que as instituições financeiras mais sofisticadas reduzissem o seu risco de crédito, transferindo-o para participantes menos alavancados. Contudo, se por um lado estes instrumentos financeiros podem reduzir a exposição dos bancos ao risco de incumprimento (por exemplo, através de *mortgage backed securities*), por outro podem alavancar a exposição dos investidores a novos riscos”, encerram.

⁷⁵ No que à especulação concerne, despontam diferenciadas opiniões. Como se extrai dos textos de ERIK GERDING, é percecionada desde logo, a distinção base entre derivados puros de crédito (“*pure bet credit*”) e cobertura de risco (“*hedging credit*”), na medida em que os primeiros podem ser protegidos pelos segundos, ou seja, o vendedor de protecção pode cobrir o risco de pagamento, ocasionado pelo contrato, adquirindo um segundo derivado de crédito de um terceiro vendedor de protecção, tornando-se assim um comprador de protecção. O autor reflete que tais contratos especulativos têm consequências negativas conceber risco desnecessário para a contraparte, ou pelo menos para uma delas, concretizado pelo risco de incumprimento

ou fomento das empresas à adoção destes mecanismos⁷⁶, acresce igualmente, o fornecimento de informações que⁷⁷ “indicam a percepção do risco colocado por um ativo subjacente”⁷⁸⁻⁷⁹ e, finalmente, INÊS SERRANO DE MATOS, inscreve, uma última, denominando-a de arbitragista⁸⁰, pela exploração de ineficiências concertadas.

Importa estabelecer, aqui, uma ponte, de modo a que se perceciono claramente o que se tem por objeto na dissertação que se adivinha, refiro-me concretamente à figura que, pelo menos, a cativou; como tal, para uma cabal percepção impera questionar qual o impacto das relações estabelecidas até ao momento.

que decorre das suas obrigações. Entende que esta condição pode resultar do vendedor da proteção calcular erroneamente a sua responsabilidade contratual, mormente a probabilidade de ocorrência de um evento de crédito, e consequentemente calcular mal o prémio do contrato. Sendo que tal circunstância pode ocasionar perdas significativas para o comprador de proteção. Exorta, aliás, que o comprador de proteção, quando preocupado com o risco da contraparte, pode fazer uso dos derivados de crédito (“*hedging credit*”) para cobrir esse risco. Cfr GERDING, Erik F. - *Credit Derivatives, Leverage, and Financial Regulation’s Missing Macroeconomic Dimension*, in *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 8, 2012, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2001166, pp. 110-112. (tradução nossa)

Outros autores, porém, criticam tais “*pure bet*” na medida em que não se evidencia qualquer interesse segurável, argumento que deriva da leitura de LYNN A. STOUT, “Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivates”, in: *48 DUKE L. J. 701*, 1999, disponível em <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1048&context=dlj>. Tais considerações derivaram na análise de MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., pp. 185-186, in nota de rodapé 80.

⁷⁶ Como explicita, em modo de alerta, ERIK F. GERDING, o dano financeiro, concretizado na inadimplência por parte do comprador de proteção, pode aumentar em função da especulação que se pratica. Descreve, inclusivamente, que este fomento pode derivar quer pelo empréstimo externo, nomeadamente através de acordos de empréstimo, aceirando-se depósitos de clientes (quando sejam bancos) ou empréstimos decorrentes de outros instrumentos financeiros que não este. Ora, tal evento tem proporcionado um aumento drástico dos empréstimos a curto prazo nos últimos anos, o que se traduz inevitavelmente no acréscimo do endividamento em geral. Porém, o autor, não se fica por aqui, aludindo a um segundo modo de alavancagem, concretamente, através da ausência de comprometimento dos fundos de modo antecipado, e apenas à *posteriori*, podendo assim liberar o capital, que de outra forma era comprometido, para o aplicar noutra lugar, como na subscrição de derivados de crédito adicionais. Tais considerações derivam de uma leitura concreta dos textos de GERDING, Erik F. - *Credit (...)*, ob. cit., pp. 112-114.

⁷⁷ YESHA YADAV, refere quando a este que a “percepção do risco reflete-se no preço a que os compradores de proteção são capazes de comprar o *swap*, com preços mais elevados (ou *spreads*) indicando que a transação implica riscos para o vendedor de proteção”, entende inclusive que os *spreads* de CDS tornaram-se, já, importantes métodos de previsão de risco de inadimplência, cfr. YADAV, Yesha - *The Case (...)*, ob. cit., pp. 795-796.

⁷⁸ Cfr. YADAV, Yesha - *The Case (...)*, ob. cit., pp. 795-796.

⁷⁹ Estas funções são concretamente apuradas por MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 185; YADAV, Yesha - *The Case (...)*, ob. cit., p. 793 e BORGES, Sofia Leite/MAGALHÃES, Sofia Torres - *Derivados (...)*, ob. cit., p. 118.

⁸⁰ Função enunciada por MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto dos Credit Default Swaps no Corporate Governance*, in Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 66, também disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CMVM-CADERNOS-n66.pdf>, p. 15; Cabe remeter nesta sede, os necessários créditos a OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Coporate (...)*, p. 186. Evidencia-a como uma das finalidades da contratação de CDS, na medida em que “explora ineficiências dos mercados que fazem com que o preço não corresponda necessariamente ao valor justo. Tal permite explorar a diversidade de preços dos mesmos instrumentos financeiros (ou similares) em diferentes mercados”.

Torna-se, pois, evidente que ter-se-á repercussões quer quanto à governação da sociedade financiada, quer quanto ao próprio governo da dívida⁸¹⁻⁸². INÊS SERRANO DE MATOS esclarece que “uma acentuada probabilidade de o credor financiador se desinteressar pela sorte da sociedade financiada precisamente por não vislumbrar incentivos para tal (...)”, circunstância decorrente da transferência do risco de incumprimento, explica a autora; e, nesta esteira, continua problematizando: “Esta atitude desinteressada e indiferente pode, perniciosamente, transformar-se num interesse negativo, ou seja, os poderes que foram conferidos ao credor financiador por via de contrato de financiamento podem ser usados no sentido de serem levadas a cabo condutas indesejáveis, designadamente a promoção do incumprimento por parte da sociedade financiada”, explica, e culmina o raciocínio evidenciado que o objetivo último se concretiza na recuperação quase imediata do seu crédito “dado estar a coberto do CDS, e por outro, o de justificar os valores gastos no pagamento dos prémios a terceiro”⁸³.

Afigura-se, deste modo, a problemática inerente à transferência de risco, por nós exortada, que conduz a fenómenos de *empty creditor*⁸⁴ ou “credor vazio”⁸⁵; sendo esta a figura que acabámos de circunscrever, enquanto “credor sem incentivos para levar a cabo uma gestão responsável da sociedade e sem qualquer compromisso no governo da dívida”⁸⁶ e que passaremos a desenvolver.

4.2. Impacto dos CDS na *Corporate Governance*

⁸¹ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 183.

⁸² Quanto ao governo da dívida propriamente dito, isto é, figurando em termos latos e numa contraposição de empresas CDS e não aderentes a CDS, mostra-se relevante a análise do impacto dos CDS, cfr. TAK-YUEN WONG/JIN YU - *Credit Default Swaps and Debt Overhang*, in 30th Australasian Finance and Banking Conference 2017, November 14, 2020, disponível em [http://econfin.massey.ac.nz/school/documents/seminarseries/manawatu/CDSDebtWongYu .pdf](http://econfin.massey.ac.nz/school/documents/seminarseries/manawatu/CDSDebtWongYu.pdf), pp. 37-38, porquanto conclui no seu estudo “a introdução de CDS poderia ser benéfica para as empresas, especialmente para as empresas de baixo risco, mas à custa de um aumento do subinvestimento no futuro”, circunstância que deriva do facto da capacidade de dívida consentir a ampliação de projetos, porém apenas quando esta seja o único meio de financiamento, como aludem os autores. (Tradução nossa) Não obstante este parênteses aludiremos mais adiante tais impactos.

⁸³ Raciocínio cfr. MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 183.

⁸⁴ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 183; DANIS, András - *Do Empty Creditors Matter? Evidence from Distressed Exchange Offers*, 5 de Outubro de 2015, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2001467> e YADAV, YESHA - *The Case (...)*, ob. cit.

⁸⁵ Assim denominado por MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 183.

⁸⁶ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 183.

“Lenders with no skin in the game may needlessly destroy enterprise value because they will be less likely to take steps that will benefit the borrowers economic health. For example, they will be less likely to exercise good debt governance, to prevent excessive risk taking, or to support needed restructurings.”⁸⁷

A expressão *supracitada* revela os problemas inerentes à transferência do risco de crédito para o terceiro vendedor de proteção, em virtude do *event of default*.

Neste seguimento, tal como salienta INÊS SERRANO DE MATOS, “a partir do momento em que o risco de crédito é transferido para um terceiro, o único receio do credor financiador passa a ser o risco da contraparte”⁸⁸. Ou seja, por outras palavras, e igualmente explicado pela autora, a transferência de risco de inadimplência para um terceiro desvela uma posição passiva daquele primeiro em relação à eventual má fortuna da sociedade, assemelhando-se a um credor vazio.

Como desvenda ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a estrutura de governação da sociedade moderna postula tradicionalmente a “separação de propriedade e do controlo introduzida por BERLE e MEANS e a de que o acionista tem a propriedade económica associada ao poder de voto”⁸⁹.

Fitamos, quase de modo imediato, o alcance de tais ideias-base, na medida em que o voto ficaria condicionado aos interesses aspirados pelo sócio, garantindo-se a tomada de decisões compatíveis com tais interesses; e da mesma maneira revestia-se de grande importância a proibição da vinculação de voto, bem como a troca deste por vantagens especiais e outras decorrências.

Evidentemente que, a mutabilidade constante do comércio⁹⁰ permite o surgimento de “*new vote buying*”, enquanto “nova modalidade de separação entre o voto e a titularidade do interesse económico”, alcançando-se por parte dos *outsiders* o direito de exercício de voto, e dos *insiders* uma aquisição de votos superior à propriedade económica.

⁸⁷ Cfr. YADAV, YESHA - *The Case (...)*, ob. cit., pp. 802-803.

⁸⁸ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 22.

⁸⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate (...)*, ob. cit., p. 189.

⁹⁰ Nomeadamente pelo “crescimento de *equity swaps* e outros derivados negociados de balcão (OTC) bem como da expansão do mercado de empréstimos de ações, o que tornou mais fácil e mais barato separar propriedade económica e poder de voto”, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate (...)*, ob. cit., p. 190.

Encontramo-nos, pois, a descreve o fenómeno de *empty voting*⁹¹⁻⁹², na “hipótese em que o titular do voto não tem interesse económico na sociedade apesar de ser formalmente titular da participação e do voto”, contraposto ao *hidden ownership*, na medida em que este último possui interesse económico; e de *empty crediting*, “situações em que os poderes de controlo e outros poderes associados aos direitos de crédito continuam a pertencer a sujeito que, na realidade, não sofre riscos de incumprimento”⁹³.

5. A figura do *Empty Creditor*

5.1. Enquadramento geral

Ora, como já foi oportunamente avançado, a figura do credor vazio está intimamente relacionada “com o seu eventual desinteresse pela sorte da sociedade financiada”.

Se ainda persistisse o risco de incumprimento do crédito, a situação seria outra, uma vez que imperaria a necessidade de controlar todo o espectro de uma boa governação em prol da sua solvabilidade, tendo em conta, claro está, o investimento levado a cabo pelo banco (pressupondo ser este o concedente do crédito)⁹⁴.

Importar recordar, nesta decorrência, que há estudos que provatórios da alteração de interesses dos financiadores aquando da contratação de CDS e conseqüente inadimplência; nos mesmos se evidencia uma atitude passiva em relação ao modo de governação, ou, as mais das vezes, uma atitude conducente a uma “prematura situação de insolvência”⁹⁵.

Muito sumariamente, avistam-se na perspectiva da figura do *empty creditor* e, naturalmente, da relação que estabelece com os CDS's, a ocorrência por parte do credor de

⁹¹ Para mais considerações, consultar TEIXEIRA, Maria Emília - *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015; e GRÁCIO, Leila - *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012.

⁹² Nas palavras de PEDRO FERNANDES NUNES e RITA CARRILHO DA CUNHA, esta figura “permite ao titular da participação social manter a titularidade do direito de voto, sem o correspondente interesse patrimonial, atendendo a que os efeitos do risco económico são transferidos para um terceiro, que passa a assumir o inerente risco”. Encontra-se, por isto, desvirtuado o disposto no artigo 384.º, n.º 1 do CSC, na medida em que esta norma determina que “a cada ação corresponde um voto”. Sendo assim concebido como “um meio de dissociação entre a titularidade do interesse económico e a titularidade do direito de voto”. Cfr. autores referidos in *Breves reflexões acerca dos problemas associados ao empty voting e análise de possíveis soluções*, in DSR, Ano 12, Vol. 24 (2020), pp. 79-80. De facto, esta figura, no que concerne aos derivados de crédito resultou no surgimento de *empty creditores*.

⁹³ Assim explica, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate (...)*, ob. cit., p. 191.

⁹⁴ Expressão inserida por INÊS SERRANO DE MATOS.

⁹⁵ ANDRÁS, Danis - *Do Empty (...)*, ob. cit.

comportamentos dissonantes daqueles que motivaram o financiamento, em virtude da transferência do risco de crédito e da gestão danosa decorrente, impulsionando, mais uma vez, uma situação de insolvência e a conseqüente e ansiada recuperação do crédito investido (através dos CDS's) e saída rápida do investimento⁹⁶⁻⁹⁷.

Neste seguimento, importará perceber qual a abrangência desta figura, os limites, formas de mitigação e possíveis reflexões aquando de uma gestão que se denomine eficiente, apesar da aparente falta de incentivos sufragados; isto de uma forma imediata, uma vez que muitas mais considerações haverá quanto a esta problemática.

5.2. Relação triangular emergente

Parece-nos conveniente a exposição de uma terceira figura nas relações de comércio que se alinham.

Por forma a proporcionar um melhor entendimento, demarque-se como intervenientes: a sociedade financiada, o credor financiador e o vendedor de proteção.

Interrogar-se-ão sobre a natureza da relação e, assim explica, INÊS SERRANO DE MATOS “A relação triangular pode resultar especialmente do receio que o credor financiador tem de que o devedor incumpra a obrigação principal que sobre si impende: o pagamento da quantia mutuada, acrescida dos juros”⁹⁸, contratando para tal um CDS (um contrato de cobertura de risco) e, nessa medida, surgindo aqui uma terceira figura (o vendedor de proteção), para quem é transferido o risco de incumprimento do crédito.

A autora explicita a real importância da incerteza que caracteriza uma situação de eventual incumprimento revela-se desproporcional à participação e controlo do credor naquela; pois veja-se, quanto a esta que a falta de acompanhamento pode resultar simultaneamente quer quando seja insuscetível “de intromissão mais aprofundada, quando isso não seja contratualmente assegurado”, quer quando “haja a previsão contratual que permita a assunção de poder relevante na vida da sociedade, mas o credor opte por não exercer tal prerrogativa, designadamente por daí resultarem elevados custos”.

⁹⁶ Cfr. YADAV, Yesha - *The Case (...)*, ob. cit., pp. 801-802.

⁹⁷ Quanto a estas, ver, HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard - *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 EUR. FIN. MGMT. 663; PATRICK BOLTON & MARTIN OEHMKE, “*Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem*”, 24 REV. FIN. STUD. 2617 (2011).

⁹⁸ Cfr. MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto (...)*, ob. cit., p. 11.

Porém, da intrínseca pretensão de transferência de risco para um terceiro estranho à sociedade, através de um contrato de cobertura de risco, sobressaem grandes benefícios: destacamos que a “separação entre o risco económico e a propriedade do crédito poderá ter impacto significativo tanto ao nível de governação da sociedade financiada como ao nível do próprio governo da dívida”⁹⁹, assinala a autora. Veremos, mais adiante, concretizações da mesma.

Acresce quanto a este capítulo que aqui se alinha, a necessária ligação à figura do *empty creditor*.

5.3. Impacto e Consequências

Em razão da “rápida recuperação do crédito através do CDS em caso de incumprimento da sociedade financiada, os elevados custos decorrentes da necessidade de controlo desta, designadamente em *due diligence* e fiscalização da sua contabilidade, custos aos quais ainda se somam os do prémio a pagar ao terceiro, a inexistência do princípio do descoberto obrigatório e a tendência para o *over-hedging*¹⁰⁰, são motivos bastantes para influenciar o desalinhamento de interesses dos credores relativamente aos da sociedade, acionistas e *stakeholders*”¹⁰¹.

Conjete-se, quanto a este último facto, a seguinte hipótese: “o contrato de financiamento contemplar cláusulas com restrições ao investimento e o credor impedir a sociedade financiada de o fazer, ficando esta impedida de adquirir as matérias-primas necessárias para avançar com projetos pendentes”¹⁰², tal imprime uma atitude de ingerência desmesurada e de governo deficitário da gestão societária por parte do credor financiador, que evidentemente propugna, assim, uma total desconsideração pelos interesses da

⁹⁹ *Cfr.* MATOS, Inês Serrano de - Debt Governance - O Impacto (...), ob. cit., p. 12.

¹⁰⁰ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, explicam que “se o comprador de proteção tiver um crédito inferior ao valor do CDS (*over-hedging*), terá interesse em que o devedor entre em incumprimento, de forma a receber o montante do CDS, podendo utilizar a sua influência para forçar uma situação de incumprimento e a apresentação à insolvência. À partida não concordará com uma reestruturação da dívida ou com concessões quanto ao respetivo pagamento. Assim, os credores com interesse económico negativo ganharão, no limite, com a destruição de uma empresa competitiva que falha um pagamento da dívida”, *cfr.* as autoras in “*Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting*”, in: RDS IV, 1, 2012, [49-109], pp. 54 e 55, também disponível em <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/derivados-financeiros-e-governo-societario-a-proposito-da-nova-regulacao-mobiliaria-europeia-e-da-c>.

¹⁰¹ MATOS, Inês Serrano de - Debt Governance - O Impacto (...), ob. cit., pp. 23-24 e *Debt Governance - O papel (...)*, ob. cit., p. 187.

¹⁰² MATOS, Inês Serrano de - Debt Governance - O Impacto (...), ob. cit., p. 23.

contraparte, uma vez que promove através destes o incumprimento da mesma; por outras palavras e parafraseando GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, tais atitudes traduzir-se-ão na redução da atividade da sociedade financiada, o que conseqüentemente “não gerará o fluxo financeiro necessário ao cumprimento das obrigações” que lhe estão adstritas¹⁰³.

ANDRÁS DANIS, no seu estudo à análise do impacto dos CDS's na reestruturação de empresas, realça exatamente estas dificuldades. O autor releva, através de amostras, inclusivamente a dificuldade patenteada pelas empresas subscritoras de CDS em reduzir extrajudicialmente¹⁰⁴ a dívida. Na análise que efetuou, exara os parcos incentivos que os mesmos detêm, aludindo exemplificamente a que “se o CDS assegurar o valor nominal da dívida, os credores rejeitarão quaisquer ofertas de uma empresa financeiramente em dificuldades para pagamentos a baixo do valor nominal”¹⁰⁵, pelo que o problema que se coloca, mormente pelo desinteresse na gestão da sociedade (nomeadamente, na renegociação da dívida), para além de “aumentar a probabilidade de falência futura”, a existência de credores vazios também poderá *a posteriori* molestar a economia de uma empresa que atualmente não vislumbra ineficiências¹⁰⁶.

O autor evidencia que “controlando as características específicas da empresa e das obrigações que possam afetar a taxa de participação, os principais resultados mostram que a taxa média de participação cai 29 pontos percentuais se houver contratos de CDS pendentes”¹⁰⁷, comparativamente à taxa de participação das empresas não contratantes de CDS exortadas por credores vazios.

Portanto, sempre que se desvele da contratação com os CDS a separação ou transferência de risco, significa, tão só, a não imputação àquele (credor) de quaisquer riscos da inadimplência, não obstante ser o titular do crédito¹⁰⁸.

¹⁰³ MATOS, Inês Serrano de - Debt Governance - O Impacto (...), ob. cit., pp. 22-23.

¹⁰⁴ ANDRÁS, Danis - *Do Empty* (...), ob. cit., p. 1.

¹⁰⁵ ANDRÁS, Danis - *Do Empty* (...), ob. cit., p. 1. 2 (tradução nossa).

¹⁰⁶ Seguem neste sentido autores como ANDRÁS, Danis - *Do Empty* (...), ob. cit., HU, Henry T.C. & BLACK, Bernanrd - *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, ob. cit. e BOLTON, Patrick & OEHMKE, Martin - *Credit default swaps and the Empty Creditor Problem*, 2011, Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies”, disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w15999/w15999.pdf.

¹⁰⁷ ANDRÁS, Danis - *Do Empty* (...), ob. cit., p. 4 (tradução nossa).

¹⁰⁸ Alinha-se, nesta esteira, também GABRIELA FIGUEIREDO DIAS: “(...) em situações limite, a contratação de derivados de crédito, com a transferência de risco para a contraparte do financiado, pode conduzir a fenómenos de *empty creditor*, com a destruição dos incentivos do credor para proceder a uma gestão eficiente do risco de crédito e a respetiva desresponsabilização no que respeita ao governo da dívida, que pode atingir situações limite, como o espoletar da insolvência do devedor com o simples objetivo de obter

Com efeito, e nas palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS: “A segregação subjetiva do risco económico e dos poderes jurídicos ou de facto concebidos para gerir esse risco podem levar a contraparte do credor a negociar com este último alguns mecanismos informais de influência na gestão do contrato de crédito subjacente ou da própria sociedade devedora”¹⁰⁹, o que mais uma vez evidencia sinais de subserviência, porém, aqui, indicadores de um menor grau de dependência de uns face aos outros devido a esta ponderação que se quer provocar.

Evidentemente, resulta do exposto, que quanto maior for a partilha de poderes entre o credor financiador e o vendedor de proteção, menor será a probabilidade de desinteresse deste último, e conseqüentemente menor o controlo por ele levado a cabo¹¹⁰.

Apesar de querer-se a construção de diretrizes que tutelem a posição frágil de que “goza” o terceiro vendedor de proteção, esta partilha de ingerência é uma forma de “diluir as assimetrias que se verificam, dada a posição desacompanhada em que este último se encontra”¹¹¹. De igual forma, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS entende atribuir-se, assim, não só, vantagens ao credor; mas também à contraparte, “(...) que com ela obtém uma capacidade real de interferência estratégica na gestão da sociedade devedora (e.g. instruindo o credor sobre a forma de influenciar as decisões sobre a distribuição de dividendos, atribuição de ativos da sociedade em garantia de dívidas assumidas pelas mesma, etc.) que lhe permite uma melhor gestão da sua exposição ao risco de crédito”¹¹², o que se afigura determinante para a criação de um *debt governance market*.

5.4. Problematização da figura

Vimos, pois, que com a entrada em jogo dos CDS’s, desvela-se um comportamento incauto por parte destes *outsiders*¹¹³. Vejamos teorias explicativas deste fenómeno.

O pensamento tradicional segue a linha de um certo efeito negativo da contratação de CDS, e necessária emergência de fenómenos como o *empty creditor*.

antecipadamente o pagamento da proteção atribuída ...”, cfr, Autora *in Financiamento (...)*, ob. cit., pp. 375-376.

¹⁰⁹ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 376.

¹¹⁰ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto (...)*, ob. cit., p. 25.

¹¹¹ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto (...)*, ob. cit., p. 25.

¹¹² DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 376.

¹¹³ Expressão destinada à denominação dos financiadores/investidores, contraposta à expressão *insiders*, alusiva a mutuários, empresários ou gerentes, inscrita por OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manuel de Corporate (...)*, ob. cit., pp. 19-21.

Já o pensamento dito atual¹¹⁴ vai no sentido de que se tem postergado os efeitos positivos decorrentes da contratação de CDS, concebido desta forma como um mecanismo de “disciplina de crédito”¹¹⁵, porém como se verificará *infra*, os efeitos negativos assumem uma posição de maior destaque.

Há autores que veem a inclusão de CDS’s como uma “ameaça mais credível de execução hipotecária, os mutuantes podem ter o incentivo para agir de forma menos oportunista, numa tentativa de fazer com que valha menos a pena para os seus mutuantes exercerem ameaças de encerramento”¹¹⁶, apesar de também SETAFAN ARPING entender que os mesmos mutuantes possuem capacidades que permeabilizam abusos de negociação de dívida.

Da forma diversa, porém, coincidente, HU e BLACK entendem o termo *empty creditor* como um termo caracterizador de situações em que os credores protegidos têm uma exposição económica limitada aos mutuários e, ao mesmo tempo, detêm importantes direitos de liquidação e reestruturação”¹¹⁷.

Não obstante, estes últimos concebiam a combinação da dissociação da dívida e do capital, como consubstanciador de uma “hybrid decoupling”, como a denominam, enquanto apostas de baixo valor conducentes à venda de ações da empresa e simultaneamente adesão às CDS’s, usando “uma posição de capital longo para cobrir uma posição de dívida curta, ou vice-versa”; porém, há já, atualmente, a separação de ambas.

Como evidenciam, permite externalidades importantes por nós já equacionadas, e concretizadoras de factos positivos e/ou negativos.

Na continuação do que temos vindo a observar, HU e BLACK extraem destas mais uns do que outros. Para os autores, há um desmesurado impedimento de governação da dívida que os mesmos tornam inviável. Acresce, a par disto, a “exposição da economia a choques de liquidez”, porquanto da evolução verificada e traduzida na dependência daqueles de mercados líquidos e de transferência de risco¹¹⁸.

¹¹⁴ ARPING, Stefan - *Credit Protection and Lending Relationships*, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper N.º 455 (November 20, 2012). Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318181.

¹¹⁵ YADAV, Yesha - *Empty Creditors and Sovereign Debt: What Now?*, Capital Markets Law Journal, Forthcoming, Vanderbilt Law and Economics Research Paper N.º 14-12 (February 28, 2014). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2402743>, p. 2.

¹¹⁶ ARPING, Stefan - *Credit (...)*, ob. cit., p. 3.

¹¹⁷ Descreve assim ARPING, Stefan - *Credit (...)*, ob. cit., nota de rodapé 2, p. 4.

¹¹⁸ HU, Henry T.C. & BLACK, Bernard - *Debt (...)*, ob. cit., p. 4

Já STEFAN, mostra-se mais adepto do uso de CDS e consequente transferência de risco, porquanto comportam benefícios quanto à facilidade na partilha do risco e sequente melhoria de acesso ao crédito e redução dos custos de financiamento¹¹⁹, tal como se vislumbra no estudo por ele efetuado, quanto ao motivo tradicional (transferência de risco) que obsta à introdução destes mecanismos.

Para este autor, os mesmos “proporcionam mais flexibilidade do que as vendas por empréstimos em termos de minimização de custos de seleção adversos das transferências de risco”; entende que “a dívida a curto prazo pode facilitar a liquidação eficiente e melhorar os incentivos aos mutuários”, já que ela “(...) em si mesma não dá origem a um problema de suspensão de pagamento”¹²⁰, porquanto, como explica, as ameaças de atraso de pagamento mediante proteção de CDS tornam-se credíveis, colmata¹²¹.

Se remontarmos ao prelúdio do mercado de CDS, também a reputação era uma arma poderosa, como explica YESHA YADAV “na ausência de proteções regulamentares, a reputação tem funcionado como indicador de fiabilidade, permitindo que as partes assumam riscos extraordinários umas sobre as outras”¹²², que importam custos aos credores vazios aquando de uma gestão danosa ou imprudente, pelo que beneficiarão aquando do reembolso do CDS.

Portanto, é impossível uma visão somente positiva, ou até mesmo uma perceção mais benéfica da inferência que deriva da instrumentalização destes mecanismos.

BOLTON e OEHMKE entendem que aquando da sua malograda mobilização, e apesar daquele compromisso¹²³ que se revela, inscrevem-se ineficiências na sua concretização. Nesta sequência afirmam que “quando os credores escolhem livremente o seu nível de proteção, geralmente sobre-seguram”¹²⁴, isto é, postulando-se aspetos positivos, como a geração de compromissos acolhidos com a contratação de CDS para os financiadores, resulta aumentado o poder de negociação deste último que consequentemente declinará a negociação em caso de inadimplência.

¹¹⁹ ARPING, Stefan - *Credit (...)*, ob. cit., p. 7.

¹²⁰ ARPING, Stefan - *Credit (...)*, ob. cit., p. 6.

¹²¹ A este respeito, também BOLTON e OEHMKE postulam coincidente raciocínio, afirmando inclusivamente que se efetua uma redução de incidência de incumprimento estratégico; todavia, em medida diversa, já que os autores, nesta sequência, vislumbam por parte dos mutuantes uma correspondente e uniformizada resposta, traduzida na condução à insolvência, cfr. Autores *in Credit (...)*, ob. cit., p. 6.

¹²² YADAV, Yesha - *Empty (...)*, ob. cit., p. 17.

¹²³ Na visão de STEFAN ARPING, a inscrição de CDS é benéfica na medida em que "aumenta o valor das garantias para o mutuante", cfr. autor citado, *in Credit (...)*, ob. cit., p. 25.

¹²⁴ BOLTON, Patrick & OEHMKE, Martin - *Credit (...)*, ob. cit., p. 6.

Explica que “mesmo quando o seguro tem um preço justo e antecipa corretamente o potencial comportamento destruidor de valor dos credores após um não pagamento por razões de liquidez, os credores têm um incentivo para segurar em excesso”, o que origina fenômenos como o “*empty creditor*”. Estes recusar-se-ão a renegociar a dívida, já que têm assegurado o seu reembolso através dos CDS; mesmo que, como explica, se mostrasse eficiente uma reestruturação extrajudicial¹²⁵.

Nas palavras de YESHA YADAV “de facto compensa ser imprudente, onde os prestacionistas podem rapidamente e a baixo custo sair do seu investimento”, ressalta que estes credores vazios, a que se alude, podem ocasionar “enormes custos em crédito mal atribuído e destruição de valor, onde mesmo os devedores viáveis são empurrados para a falência.

Emerge a consideração destes, enquanto figura perturbadora e ineficiente, porquanto “pode apressar o incumprimento limitando as negociações com um mutuário (...). Ou pode criar condições que tornem mais provável a ocorrência de um tal evento de incumprimento”, o que sucederá eventualmente “quando um credor estende o crédito mais rapidamente a mutuários de risco, conscientes de que o mutuário será incapaz de reembolsar no futuro”¹²⁶.

Desta forma, importará averiguar quais os instrumentos que detêm os vendedores de proteção de CDS para incitar o devedor a um comportamento responsável, uma vez que é certa a ausência de diretrizes legais ou influência que os possa coagir ou exercer¹²⁷.

Ora, compreendendo que os credores têm à sua disposição meios legais que constroem o mutuário a comportamentos diligentes a uma gestão ativa da sociedade; e que de alguma forma, os mutuantes também se encontram adstritos a correspondentes atitudes, dados os custos de reputação que acarreta não propugnarem o *supra*. Situação esta que pode sofrer alterações no caso de contratação de CDS e conseqüente proteção alcançada.

Aos vendedores de proteção é vedada, a título de exemplo, a participação em processos de insolvência, mesmo que, como ressalva YESHA YADAV, a intervenção que fosse levada a cabo conduzisse a “decisões mais eficientes de atribuição de crédito”, explica¹²⁸.

¹²⁵ ARPING, Stefan - *Credit (...)*, ob. cit., p. 7.

¹²⁶ YADAV, Yesha - *Empty (...)*, ob. cit., pp. 12 e 15.

¹²⁷ Questão incitada pela leitura de YADAV, Yesha - *Empty (...)*, ob. cit., p. 6.

¹²⁸ YADAV, Yesha - *Empty (...)*, ob. cit., p. 5.

Pelo que, forçoso é concluir que a forma como os credores podem evoluir é, de facto, preocupante. Já que podemos ter credores excessivamente protetores que tentam minorar os riscos de crédito a todo custo, podendo tal circunstância revelar-se nefasta para a vida da sociedade; ou, ao invés, podemos ter credores que evoluem para *empty creditors*, através da contratação de CDS's e que se mostram completamente alheios à vida societária, despreocupados com a solvabilidade daquela e que apenas têm em vista o seu próprio benefício.

6. Controlo do “*Credor Vazio*”

Tendo em conta o mercado em que operam todos os intervenientes a que temos vindo a aludir, é notória a contraposição de relações.

No quadro que se expôs, em extremos opostos inserimos os credores e os vendedores de proteção. Enquanto os financiadores compram proteção mediante a contratação de CDS, encontrar-se-ão instigados a provocar o seu reembolso, através daqueles; todavia, os vendedores de proteção de CDS não o ambicionam, pelo contrário. Tê-los-emos, doravante, apenas como credores vazios (aos financiadores), por forma a proporcionar uma melhor compreensão. Esta relação que se verifica é revestida de complexidade, na medida dos ganhos e perdas decorrentes da gestão que promovem; para tal emerge a necessidade de uma aproximação entre eles¹²⁹.

A bem da exposição que se tem vindo a edificar, já foi considerada, em termos encorajantes, a necessidade de uma reputação benéfica para o mercado de contratação de CDS, na medida em que há custos que decorrem da imprudência dos credores vazios. Nas palavras de YESHA YADAV, “os custos de reputação estendem-se para além do pequeno mundo dos mercados de CDS. Podem reverberar mais amplamente à medida que os credores são revelados como vazios e problemáticos. Podem seguir-se sanções regulamentares, perda de negócios de clientes empresariais e também o potencial para futuro escrutínio público”¹³⁰.

Pois bem, impera uma necessária cooperação, nas palavras de INÊS SERRANO DE MATOS, “O terceiro terá todo o interesse em poder participar ativamente na vida da sociedade financiada, porquanto é a sua posição económica que sofrerá as consequências do

¹²⁹ YADAV, Yesha - *Empty (...)*, ob. cit., p. 17 e 18.

¹³⁰ YADAV, Yesha - *Empty (...)*, ob. cit., p. 17.

evento de crédito que sobrevier. (...), surge também o interesse e incentivo crescentes do terceiro no acompanhamento (e quiçá interferência) das lides sociais da sociedade financiada, mas tal só poderá suceder por interposta pessoa: o credor financiador”.

Expõe, ainda, de forma sintetizada que a intervenção do terceiro na sociedade que se vê financiada (para controlo dos riscos e de exposição) está limitada “(i) ao poder que o próprio credor financiador já poderia exercer sobre a sociedade financiada, como (apenas) credor ou como credor controlador (por via das cláusulas de salvaguarda); e (ii) aos mecanismos informais de influência na gestão do contrato de crédito subjacente, negociados entre comprador e vendedor; tal exige, evidentemente, cooperação daquele nesse sentido”¹³¹, pelo que se extrai uma relação benéfica entre ambos¹³².

A este respeito, interessa também realçar que apesar credores vazios, no quadro da contratação de CDS, poderem vir a perder o interesse na execução da tarefa a que se propuseram, o que leva a que os vendedores de proteção procurem mecanismos que mitiguem este poder de que os outros usufruem, “concentrando os riscos nos livros de alguns fornecedores repetidos de contratação de CDS (...). Os mutuantes podem reduzir os seus custos confiando atividades de controlo e disciplina a outro ator interessado. (...) Entretanto, onde os vendedores de proteção podem controlar os seus riscos, podem reduzir os custos da prestação de proteção a credores”¹³³, gozando, portanto, de benefícios com esta transferência.

Destarte, tudo isto, se mostra insuficiente; pelo que é necessário um controlo efetivo deste mercado.

7. Responsabilização

O mercado de crédito mostra-se revolucionado pela introdução de CDS nas contratações operadas, salientando a necessidade de controlo, mitigação de efeitos e, na ausência de proveito extraído destes, uma eventual responsabilização. Vejamos.

7.1. Mecanismo de limitação da atuação

¹³¹ MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto* (...), ob. cit., p. 25.

¹³² Cfr. DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., pp. 375-376.

¹³³ YADAV, Yesha - *Empty* (...), ob. cit., p. 18.

Atrás, aludiu-se já ao *debt governance market*, invocado por GABRIELA FIGUEIREDO DIAS. Porém, antes da sua concretização, convém não esquecer outros mecanismos existentes.

O objetivo último deste controlo que se reclama é pois o encorajar da cooperação que deve pautar as relações entre o credor vazio e o vendedor de proteção, procurando-se diminuir a influência dos primeiros em virtude dos segundos¹³⁴. Lembremo-nos que, em cima da mesa, permanecem o vendedor de proteção, o credor vazio e a sociedade financiada, podendo os interesses coincidir ou não!

7.1.1. Velhos mecanismos

Ao longo dos anos, já se têm vindo a desenvolver instrumentos saneadores da inquietude proporcionada pelas constantes mutações que se têm verificado a este nível, que parecem desvelar o interesse dos que delas padecem, mormente os financiados.

Nos mercados de CDS, ressaltam o desenvolvimento de medidas coordenadoras das partes, em que não se olvida a importância a *International Swaps and Derivatives Association* (doravante ISDA). Mais concretamente: “O trabalho pioneiro da ISDA no desenvolvimento do *ISDA Master Agreement*¹³⁵ e de uma vasta gama de materiais de documentação relacionados, e na garantia da aplicabilidade das suas cláusulas de compensação e de garantia, ajudou a reduzir significativamente o risco de crédito e legal. A Associação tem sido líder na promoção de boas práticas e processos de gestão de risco, e envolve-se construtivamente com decisores políticos e legisladores em todo o mundo para fazer avançar a compreensão e o tratamento dos derivados como instrumento de gestão de risco”¹³⁶.

O trabalho implementado nesta associação afigura-se redutor do risco de crédito da contraparte, consubstanciador de um aumento de transparência e da melhora a nível geral das infra-estruturas operacionais da indústria; ou seja, e por outras palavras, pretende-se “construir mercados financeiros robustos e estáveis e um forte quadro regulamentar financeiro”¹³⁷.

¹³⁴ YADAV, Yesha - *Empty* (...), ob. cit., p. 22.

¹³⁵ Vide Ac. STJ, Proc. n.º 540/14.4TVLSB.S1, disponível em www.dgsi.pt

¹³⁶ Cfr. página web disponível em <https://www.isda.org/about-isda/>, e I MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto* (...), ob. cit., p. 31.

¹³⁷ Cfr. página web disponível em <https://www.isda.org/about-isda/>.

Acresce a esta, porém direcionado à cobertura dos derivados de crédito, o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012: Regulamento Europeu de Infraestruturas do Mercado (*European Market Infrastructure Regulation – EMIR*)¹³⁸, direcionado à regulação dos “contratos de derivados do mercado de balcão (OTC), às contrapartes centrais (CCP) e aos repositórios de transações”¹³⁹, pretendendo de semelhante forma os objetivos indicados *supra*, aplicando-se quer a instituições financeiras (e.g. bancos e companhias de seguros) quer a instituições não financeiras (e.g. companhias aéreas)¹⁴⁰⁻¹⁴¹.

7.1.2. Uma nova abordagem¹⁴²

Independentemente dos resultados alcançados, parece impor-se a “reconstrução do paradigma clássico” de governação societária¹⁴³, assim o diz GABRIELA FIGUEIREDO DIAS; tais importam considerações anteriormente postergadas e/ou desatendidas, e requerem “restaurar onexo quebrado entre o risco económico da dívida e os direitos de controlo críticos para a gestão deste risco, ajudando assim a promover uma gestão mais eficiente do crédito na economia”¹⁴⁴, reduzindo os custos dos credores vazios.

A autora vê numa abordagem defensiva, proactiva e colaborativa o caminho para tal ambição. Com a primeira requer a “necessidade de proteção dos acionistas e da sociedade contra a eventual influência excessiva, não transparente e interessada dos financiadores, apontando para o desenvolvimento de mecanismos de *hard law* ou *soft law* (...)”; da segunda destriça o correspondente “reconhecimento da importância do financiamento das empresas e de incentivo à criação e dinamização de fontes alternativas de financiamento (...) que assegurem um equilíbrio entre riscos e os poderes dos diversos sujeitos envolvidos (...)”, e finalmente o “reconhecimento dos aspetos positivos que decorrem da fiscalização societária

¹³⁸ Cfr. I MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance - O Impacto* (...), ob. cit., p. 31, nota de rodapé 45, alterado pelo Regulamento (UE) 2019/834 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2019 e pelo Regulamento (UE) n.º 2019/2099 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2019.

¹³⁹ Cfr. página web, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/LSU/?uri=CELEX%3A32012R0648>.

¹⁴⁰ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/LSU/?uri=CELEX%3A32012R0648>.

¹⁴¹ Tal como indica INÊS SERRANO DE MATOS, “A competência para supervisão das obrigações decorrentes do EMIR é atribuída à CMVM, ao Banco de Portugal e à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões”, cfr. autora citada, in “*Debt Governance: O Impacto* (...), ob. cit., p. 31.

¹⁴² Assim apelidada por DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., p. 380.

¹⁴³ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., p. 380.

¹⁴⁴ YADAV, Yesha - *The Case* (...), ob. cit., pp. 820-821.

informalmente exercida pelos seus credores”, que entende poder *a priori* identificar problemas de liquidez, devendo ser articulada com o financiamento interno¹⁴⁵.

Porém, cabe por ora concretizá-las; tarefa que se desvela, em primeira linha, pelo recurso a princípios subjacentes à atividade e relações que se desenrolam no decorrer das necessidades sufragadas e atividades desenvolvidas.

Veja-se, quanto a isto, YESHA YADAV, que descortina a importância dum mercado de controlo de credores. Salienta a Autora que, com este mercado, aos vendedores de proteção se permitirá o acesso a alavancas de controlo para contenção do risco e salvaguarda da sua exposição; neste contexto, a formalização do controlo da dívida reduzirá consequentemente os custos de transação na mesma medida dos custos de procura de participantes¹⁴⁶.

Ora, em correlação assegura-se o reconhecimento legal e o sancionamento suscitado pela infração destas medidas, seja numa aceção de desrespeito pelo não cumprimento, seja pelo abuso que se possa perpetuar. A este respeito aludo, nomeadamente, ao “abuso de informação privilegiada, privacidade, *antitrust*, ou outras leis”¹⁴⁷.

A autora verifica que, de um ponto de vista político, a criação deste mercado proporcionará a correção da figura do credor vazio, uma vez que permitirá aos vendedores de proteção munir-se de instrumentos de controlo por forma a investir e coagir a uma boa governação, “diminuindo a voz dos credores vazios”, inscreve¹⁴⁸; mas também, uma necessária transparência, igualmente propugnada por GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, quer quanto aos contratos de financiamento, quer quanto à celebração de “acordos laterais com entidades financiadas ou titulares de instrumento de dívida da sociedade”¹⁴⁹, porquanto se reforçado o fornecimento de informações permitir-se-á uma cautela quanto ao grau de ingerência, mais concretamente, quanto, explica YESHA YADAV, “a supervisão dos vendedores de proteção por parte dos vendedores de proteção reinaria na imprudência dos devedores, envergonhando e pressionando a administração a agir responsabilmente”¹⁵⁰; e finalmente, acresce a partilha de informação veiculada, seja em termos de quantidade, seja

¹⁴⁵ Cfr. DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., p. 380.

¹⁴⁶ YADAV, Yesha - *The Case* (...), ob. cit., p. 821.

¹⁴⁷ Circunstâncias elencadas a título de exemplo por YESHA YADAV.

¹⁴⁸ YADAV, Yesha - *The Case* (...), ob. cit., p. 822.

¹⁴⁹ DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento* (...), ob. cit., pp. 380 - 381.

¹⁵⁰ YADAV, Yesha - *The Case* (...), ob. cit., p. 822.

em profundidade, que do modo convencional apenas a administração e credores tem acesso, tal como se tem vindo a desvendar à medida que emergem nas relações de comércio.

Quanto a esta última prerrogativa, demarque-se a particular relevância, uma vez que permite recolher provas da má gestão efetuada pelos credores, o que evidencia aos mutuantes o risco de um investimento; podendo-se traduzir, para estes, numa futura repreensão por parte dos seus congéneres porquanto, como reflete “as empresas homólogas podem perder se o devedor falhar e o vendedor de proteção for obrigado a pagar. Esta pressão dos pares pode impedir os comerciantes de CDS de se furtarem às suas responsabilidades em relação à gestão da dívida”¹⁵¹, sendo que uma moderada e conveniente combinação destes fatores pode imprimir uma efetiva eficiência no mercado de crédito.

Portanto, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS demarca uma necessária “revisão do regime de intervenção transparente e institucionalizado dos financiadores da sociedade nas respetivas decisões fundamentais”¹⁵², “a conceção clara sobre conflitos de interesse na designação e exercício da função de representante comum dos obrigacionistas”¹⁵³ e “reconhecer expressamente no direito societário a posição especial do credor com este tipo de direitos e a eventual conceção de figuras e regimes específicos para as participações adquiridas pelo exercício, voluntário ou automático, desses direitos”.

Compreendemos, contudo, que, apesar dos malefícios que se externalizam da contratação de CDS, ressaltam benefícios aquando do aproveitamento correto e eficiente daqueles. YESHA YADAV, numa atitude diversa da que propugna a teoria tradicional, extrai, de facto, aproveitamentos. O seu entendimento alinha-se com a necessidade, entende, de criação de um mercado de controlo dos credores; sendo que as medidas que avança estão ainda limitadas pela parca e restrita regulamentação numa necessária comparação com a realidade, e vão no sentido dessa insuficiência e na cobertura da mesma. Porém, e aí se patenteia o seu enorme contributo, na procura do saber de interesses de cada uns, procura negociações e aproveitamentos que conduzem a uma governação motivada e responsável¹⁵⁴.

¹⁵¹ YADAV, Yesha - *The Case (...)*, ob. cit., p. 822.

¹⁵² DIAS, Gabriela Figueiredo - *Financiamento (...)*, ob. cit., p. 383. A autora postula que o atual regime apenas impõe uma atuação de consulta à assembleia de obrigacionistas em casos contados. Veja-se quanto a isto o art. 355º/4 do CSC.

¹⁵³ Para mais considerações, vide CAMPOS, Ana Rita Almeida/SANTOS, Mestre Hugo Moreno- *Organização de obrigacionistas: algumas notas para reflexão sobre o representante comum*, RDS III (2011), Ano 4.

¹⁵⁴ YADAV, Yesha - *The Case (...)*, ob. cit., pp. 834-835.

Não obstante, inviabilizando-se ou não a pugnada governação, impõe-se a responsabilização destes agentes, aquando de comportamentos indevidos conducentes a uma gestão danosa¹⁵⁵, já que apesar daqueles mecanismos a atenuarem, não a suprimem; seguir-se-á, assim, uma averiguação mais profunda.

7.2. Possíveis vias de responsabilização

Oportunamente, temos vindo já a enunciar a eventual incorrência em estado insolvente, derivada dos comportamentos negligentes perpetrados pelos credores quer efetivados numa situação atual de decadência, quer num estado em que não se perspetivasse sequer tal circunstância futura.

Evidentemente que, nos surge semelhante situação em virtude do comportamento levado a cabo pelo que temos vindo a denominar de “credor vazio”, enquanto sujeito desprovido de interesse conducentes ao bom governo da sociedade, e que em última instância poderá conduzir à cominação das situações *supra* referidas.

PAULO OLAVO CUNHA, dada a conjuntura, cogitava: “a questão que então legitimamente se coloca, a este propósito, é a de saber se, dada a especialização dos agentes envolvidos, se justifica o controlo existente e cada vez mais apertado sobre a respetiva atividade”¹⁵⁶.

Ora, quer quanto ao *supra*, quer quanto à questão que por ora se levanta, se adivinha uma resposta afirmativa.

O autor propõe como fontes de regulação além do CSC, e das Recomendações da CMVM, um novo Regulamento¹⁵⁷ enquanto medidas de *soft law*, porém, mostram-se insuficientes.

Não nos esqueçamos das palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a autora aquando da sua reflexão da licitude dos *covenants*, vislumbra já a necessidade de limitação dos poderes conferidos aos credores e a eventual responsabilização¹⁵⁸.

¹⁵⁵ Assim, exclama e incita MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance: O Impacto (...)*, ob. cit., p. 31.

¹⁵⁶ CUNHA, Paulo Olavo - *Corporate (...)*, ob. cit., p. 820.

¹⁵⁷ O “regulamento sobre o Governo das Sociedades Cotadas: o Reg. CMVM N.º 1/2010, de 8 de Janeiro (publ. no DR II Série, n.º 21, de 1 de Fevereiro de 2010”.

¹⁵⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 111.

Reflete a este propósito, que “a influência que podem exercer sobre a administração (e eventualmente sobre os próprios acionistas) faz com que a sua posição se aproxime de tal maneira da do acionista controlador que não se compreenderia que não se procurasse regular a forma e os limites da sua ingerência sobre a sociedade controlada em termos paralelos àqueles que regem a atuação desse outro sujeito”¹⁵⁹.

Ora quer isto dizer que, a autora busca-a, contrapondo-a à figura do sócio controlador, na medida em que este último se encontra regulado e que de alguma forma permite uma correspondência.

Porém, a doutrina e prática internacional repudia tal paralelismo, porquanto “a diferença formal da fonte de controlo não afeta nem o âmbito nem as características e a intensidade da influência exercida”, pelo que o controlo exercido pelo credor controlador não é sequer reconhecido como “fonte de relação de domínio à luz do Código das Sociedades Comerciais e, ainda que se integrasse no artigo 486º, ficaria por resolver o problema da proteção da sociedade controlada, dos seus acionistas e dos restantes credores da sociedade”¹⁶⁰, explica a autora.

Nesta decorrência e tendo em conta a ausência de ditames que sobre esta figura recaem, mormente sobre os grupos de sociedades, porquanto não se destinam, concretamente, às relações de domínio ou de controlo, qualquer regime jurídico específico.

Desvela-se, assim, diferentemente quanto às relações de grupo¹⁶¹ uma já tutelada salvaguarda das relações que as subjazem.

Porém, saliente-se que a omissão que se destrinça nas relações de domínio refletem “o perigo, potencial ou real, decorrente da suscetibilidade ou até efetividade da situação de controlo, capaz de permitir, à sociedade dominante, impor *de facto* a direção unitária do “grupo” e assim colocar em crise a autonomia económico-patrimonial e organizativa da sociedade dominada”¹⁶².

¹⁵⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 111.

¹⁶⁰ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 111.

¹⁶¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 112.

¹⁶² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 112.

Poder-se-á dizer, quando a isto, que “o CSC não enquadra normativamente a transição da relação de domínio para uma relação fática de grupo”¹⁶³ contrariamente à solução alemã¹⁶⁴.

Ou seja, possuindo o credor vazio, a título de exemplo, uma participação minoritária ou majoritária no capital da sociedade, o mesmo não traduz uma ausência de influência ou controlo dominante¹⁶⁵, mas tão só a influência necessária para impelir obrigações à sociedade dominada, que as mais das vezes não as subscrevem¹⁶⁶.

Portanto, conclui-se pela não adequação de tal instrumento formal para uma eventual responsabilização do credor controlador, porquanto o mesmo poder que ali se adivinha assemelhasse aos que de outros acordos surgirão, mormente, através do contrato de franquia¹⁶⁷.

Posto isto, não se destrinça desta uma solução, tal como evidencia a autora.

MAFALDA DE SÁ, nesta sede, faz o paralelismo com o banco-credor que, aqui, permite maximizar alavancas de responsabilização, surgindo nesta medida como um mecanismo *ex post*¹⁶⁸.

Para tal poder-se-ia recorrer à figura do administrador de facto, e ver-se-iam aplicados os arts. 72º e ss. do CSC¹⁶⁹. GONÇALO NOGUEIRA explica que “esta influência dos credores controladores na gestão da sociedade financiada é exercida, como afirmámos *en passant*, de forma disruptiva em relação ao modelo legal de distribuição de poderes e competências vigente no nosso ordenamento, aproximando-se assim do conjunto de

¹⁶³ Nota de Rodapé 42, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit.

¹⁶⁴ “Presume-se, *juris tantum*, no Direito Alemão, que a sociedade (*rectius*, empresa) que dispõe da *potencialidade* de exercício da direção unitária (*influência dominante*) a exercer *efetivamente* (*direção unitária*), constituindo, com as sociedades dominadas, um grupo”, cfr. nota de rodapé 42, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 113.

¹⁶⁵ A influência dominante poder-se-á denominar *interna* “quando resulta de uma participação social (controlo acionista)” ou *externa* “quando resulta de contratos concluídos entre as sociedades (controlo contratual)”, cfr. nota de rodapé 45, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 114.

¹⁶⁶ Para mais considerações, vide ANTUNES, J. ENGRÁCIA - *Participações qualificadas e domínio conjunto – A propósito do caso “António Champalimaud - Banco Santander”*, Coimbra, 2000 e SILVA, Paula Costa e - *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol.V, Coimbra, 2004, 325-342 (334).

¹⁶⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 115.

¹⁶⁸ SÁ, Mafalda de - *Cláusulas (...)*, ob. cit., p. 200.

¹⁶⁹ Para tal remete SÁ, Mafalda de - *Cláusulas (...)*, ob. cit., p. 200 e NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada*, in RDS VIII (2016), 4, pp. 983-1015.

situações que a doutrina e a jurisprudência tendem a identificar como “administração de facto”¹⁷⁰ da sociedade”¹⁷¹.

Aqui chegados, cumpre-nos examinar mais de perto a figura do administrador de facto indireto enquanto credor controlador.

7.2.1. A figura do “Administrador de Facto”

Antes de mais, importa esclarecer que a “organização das sociedades comerciais resulta de disposições previamente formuladas pelo legislador português”¹⁷².

Embora na sua génese assim não fosse, o crescimento das sociedades comerciais mereceu o surgimento da figura do administrador.

Posto isto, mostrou-se necessária uma regulação mais rígida dos deveres e obrigações (abordá-las-emos mais atentamente de seguida) a que deverão ficar sujeitos.

No entanto, e como já oportunamente visto, ocorre a intervenção de outros sujeitos estranhos à sociedade que colhem posições que contendem diretamente com a direção da sociedade, resultando numa “*progressiva difusão dos poderes societários*”¹⁷³ que no entender de NICCOLÒ ABRIANI se traduziu numa transferência de poderes para estes últimos¹⁷⁴.

Pelo que encontramos, desde já, falhas, quanto a nós, graves, no que à responsabilização destes sujeitos diz respeito, porquanto os mesmos não são órgãos que decorram taxativamente da lei, como tal e mesmo que equiparados ao administradores das sociedades não se encontram adstritos ao cumprimento dos mesmos deveres/obrigações, pelo que a (ir)responsabilidade destes sujeitos fica incólume, caso haja lugar a ela.

¹⁷⁰ Poder-se-á definir como “o fenómeno pelo qual um sujeito exerce a função de administrador de uma sociedade sem estar regularmente investido dos poderes respetivos”, ABRIANI, Niccolò - *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, vol. 182, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1998, p. 13, cfr. nota de rodapé 15 de NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 988.

¹⁷¹ NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 988.

¹⁷² COSTA, Ricardo - *Os Administradores de facto nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 768-769.

¹⁷³ Expressão utilizada por GONÇALO NOGUEIRA, ob. cit., p. 989.

¹⁷⁴ ABRIANI, Niccolò - *Gli (...)*, ob. cit., p. 1.

No entanto, e apesar de alguma jurisprudência ter vindo já a abordar este tema¹⁷⁵, a fim de tentar maximizar os limites da atuação destes sujeitos, o legislador consagrou esta figura noutras áreas jurídicas - no direito penal e no direito fiscal¹⁷⁶, - mas não no CSC.

Esta figura pode revestir duas espécies: os administradores de facto diretos e os administradores de facto indiretos.

GONÇALO NOGUEIRA designa os primeiros enquanto “*sujeitos que não estando regularmente investidos no cargo de administrador exercem diretamente - por si próprios - as funções inerentes a esse cargo*”, enquanto os segundos “*relacionam-se com os casos em que o sujeito não obstante não praticar, de forma direta, atos próprios da função de administrar, acaba por condicionar (de forma determinante) a administração da sociedade, de tal sorte que se poderá dizer que intervém, mediatamente, na gestão da mesma*”¹⁷⁷.

A doutrina¹⁷⁸ aponta um conjunto de critérios cumulativos que se deverão ter em conta para identificar um administrador de facto¹⁷⁹.

No entanto, e sob pena de nos estendermos neste ponto mais do que o desejado, atentemos quanto à ingerência propriamente dita do credor controlador enquanto administrador de facto na sociedade, não olvidando que a sua configuração neste âmbito apraz-nos enquanto resposta à “despreocupação” das instituições de crédito no que à solvabilidade da sociedade financiada diz respeito.

Ora, a doutrina diverge quando a esta possibilidade. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹⁸⁰ entende que “os contratos de financiamento conferem poderes elevados aos

¹⁷⁵ Podemos ver a título de exemplo o Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, de 28-01-2016, Processo n.º 1916(13.8TVPRT.P2.S1, o Ac. da Relação de Coimbra, de 24-01-2012, Processo n.º 205/08.6TBVGS-C.C1, o Ac. do Tribunal Central Administrativo Norte, de 27-03-2014, processo n.º 00808/11.1BEPNF, todos disponíveis em www.dgsi.pt.

¹⁷⁶ Cfr. Note de rodapé 27, NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores (...)*, ob. cit.

¹⁷⁷ NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores (...)*, ob. cit., p. 994.

¹⁷⁸ Cfr. RAMOS, Maria Elizabete - *O seguro de responsabilidade civil dos administradores*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 152, CHAMBEL, Inês - *In all but name: o administrador de facto nas sociedades comerciais – reflexões em torno da sua concretização*, Dissertação de Mestrado UCP, 2014, p. 15 e ALMEIDA, Rita Fialgo d’ - *A responsabilidade civil dos administradores de facto*, in JURISMAT, n.º 6, 2015, p. 260.

¹⁷⁹ Vide ECHEGARAY, José DÍAZ - *El administrador de hecho de las sociedades*, Arazandi Editorial, Navarra, 2002, p. 36. O autor entende como critérios, os seguintes, a saber: i) a circunstância de o sujeito – objeto da caracterização como administrador de facto – não ser administrador de direito; ii) o exercício de uma atividade positiva de gestão; iii) essa atividade traduzir-se na prática de atos de “alta direção”; iv) de forma totalmente independente; v) e com caráter reiterado;

¹⁸⁰ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Administração de facto: do conceito geral à sua aplicação aos grupos de sociedades e outras situações de controlo interempresarial*, in *A Designação dos Administradores*, Governance Lab, Almedina, 2015, [227-238], p. 228.

credores, podendo levar a que estes credores controladores sejam categorizados na mesma medida que os administradores de facto da sociedade devedora”.

Em sentido diverso surge DIOGO COELHO, na medida em que conclui que “*o interesse social não é suscetível de confundir-se com o interesse individual de cada um dos sócios, pelo que não deve a sociedade ser instrumentalizada de forma a prosseguir estes interesses individuais e egoísticos de cada um dos sócios*”¹⁸¹, pelo que não deverá ter acolhimento tal entendimento, não se podendo configurar o administrador de facto possuidor dos mesmos poderes e deveres dos credores financiadores.

Já INÊS SERRANO DE MATOS, diversamente, admite tal possibilidade e vê nela a solução¹⁸².

Porém, e tal como assegura GONÇALO NOGUEIRA, a verdade é que este tema continua em aberto, sem respostas seguras, pelo que a nos devemos socorrer da “jurisprudência, que se diga desde já ser avessa à qualificação dos bancos (enquanto credores controladores) como administradores de facto da sociedade financiada”.

Apesar de que, e não olvidando tal posição, importa conhecer é “se a atuação do credor controlador integra os critérios inerentes à identificação de um administrador de facto, ou não”. Nesta medida, “cumpre clarificar que a configuração das instituições de crédito enquanto administradoras de facto não resulta tão só e apenas da aposição de “covenants”, nos contratos de financiamento”¹⁸³.

Neste sentido, veja-se RICARDO COSTA; explicita o autor que, “*tais comportamentos [a fixação de covenants, com obrigações acessórias a cargo da sociedade financiada] não asseguram por si só a gestão da sociedade – que não deixa de ser administrada por quem é regularmente mandatado para esse efeito (...) nem nela a «banca», por efeito automático, exerce efetivamente (mesmo que indiretamente) poderes de direção: não teremos em via de princípio e na falta de comportamentos qualificados administradores de facto*”¹⁸⁴.

¹⁸¹ COELHO, Diogo - *Financiamento* (...), ob. cit., p. 810. A este respeito *vide* também, VAZ, Teresa Anselmo - *A Responsabilidade do Acionista Controlador*, in *O Direito*, Lisboa, a 128, n.º 3-4 (Julho - Dezembro 1996).

¹⁸² MATOS, Inês Serrano de - *Debt Governance* (...), ob. cit., p. 196.

¹⁸³ NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores controladores* (...), ob. cit., pp. 1004-1005.

¹⁸⁴ Cfr. COSTA, Ricardo - *Os administradores* (...), ob. cit., p. 315.

E apesar de a aposição de *convenants*, segundo RAQUEL CAPA DE BRITO, “poder ser considerado lícita, já que tal direito decorre do princípio da autonomia privada¹⁸⁵, importará sempre ter em consideração alguns limites¹⁸⁶, bem como a sua aplicação ao caso concreto, sob pena de a mesma conduzir a condutas abusivas¹⁸⁷.”

Pelo que, tal como conclui GONÇALO NOGUEIRA “a aposição de *convenants* nos contratos de financiamento não poderá ser um factor de desresponsabilização dos credores controladores, nem, no mesmo sentido, dos administradores de facto; já que o inverso traduzir-se-ia na transferência de poderes de gestão dos administradores da sociedade para os vendedores de proteção, desresponsabilizando-os também, quando evidentemente estes últimos decidissem sobre os destinos da sociedade, prejudicando-a”¹⁸⁸.

Neste âmbito, RICARDO COSTA, destaca duas circunstâncias em que a ingerência dos credores controladores se assemelha aos administradores de facto, pelo que, e face ao exposto, admite a configuração das instituições de crédito como administradores de facto¹⁸⁹.

E assim se vislumbra uma via de responsabilização, na influência exercida pelo credor sobre a sociedade financiada, semelhante a uma relação de agência, uma vez que a sociedade financiada atua com vista ao interesse do credor; ficando, assim, este último sujeitos ao dever de lealdade a que fica o principal na relação de agência.

7.2.2. “*A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto estratégias de CORPORATE GOVERNANCE*”¹⁹⁰ num paralelismo com a responsabilização dos credores

Atente-se, desde logo, à ligação intrínseca destes com a *corporate governance*, como se extrai das palavras de COUTINHO DE ABREU, “(...) *algumas medidas de governação*

¹⁸⁵ Vide, LEITÃO, Luís Menezes - *Direito das Obrigações*, vol. I, 6.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 21 - 23.

¹⁸⁶ Tais como os que discorrem dos artigos 405.º, 280.º, 294.º, 398.º e 401.º do CC, (cfr. VASCONCELOS, Pedro Pais de - *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.^a Edição, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 261 – 263).

¹⁸⁷ BRITO, Raquel Capa de - *A ingerência do credor controlador no governo societário – consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes*, Dissertação de Mestrado UCP, 2011, pp. 16-17.

¹⁸⁸ NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores controladores (...)*, ob. cit., pp. 1008-1009.

¹⁸⁹ NOGUEIRA, Gonçalo - *Os credores controladores (...)*, ob. cit., p. 1010.

¹⁹⁰ FERREIRA, Bruno - *A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto estratégias de Corporate Governance*”, in CMVM, N.º 30, agosto de 2008, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C30Artigo1.pdf>

*societária faladas além-Atlântico são adotadas ou adotáveis por cá. Por exemplo, o reforço dos deveres de lealdade e responsabilidades dos administradores*¹⁹¹.

Para tanto, salientemos a importância das muitas alterações a que o Código das Sociedades Comerciais foi sujeito, e nesta medida, salienta-se a Reforma de 2006¹⁹². Entre as diversas mutações a que o mesmo foi sujeito, demarquemos a do artigo 64.º do CSC¹⁹³.

Neste é possível vislumbrar os designados “*deveres fundamentais*”, a que os gerentes e administradores estão sujeitos, desde logo, o “*dever de cuidado*” e o “*dever de lealdade*”.

7.2.2.1. Deveres de Cuidado

BRUNO FERREIRA entende que o dever de cuidado aqui plasmado reflete a exemplificação daquilo que deve ser a “*disponibilidade, competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade, todos eles adequados às suas funções, mantendo, contudo, nesta alínea parte da redação anterior do preceito, relativa à necessidade do comportamento diligente ao nível do gestor criterioso e ordenado*”¹⁹⁴.

Por outras palavras, o autor vislumbra neste dever como que um elemento essencial e, portanto, caracterizador dos deveres que sobre os administradores impendem; da mesma forma serve ainda como “*padrão de aferição da licitude/ilicitude da conduta do administrador*”¹⁹⁵, pelo menos assim o entende FILIPA NUNES PINTO.

Nisto, interessa-nos por ora apenas e só a incorporação de tal critério nos deveres *supra* mencionados, mais não seja pela abrangência daqueles, com veremos *infra*.

Pelo que, aqui chegados, podemos questionar-nos do porquê da inclusão deste critério apenas na alínea a), do n.º 1 do artigo 64.º do CSC, e não também na alínea b) do mesmo artigo, já que estes deveres parecem aspirar ao mesmo fim!

Ora, quanto a isto, CARNEIRO DA FRADA¹⁹⁶ avança uma resposta, que nos parece razoável.

¹⁹¹ ABREU, J. M. Coutinho de - *Governança (...)*, ob. cit., p. 17.

¹⁹² A designação *supra* alude às alterações efetuadas pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março.

¹⁹³ *Vide*, Artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais, também disponível em https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?artigo_id=524A0064&nid=524&tabela=leis&pagina=1&ficha=1&so_miolo=&nversao=#artigo e ABREU, J. M. Coutinho de - *Governança (...)*, ob. cit., p. 5.

¹⁹⁴ FERREIRA, Bruno - *A Responsabilidade (...)*, ob. cit.

¹⁹⁵ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade civil dos administradores das sociedades - A concretização dos deveres legais que origina essa responsabilidade*”, in RDS VII (2015), p. 84.

¹⁹⁶ FRADA, Carneiro da - *A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*”, in *Nos 20 anos do código das sociedades comerciais*, Coimbra, 2007, vol. 3.

O autor sustenta tal facto na circunstância de que o dever de lealdade extravasa a “*diligência do gestor criterioso e ordenado*”, ademais, tal critério incute a expressão de profissionalismo¹⁹⁷, numa dimensão de especialização¹⁹⁸, o que se afigura nestes termos exagerado para o exercício das funções que se pretendem.

Na verdade, e não olvidando ao facto de que as sociedades têm como objetivo a obtenção de lucro, não nos parece razoável que a não obtenção deste, em condições normais, advenha de uma administração desinteressada ou sequer negligente, já que como reflete FILIPA NUNES PINTO “*o risco é algo inerente à atividade societária*”¹⁹⁹.

Posto que, compulsados o teor dos factos *supramencionados* impõe-se ajuizar este dever no caso concreto, porquanto “*o dever de diligência define o critério de atuação dos administradores na sua atividade administrativa e o parâmetro de avaliação da sua responsabilidade pelos danos causados*”²⁰⁰.

Neste sentido, segue também MENEZES CORDEIRO²⁰¹, o qual reflete, naquela que é a discussão da existência de um *dever geral de diligência*, e sabendo que se crê na sua inexistência, pelo menos na medida em que não se encontra consagrado no nosso ordenamento jurídico²⁰², o autor discorre sobre o que se deverá contemplar por uma “*bitola de esforço*”, a qual se averigua aquando do cumprimento de um dever que em concreto se exige a um administrador, fixando-se assim, *in casu* a imposição do cumprimento efetivo de determinadas exigências.

Assim, dever-se-á ajuizar tendo em conta comportamentos concretos, relativos a atos específicos no cumprimento dos deveres de administração da sociedade, e que se “*exige a prudência e atenção superiores às do homem médio*”²⁰³.

¹⁹⁷ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade (...)*, ob. cit., p. 94.

¹⁹⁸ Atente-se que não deriva da lei qualquer competência técnica específica para o exercício das funções de administração ou gerência.

¹⁹⁹ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade (...)*, ob. cit., p. 95.

²⁰⁰ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade (...)*, ob. cit., p. 96, e a este respeito *vide* também RAMOS, Elisabete Gomes - *Responsabilidade civil dos administradores e diretores de sociedades anónimos perante os credores sociais*, Coimbra Editora, 2002, p. 85, e REIS, Nuno Trigo dos - *Os deveres de lealdade dos administradores de sociedades comerciais*, Temas de direito comercial, Coimbra, 2009, p. 87.

²⁰¹ CORDEIRO, MENEZES - *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, Ano 66, n.º 2 (Set. 2006), p. 454.

²⁰² REIS, Nuno Trigo dos - *Os deveres de lealdade (...)*, ob. cit., p. 332.

²⁰³ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade (...)*, ob. cit., p. 96.

No entanto, cumpre referir, quanto ao *supra*, que se fomenta cada vez mais o recurso à responsabilidade civil dos administradores, porém com a introdução da *business judgement rule*²⁰⁴ esta tarefa viu-se dificultada.

A mesma encontra consagração expressa no artigo 72.º, n.º 2 do CSC. De acordo com referido artigo, a responsabilidade é excluída se o gerente ou administrador provar, no caso concreto que atuou “*informado, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial*”²⁰⁵, e nestes termos ilidirá a presunção de culpa plasmada no n.º 1 do mesmo artigo.

7.2.2.2. Deveres de lealdade

COUTINHO DE ABREU define-o como um “*dever de os administradores exclusivamente terem em vista os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se, portanto, de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios*”²⁰⁶.

Ora, no fundo o que se pretende com a consagração legal deste dever é tão só uma conduta que comporte a confiança depositada de quem com a sociedade contrata - *in caso*, os gerentes e administradores.

Nas palavras de FILIPA NUNES PINTO, é nítida a ideia de que a pretensão do dever de lealdade impõe-se em relação à sociedade, pois dela derivam os interesses da pessoa coletiva²⁰⁷.

Para tal, os administradores dever-se-ão pautar por regras comportamentais que impliquem o dever de não concorrência com aquela, por fim a “*evitar situações futuras de conflitos de interesses por parte do administrador, o uso de informação privilegiada pelo mesmo, e precaver a diminuição de oportunidades de negócios com a sociedade*”.

²⁰⁴ A *business judgement rule* é uma doutrina de norte-americana, tendo como principal objetivo proteger os administradores de serem responsabilizados pelas decisões tomadas no âmbito da sua atividade. A doutrina que aqui está em análise teve origem devido à densificação da procura de responsáveis, a nível interno de uma empresa, devido ao crescente número de sociedades em situação de insolvência. Assim, importa analisá-la no caso concreto português, com MENDES, Manuel Fragoso - *Entre o temerário e o diligente - A business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português*, in RDS VI (2014), 3-4, pp. 809- 827.

²⁰⁵ Vide artigo 72.º, n.º 2 do CSC.

²⁰⁶ COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, Coimbra, Almedina, 2010, p. 25.

²⁰⁷ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade (...)*, ob. cit., pp. 96-97.

Claro que, todas estas incumbências importam para acautelar os interesses da sociedade. Pelo que, este dever de lealdade deve ser observado por todos os intervenientes da sociedade.

Chegados aqui, coloca-se a seguinte questão: em que medida a responsabilização imposta aos administradores, bem como os deveres que dela derivam, não devem configurar um mecanismo de responsabilização dos demais *stakeholders*, mais concretamente pelos credores? E assim subjugados aos deveres impostos pelo artigo. 64.º do CSC, que ora se descortina?

Primeiramente, e como já aludimos *supra*, a relação existente entre o credor controlar e a sociedade controlada deve ser equiparada, por semelhante, à relação do acionista controlador com a sociedade financiada.

Pelo que, a imposição dos deveres fundamentais, tais como o dever de lealdade, justifica-se de facto quando imposto aos credores sociais.

Porém, para ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA “a ideia de confiança que deriva do dever de lealdade não é cabal”²⁰⁸.

FRANCISCO PINTO DA SILVA, faz quanto a esta separação de interesses, uma distinção importante. O autor entende que “o dever de lealdade dos sócios perante a sociedade será um conteúdo mais negativo (...), têm o dever de não agir de modo incompatível com o interesse social”, enquanto quanto aos administradores exigir-se-á um dever de lealdade numa vertente positiva, “exclusivamente tendo em vista os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se portanto de promover o seu próprio interesse ou interesses alheios”²⁰⁹.

Destarte, segundo o autor, a sujeição dos credores ao artigo 64.º, n.º 1, alínea b), dever-se-á fazer da seguinte maneira: “i) os bancos deverão ter em conta o interesse da sociedade na medida em que seja comum a todos (...); ii) não deverão se obrigados, naturalmente, a prosseguir um interesse social puramente contratualista²¹⁰ e tomar aquelas posições que beneficiem os sócios em detrimento dos seus próprios interesses, sobretudo em cenários de crise da empresa, em que os conflitos de interesses se agudizam (...); iii) os bancos apenas não deverão sobrepor os seus interesses aos da sociedade”²¹¹.

²⁰⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Os credores e o governo societário* (...), ob. cit., p. 130.

²⁰⁹ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência* (...), ob. cit., pp. 257-258.

²¹⁰ Para a definição desde conceitos *vide*, M. J. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 2.ª Edição, Coimbra: Almedina, 2007, p. 295

²¹¹ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência* (...), ob. cit., pp. 258-259.

Todavia, tais considerações, na verdade, são as mais das vezes utópicas, na medida em que se “o credor vazio” deixa de ter interesse na solvabilidade de uma empresa, aspirando apenas ao próprio lucro inevitavelmente causará prejuízos sérios à sociedade, como já aludido *supra*.

Face ao exposto e na decorrência do que temos vindo a observar há que os responsabilizar ao abrigo do artigo 72.º, n.º 1 do CSC, já que como aduz, e muito bem, FRANCISCO PINTO DA SILVA, os mesmos estão não só a violar o dever de lealdade, como também deveres de confiança²¹².

Neste sentido, outros autores concebem como mecanismo de responsabilização a imputação de deveres, responsabilizando-os em termos semelhantes à responsabilidade do acionista controlador, com o recurso ao princípio da lealdade e ao princípio geral de Direito da correlação poder-responsabilidade.

Ponderar-se-ia, ainda, quanto a possíveis via de responsabilização do administrador de facto, a aplicação do artigo 80.º do CSC. No entanto, sai malograda, na medida em que a letra da lei se mostra insuficiente, e mostrar-se-ia sempre necessário verificar-se que aqueles no exercício da sua influência exibam condutas passíveis de consubstanciar os pressupostos da responsabilidade civil, ou seja, “*constituam um facto voluntário do agente, ilícito, culposo, danoso e um nexo de causalidade entre o facto e o dano*”²¹³.

Face ao exposto, resulta evidente o recurso a outro mecanismo de responsabilização pela ingerência de terceiros, mormente “*empty creditor*” por influência dos bancos, como é a “*responsabilidade civil extracontratual por factos ilícitos*”, prevista no artigo 483º do CC.

Problematiza FRANCISCO PINTO DA SILVA, “*(...) os bancos poderão, pelo exercício de influência sobre a administração da sociedade mútua, estar a agir ilicitamente, por violar alguma norma destinada a proteger interesses alheios*”, questiona!

A este propósito, o autor propõe, atender aos artigos 74.º e 75.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF).

²¹² A este respeito *vide*, Acórdão do STJ de 30/09/2014: “*O dever de lealdade é indissociável do princípio de confiança, quer seja perante a sociedade, quer perante os sócios, quer perante terceiros*. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/0b422d8f5e52e6ba80257d6300470f78?>

²¹³ SILVA, Francisco Pinto da - *A influência (...)*, ob. cit., p. 252.

Muito sucintamente, o referido diploma legal estabelece regras de conduta quanto ao exercício da atividade dos bancos e cujo cumprimento o mesmo fica sujeito. Neste sentido, e tal como dispõe o artigo 74.º e 75.º, os mesmos ficam sujeitos a deveres de conduta e a critérios de diligência “*de um gestor criterioso e ordenado*”, respetivamente.

Consequentemente, a conduta dos bancos gerará responsabilidade, por ilícita, quando verificado o preenchimento de critérios cumulativos: são eles “*i) que a lesão dos interesses do particular corresponda a uma violação de uma norma legal; ii) que a tigelada dos interesses particulares figure, de facto, entre os fins da norma violada; iii) que o dano se tenha registado no círculo de interesses privados que a lei visa tutelar*”.

No entanto, estes critérios, tal como nota o autor, são de difícil implementação, pelo que apenas deverão ser desconsiderados caso a caso²¹⁴.

Ademais, SUSANA AZEVEDO DUARTE, aqui é bastante clara quanto afirma que tal imposição de deveres não se limite às relações internas, dado estarem igualmente conexas com interesses de terceiros.

E conclui: “*ainda que admitamos a existência de uma norma de proteção que permita aos credores o recurso ao art. 483.º CC, entendemos que devemos precisar os termos em que essa responsabilidade pode operar, (...). Neste pressuposto somos levados a considerar que apenas as condutas graves e claramente violadoras dos deveres de conduta impostos poderão fundamentar a responsabilidade dos bancos*”²¹⁵.

Face ao exposto, e apesar da dificuldade apresentada quanto a eventual responsabilização do banco, enquanto credor forte, devemos entendê-la face ao fenómeno dos *empty creditors* como uma via de responsabilização, dado o impacto que são capazes de perpetrar numa sociedade, podendo a sua conduta culminar condução desta à insolvência.

SUSANA AZEVEDO DUARTE não se fica por aqui, enveredando pela tutela conferida pelo instituto do abuso de direito, plasmado no artigo 334.º do CC. Esta figura é tida como uma “*válvula de segurança do sistema e destinado a operar em situações-limite de ofensa clamorosa da boa-fé negocial* -, só deverá ser convocado à míngua de previsão normativa expressa sobre a conduta em estudo”²¹⁶.

²¹⁴ Reflexões de SILVA, Francisco Pinto da - *A influência (...)*, ob. cit., pp. 579-260.

²¹⁵ DUARTE, Susana Azevedo - *A Responsabilidade dos Credores Fortes ...*”, pp. 208-211.

²¹⁶ Cfr. Ac. do STJ de 16-01-2008, Proc. n.º 07S2884, disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/768cbf7a674b35f68025750f004396a7?OpenDocument&Highlight=0,07S2884>

Parafraseando a autora “este instituto opera enquanto *ultima ratio*, podendo operar no âmbito do ressarcimento de danos, adequado à responsabilização dos credores, porquanto *excedeu manifestamente os limites impostos pela boa-fé, bons costumes ou fim económico ou social do direito*”²¹⁷.

Não obstante, e porquanto não se vislumbra na doutrina uma resposta unânime, e as tentativas de correlação saíam logradas, há algo que deve ser universal a todo o direito societário, “*na falta de uma preposição específica, a norma de comportamento terá de ser encontrada na boa-fé, como o devido auxílio ao princípio da proporcionalidade*”²¹⁸ e através de regras de transparência.

Vejamos, agora, a proteção concedida pelo Regime da Insolvência, isto é, em casos em que a sociedade já se encontra insolvente, devida a uma gestão danosa, quem poderá ser responsabilizado?

Quanto a isto, estabelece o artigo 186.º, n.º 1 do CIRE: “*A insolvência é culposa quando a situação tiver sido criada ou agravada em consequência da actuação, dolosa ou com culpa grave, do devedor, ou dos seus administradores (...)*”, e o seu n.º 2 prevê taxativamente as situações em que se poderão enquadrar, *in casu*, atentemos quanto à alínea d), que responsabiliza a figura do *empty creditor*, quando este “*prosseguido, no seu interesse pessoal ou de terceiro, uma exploração deficitária, não obstante saberem ou deverem saber que esta conduziria com grande probabilidade a uma situação de insolvência*”, sucede porém, que este artigo faz menção direta aos “*administradores de facto ou de direito*”, responsabilizando apenas aqueles, esquecendo os credores.

Quanto ao resto, sabemos que podemos equipá-los, mas com as limitações já evidenciadas.

Cumprido, por ora analisar o recurso ao regime dos negócios usurários, nos termos do artigo 282.º do CC, enquanto via de alternativa de responsabilizar os credores financiadores pelos malefícios causados à sociedade.

²¹⁷ DUARTE, Susana Azevedo - *A Responsabilidade (...)*, ob. cit., pp. 212-213.

²¹⁸ PINTO, Filipa Nunes - *A responsabilidade (...)*, ob. cit., p. 104.

MAFALDA DE SÁ enuncia requisitos cujo cumprimento é obrigatório para que estejamos perante um negócio usurário.

Parafraseando a Autora, é necessária “uma desproporção clara, resultando de um qualquer negócio benefícios excessivos e injustificados para uma das partes” isto em termos objetivos; e, por outro lado, ter-se-á que verificar uma “situação de necessidade, dependência”²¹⁹.

Entenda-se que o credor enquanto financiador da sociedade financiada, poderá exigir a celebração de negócios vantajosos para aquele, mas prejudiciais para a sociedade e restantes *stakeholders*.

Ora, *in casu*, imiscuindo-se o credor controlador da gestão eficiente da sociedade, perpetrado pela celebração de um negócio que se traduza num prejuízo grave para a sociedade financiada e que daquele é dependente, a desproporção requerida encontra-se verificada, e sendo que a sociedade financiada conhecedora da relação de inferioridade para com aquele, cumpre-se o segundo requisito, resultando, assim, na nulidade do negócio.

Finalmente, sobrevoemos outra alternativa, redefinindo para tal o termo “*reestruturação*”. Como já mencionado, os contratos de *swap* podem resultar em eventos que não a insolvência de uma empresa.

Nestes termos, foi considerada uma nova regra aquando da elaboração do “*New Capital Accord*” pelo “*Basel Committee on Banking Supervision*”, que “reconheceria os *swaps* de inadimplência de crédito para fins de capital regulamentar apenas e só se os *swaps* especificassem a reestruturação como um evento de crédito”²²⁰.

Esta investida resultou, caso se levasse a cabo, na preocupação por parte da ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*²²¹) no recuo dos investidores finais nos mercados dos CDS’s, reduzindo assim a sua liquidez. Como reflete DANIEL J. HEHEL, uma “definição ampla de reestruturação que inclua trocas voluntárias de dívida pode quando muito atrair mais participantes para o mercado dos derivados de crédito, do mesmo modo que reduz os riscos gerados pelos credores vazios”.

Vejamos, mais concretamente analisando um exemplo exposto pelo Autor:

²¹⁹ SÁ, Mafalda de - *Cláusulas (...)*, ob. cit., pp. 198-199.

²²⁰ HEMEL, Daniel Jacob - *Comment: Empty Creditors and Debt Exchange*, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 1, Winter, 2010, pp. 167 e ss., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1490187 (tradução nossa)

²²¹ É uma associação comercial do setor privado.

Um investidor que venda ações por 1000€ um para um vendedor de proteção (v.g. um banco) sabe à partida que a sua responsabilidade que poderá comportar não excederá 720€, isto na ausência de uma troca de dívida por capital.

Claro que esta realidade seria diferente caso houvesse lugar à dita troca, termos em que o vendedor de proteção teria de pagar ao investidor a diferença entre o valor nominal daquelas e o preço de mercado das ações trocadas (700€), isto é, o vendedor de proteção poderia liquidar as suas ações por 300€ e obter o equilíbrio do negócio, não dispondo de motivo algum para impossibilitar a troca da dívida por capital.

Face ao exposto, poderia manter os seus títulos, mas não dispondo de um *hedge* pendente, tendo por isso os mesmos incentivos que os demais credores, isto é, a solvabilidade da sociedade.

Do mesmo modo, esta nova regra permitiria ao vendedor de proteção garantir um melhor posicionamento nas relações subjacentes, porquanto o seu pagamento ao *empty creditor* após a troca da dívida por património/capital seria menor do que a perda esperada na ausência da referida troca.

Poder-se-á, assim, concluir que os interesses dos vendedores de proteção e dos credores vazios, no recurso a esta via, estariam equilibrados, podendo a troca da dívida ocorrer apenas em circunstâncias que reduzissem o seu valor esperado.

Evidentemente que, a presente proposta não eliminaria o risco inerente aos derivados de crédito, mas limitá-los-ia com certeza.

HU e BLACK entendem que esta personalização dos derivados de crédito que o anterior Autor patenteia, apenas é viável aquando da negociação dos *credit default swap*, numa base bilateral.

No entanto, refletem que a mesma é muito difícil de implementar.

8. Conclusão

Na presente dissertação propusemo-nos a estudar a problemática associada ao fenómeno do *empty creditor* e consequente do *shadow lending* que, pese embora não se trate de uma realidade nova, a doutrina, no nosso ordenamento jurídico, tem procurado debatê-la, da mesma maneira que busca soluções preconizadas pela legislação existente, moldando-a por forma a maximizar vias de responsabilização.

Testemunhamos que a crise financeira que se viveu ilustrou os perigos dos derivados de créditos, aqui protagonizado pelo problema inerente aos *empty creditors*, vulgarmente denominados de credores vazios, na medida em que a expansão dos mercados dos derivados de crédito propiciam o afastamento pelos credores dos riscos de incumprimento, tornando-os credores desinteressados.

Vimos, igualmente, que os *CDS's* revolucionaram de facto os mercados de crédito, demonstrando resultar, *ex-ante*, importantes benefícios, dado aumentarem significativamente o investimento, de tal modo que mitigam o incumprimento estratégico dos credores na governação da dívida. Contudo, mostraram ter efeitos perniciosos quanto aos resultados ineficientes na resolução da dívida, desencorajando os credores de uma governação eficiente, com vista à solvabilidade empresarial e à sua expansão. Sendo, antes, negligenciada por aqueles agentes que vendem a proteção de crédito aos credores e assumem o risco de incumprimento do mutuário.

As relações que se desenrolam num terreno como é o do mercado de capitais são incautas, pelo que a avaliação do risco, de que derivam as relações de dependência entre os diversos intervenientes, mostra-se uma tarefa difícil face a problemas como os aqui destacados.

Demonstrou-se que os credores e os vendedores de proteção têm subjacentes interesses e incentivos que tanto os aproximam como os afastam. Ademais, o deslindamento de interesses entre estes agentes podem ser ruinoso para ambos.

Neste sentido, foram propostas diversas formas de mitigar os efeitos desta figura, almejando uma solução concreta; todavia, fica por saber se tais vias de responsabilização, aqui sugeridas, colhem aproveitamento na prática, *in casu*.

Concluimos que é de facto difícil regular esta figura, que aliás, não se encontra sequer consagrada no CSC de forma expressa, e para a qual o legislador ainda não nem uma resposta concreta, eficaz e cabal. Mas a crise financeira e os efeitos que dela resultaram valeram para

alertar para a necessidade de regulamentação deste fenómeno, bem como a esperança de que a mesma surja com a mutação constante a que o direito societário e as demais aéreas se encontram sujeitas.

9. Referências Bibliográficas

ABRIANI, NICCOLÒ - *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, vol. 182, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1998

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE

- *Curso de Direito Comercial*, vol. II - *Das Sociedades*, Almedina, Coimbra

- *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª Ed. Almedina, Coimbra, 2010;

- *Convergências e divergências internacionais no direito das PME societárias*, in Congresso Internacional “As Pequenas e Médias Empresas e o Direito”, Coimbra, 2016, sob coordenação do próprio;

- *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, Coimbra, Almedina, 2010;

- *Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social*; In Reformas do Código das Sociedades, N. 3; Ed. Almedina, 2007;

ALMEIDA, RITA FIALGO D' - *A responsabilidade civil dos administradores de facto*, in *JURISMAT*, n.º 6, 2015

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA

- *Os Derivados*, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários, vol. 30 (2008), n.º1.

- *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª Ed, Almedina, 2014;

- *Participações qualificadas e domínio conjunto – A propósito do caso “António Champalimaud - Banco Santander”*, Coimbra, 2000;

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA/ DIAS, ANTÓNIO SILVA - *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Quid Iuris;

ARPING, STEFAN - *Credit Protection and Lending Relationships*, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper N.º 455(November 20, 2012). Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318181;

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

BESSA, TIAGO - *Crise, regulação e super- visão de hedge funds*, in: RDS II, Vol. 3/4, 2010, [849-914];

BIANCHI, LUIGI A. - *Considerazioni introduttive*, RS, 1996;

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

BORGES, SOFIA LEITE/MAGALHÃES, SOFIA TORRES - *Derivados De Crédito - Algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito*, in CADMVM, Vol. 15 (2002), N.º 1, pp. 117, disponível em <https://blook.pt/publications/publication/c61dfcd8f02c/>;

BRITO, RAQUEL CAPA DE - *A ingerência do credor controlador no governo societário – consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes*, Dissertação de Mestrado UCP, 2011;

CÂMARA, PAULO - *Vocação e influência universal da Corporate Governance, O Governo das organizações. A Vocação Universal da Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2011;

CAMPOS, ANA RITA ALMEIDA/SANTOS, MESTRE HUGO MORENO - *Organização de obrigacionistas: algumas notas para reflexão sobre o representante comum*, RDS III (2011), Ano 4;

CHAMBEL, INÊS - *All but name: o administrador de facto nas sociedades comerciais – reflexões em torno da sua concretização*, Dissertação de Mestrado UCP, 2014;

CMVM, Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - *Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar.*”;

<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Pages/Entendimentos-da-CMVM-sobre-a-Divulga%C3%A7%C3%A3o-de-Privilegiada-por-Emitentes---Conceitos,-Linhas-de-Exempl.aspx>; Informa%C3%A7%C3%A3o-Orienta%C3%A7%C3%A3o,-

COELHO, DIOGO - *Financiamento societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores - Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?*, in RDS, Ano VII (2015);

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES;

- *A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades*, in RDS I (2009), 2;

- *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, Ano 66, n.º 2 (Set. 2006);

COSTA, RICARDO - *Os Administradores de Facto Das Sociedades Comerciais*; Ed. Almedina; 2016;

CUNHA, PAULO OLAVO - *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão*, In: Direito das sociedades em revista, a. 2, v.4 (Set. 2010), António Menezes Cordeiro, (coord.). Centenário do Nascimento do Professor Doutor Paulo Cunha: Estudos em Homenagem;

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

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

DIAS, JOANA FORTE PEREIRA - *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 Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles, vol. IV, Coimbra, Almedina, 2003;

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

ECHEGARAY, JOSÉ DÍAZ - *El administrador de hecho de las sociedades*, Arazandi Editorial, Navarra, 2002;

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

FERREIRA, BRUNO - *A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto estratégias de Corporate Governance*”, in CMVM, N.º 30, agosto de 2008, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C30Artigo1.pdf>;

FRADA, CARNEIRO DA - *A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*”, in *Nos 20 anos do código das sociedades comerciais*, Coimbra, 2007, vol. 3;

GERDING, ERIK F. - *Credit Derivatives, Leverage, and Financial Regulation's Missing Macroeconomic Dimension*, in *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 8, 2012, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2001166;

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

GRÁCIO, LEILA - *O Esvaziamento de Voto: A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Tese em Mestrado Forense- Vertente Civil e Empresarial sob orientação do Mestre Paulo Câmara; Universidade Católica Portuguesa- Faculdade de Direito, Escola de Lisboa; Agosto de 2012. Disponível em: http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=0ahUKEwjS77SA4IPTAhUG0xQKHe_SBAlQFggrMAM&url=http%3A%2F%2Frepositorio.ucp.pt%2Fbitstream%2F10400.14%2F10319%2F1%2FTrabalho%2520Final.pdf&usg=AFQjCNEua2vgyYAiEFhUHDcN6j0_kIO5SA&bvm=bv.151325232,d.ZGg;

HEMEL, DANIEL - *Empty Creditors and Debt Exchanges*; 27 *Yale Journal on Regulation* (2010),

http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjroqG5_ZbQAhXr24MKHZdSB8YQFggaMAA&url=http%3A%2F%2Fdigitalcommons.law.yale.edu%2Fcgi%2Fviewcontent.cgi%3Farticle%3D1303%26context%3Dyjreg&usg=AFQjCNGgcCVELOLpj2WFuvWHO60HaqcORA;

HU, HENRY T.C E BLACK, BERNARD -*Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 *EUR. FIN. MGMT.* 663;

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

JAEGER, PIER G. / MARCHETTI, PIERGAETANO - *Corporate governance, GC*, 1997;

JENSEN e MECKLING, *Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, também disponível em www.ssrn.com;

JOHNSTON, DONALD J., OECD Secretary-General, in *OCDE Principles of Corporate Governance*, 2004, in <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>;

MATOS, INÊS SERRANO DE;

- *Debt Governance- O papel do credor ativista*, In: *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, a.7 v.14 (Out. 2015);

- *Debt Governance - O Impacto dos Credit Default Swaps no Corporate Governance*, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 66, também disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CMVM-CADERNOS-n66.pdf>;

MENDES, MANUEL FRAGOSO - *Entre o temerário e o diligente - A business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português*, in *RDS VI* (2014), 3-4;

NOGUEIRA, GONÇALO - *Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada*, in *RDS VIII* (2016), 4;

NUNES, PEDRO FERNANDES e CUNHA, RITA CARRILHO DA, *Breves reflexões acerca dos problemas associados ao empty voting e análise de possíveis soluções*, in *DSR*, Ano 12, Vol. 24 (2020);

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE

- *Administração de facto: do conceito geral à sua aplicação aos grupos de sociedades e outras situações de controlo interempresarial*, in *A Designação dos Administradores*, Governance Lab, Almedina, 2015, [227-238];

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

- *Manual de Corporate Finance*; 2ª Ed. Almedina, 2015;

- *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Reimpressão, 2017;

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE/ OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE - *Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting*, in: *RDS IV*, 1, 2012, [49-109],

disponível em <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/derivados-financeiros-e-governo-societario-a-proposito-da-nova-regulacao-mobiliaria-europeia-e-da-c>;

PINTO, FILIPA NUNES - *A responsabilidade civil dos administradores das sociedades - A concretização dos deveres legais que origina essa responsabilidade*”, in RDS VII (2015);

RAMOS, MARIA ELIZABETE - *O seguro de responsabilidade civil dos administradores*, Almedina, Coimbra, 2010;

REIS, NUNO TRIGO DOS - *Os deveres de lealdade dos administradores de sociedades comerciais*, Temas de direito comercial, Coimbra, 2009;

REPORT OF COMMITTEE on “*The Financial Aspects of Corporate Governance*” (UK - Cadbury Report, Londres, December, 1992;

SÁ, MAFALDA DE - *Cláusulas de salvaguarda em contratos de financiamento: ingerência irrestrita do banco-credor na gestão da sociedade-devedora?*, in DSR, ano 8, vol. 17 (2017);

SERENS, M. NOGUEIRA - *Notas sobre a Sociedade Anónima*, 2ª Ed., STYDIA IVRIDICA 14, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra Editora, 1997;

SCHLESINGER, PIERO - *Autonomia Privata e Tutela del Credito*, in *Confini Attuali Dell'Autonomia Privata*, a cura di Andrea Belverde e Carlo Granelli, Milano, CEDAM, 2001;

SILVA, ARTUR SANTOS; VITORINO ANTÓNIO; ALVES, CARLOS; CUNHA, JORGE ARRIAGA DA; MONTEIRO, MANUEL ALVES - *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*;

SILVA, CALVÃO DA - *Cumprimento e Sanção Pecuniária Compulsória*, 4ª Ed., Coimbra, Almedina, 2002;

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

SILVA, PAULO PEREIRA DA /REBELO, PAULO TOMAZ/AFONSO,CRISTINA/BENTO, ANA TERESA - *Dependência extrema entre o preço das ações do setor bancário e dos mercados de CDS - Evidência usando cópulas e inferência baseada em simulação*, in: *CadMVM*, n.º 45, Agosto de 2013, (52-75);

SILVA, PAULA COSTA E - *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol.V, Coimbra, 2004, 325-342 (334);

STOUT, LYNN A. - "Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivates", in: *48 DUKE L. J. 701*, 1999, disponível em <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1048&context=dlj>;

TEIXEIRA, MARIA EMÍLIA - *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015;

VAZ, TERESA ANSELMO - *A Responsabilidade do Acionista Controlador*, in *O Direito*, Lisboa, a 128, n.º 3-4 (Julho - Dezembro 1996);

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

WONG, TAK-YUEN / YU, JIN - *Credit Default Swaps and Debt Overhang*, in 30th Australasian Finance and Banking Conference 2017, November 14, 2020, disponível em <http://econfin.massey.ac.nz/school/documents/seminarseries/manawatu/CDSDebtWongYu.pdf>;

YADAV, YESHA;

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

- *Empty Creditors and Sovereign Debt: What Now?*, *Capital Markets Law Journal*, Forthcoming, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper* N.º 14-12 (February 28, 2014). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2402743>.

10. Jurisprudência

- Ac. Supremo Tribunal de Justiça, Proc. n.º 540/14.4TVLSB.S1, disponível em www.dgsi.pt;
- Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, de 28-01-2016, Processo n.º 1916(13.8TVPRT.P2.S, disponível em www.dgsi.pt;
- Ac. da Relação de Coimbra, de 24-01-2012, Processo n.º 205/08.6TBVGS-C.C1, disponível em www.dgsi.pt;
- Ac. do Tribunal Central Administrativo Norte, de 27-03-2014, processo n.º 00808/11.1BEPNF, disponível em www.dgsi.pt;
- Acórdão do STJ de 30/09/2014, disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/0b422d8f5e52e6ba80257d6300470f78?>;
- Ac. do STJ de 16-01-2008, Proc. n.º 07S2884, disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/768cbf7a674b35f68025750f004396a7?OpenDocument&Highlight=0,07S2884>.