

Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?

DR.^a ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA

SUMÁRIO: 1. Colocação do problema. 2. O controlo através dos contratos de financiamento: em especial, a leveraged finance e os covenants. 3. O domínio pelos credores: relevância à luz do sistema jurídico-societário positivo. 4. Mecanismos de tutela alternativos: sujeição dos credores controladores a deveres de lealdade?

1. Colocação do problema

O modelo actual do financiamento societário e a dissipação substantiva da separação formal entre financiamento externo e financiamento interno, 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»¹ e à identificação de mecanismos de limitação da actuação e responsabilização dos credores controladores. O problema pode ser generalizado, é certo, a outras hipóteses de controlo levado a cabo por sujeitos exteriores à sociedade (*v.g.*, contratos de franquia, licença). Tomamos, todavia, como paradigma de análise os contratos de financiamento, que, não raramente, conferem um poder de influência especialmente intenso, que tem levado alguns a ponderar a configu-

¹ Esta necessidade torna-se clara à luz dos mecanismos de supervisão da gestão levada a cabo pelos credores e da sua participação da tomada de decisões empresariais. Paradigmaticamente sobre o tema, cfr. a análise completa levada a cabo por SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch covenants*, Tübingen, 2008, 1 ss..

ração dos credores controladores como administradores de facto da sociedade devedora. Mesmo que não se enverede por esta via de análise, certo é, no que toca aos financiadores, que a tradicional distinção entre proprietários e não-proprietários da empresa perde razão de ser, deixando de ser possível afirmar que os primeiros têm o controlo sobre a sociedade, ao contrário dos segundos (que cada vez menos são «financiadores silenciosos» e passivos), e tornando necessário encontrar mecanismos de responsabilização destes últimos.

Se, entre nós, o tema não tem conhecido desenvolvimento significativo, ele é, desde há muito, estudado, por exemplo, nos ordenamentos alemão e, em particular, norte-americano. De facto, bem pode dizer-se que se há área que tem merecido impulso (quicá excessivo!) no ordenamento norte-americano² essa é a do controlo por credores sociais, em especial por instituições bancárias: a *lender liability* – trabalhada, sobretudo, a partir das ideias de controlo e de boa fé – tem originado múltiplas publicações e decisões jurisprudenciais nos Estados Unidos, tendo já sido considerada uma das mais significativas áreas do Direito³. A fixação das respectivas linhas rectoras (*good faith, fraud, duress, tortious interference, breach of fiduciary duties*) permanece, não obstante, em aberto: não há, em rigor, uma noção clara e precisa de *controlo pelo credor*⁴, nem há uma mas sim várias teorias da responsabilidade do credor. Também no Direito alemão o tema não foi encerrado.

² Sobretudo a partir de final dos anos 80 do séc. XX, quando começa a ser considerada uma «área favorita do Direito» [WERNER F. EBKE/JAMES R. GRIFFIN, *Good faith and fair dealing in commercial lending transactions from covenant to duty and beyond*, 49 Ohio St. L.J. (1989) 1237-1249], captando a atenção dos práticos como poucos temas conseguiram [WILLIAM L. LAWRENCE, *Lender control liability: an analytical model illustrated with applications to the relational theory of security financing*, 62 Southern California L. Rev. (1989) 1387-1447]. Para uma significativa visão da jurisprudência, cf. WILLIAM N. MEDLOCK, *Stemming the tide of lender liability: judicial and legislative reactions*, 67 Denver University L. Rev. 453.

³ CONNELL ALSUP, *The creditor's two toughest battlefields in lender liability: the duty of good faith and its effect on the control liability theories and the awarding of damages*, 1990 Det. C. L. Rev. (1990) 479-511 (479). Cf. também BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups*, 2.^a ed., s/I, 2005, vol.V, §§ 174-3.

⁴ Se o conceito de controlo não é, já em geral, unívoco, particulares dificuldades é susceptível de assumir neste caso, dada a ausência de institucionalização jurídico-societária, entendendo-se, por vezes, que o controlo pelo credor apenas relevará no caso de exercício efectivo e não face à mera possibilidade de influência não efectivamente aproveitada. Assim, *u.g.*, MELISSA CASSEDY, *The doctrine of lender liability*, 40 U. Fla. L. Rev. (1988), 165-207 (206 e 207). Afirmada em termos gerais, a tese não convence: a mera susceptibilidade de influência deve ser considerada, ainda que, naturalmente, para efeitos determinados se deva exigir um exercício efectivo. Sobre o ponto, WILLIAM L. LAWRENCE, *Lender control* cit., 1390.

A relevância deste campo problemático é clara: o controlo «excessivo» do credor sobre a sociedade aproxima-o, significativamente, do accionista controlador (*quasi-controlling shareholder*)⁵, transformando-o em *insider*⁶ e fazendo-o incorrer em deveres e responsabilidades (*v.g.* deveres fiduciários) equivalentes aos do verdadeiro e próprio sócio controlador. Sendo, tipicamente, o credor uma instituição bancária, com interesses empresariais próprios, não subsistem dúvidas sobre a existência de um perigo para a sociedade devedora e os seus accionistas e demais credores em tudo equivalente ao «perigo do grupo» (*Konzerngefahr*) (como, aliás, as sentenças norte-americanas na matéria largamente comprovam), com frequentes pedidos de responsabilização dos credores controladores pelas dívidas e actuações lesivas do devedor⁷. O desalinhamento de interesses que tipicamente ocorre nas hipóteses em estudo justifica o seu aprofundamento teórico.

⁵ É bem expressiva, a este respeito, a frase, já antiga e que pretende expressar um conselho de senso comum dirigido aos directores financeiros, que afirma que «quando uma sociedade recebe um empréstimo de \$ 10 000 de um banco, arranjou um banqueiro. Mas quando a mesma sociedade recebe um empréstimo de \$ 10 000 000 de um banco, não só tem um banqueiro, como tem algo de parecido com um sócio» [em JEFFREY JOHN HAAS, *Insights into lender liability: an argument for treating controlling creditors as controlling shareholders*, 135 U. Pa. L. Rev. (1987), 1321-1363 (1321)].

⁶ BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups* cit., V, §§ 174-3.

⁷ A responsabilidade pode inclusivamente exceder o valor do crédito concedido, com indemnizações multimilionárias a serem concedidas pelos júris, de tal maneira que «o pensamento desta – lê-se numa publicação da banca – “causa arrepios na espinha do banqueiro”» [JAMES C. WINE, *Lender liability under Iowa Law*, 39 Drake L. Rev. (1989/1990), 645-687]. A tendência de desenvolvimento excessivo da responsabilidade do banqueiro, que funciona como *deep pocket* (KENNETH W. CURTIS, *The fiduciary controversy: injection of fiduciary principles into the bank-depositor and bank-borrower relationships*, 20 Loyola of Los Angeles L. Rev. 795) – qualificada como «preocupante» [FREDERICK TUNG, *The new death of contract: creeping corporate fiduciary duties for creditors*, 57 Emory L.J. (2008) 809-869] – choca com os princípios económicos básicos subjacentes: a sua compreensão, segundo DANIEL R. FISCHER, *The economics of lender liability*, 99 Yale L.J. (1989) 131-154 (154), levaria a uma redução drástica do nível de exposição à responsabilidade dos credores e ao estabelecimento de uma estrutura de incentivos capaz de assegurar contratos de empréstimo economicamente eficientes. Na verdade, ao limitarem os mecanismos de redução do risco ao dispor do credor, os tribunais fazem com que o sistema de distribuição do risco do capital deixe de funcionar eficientemente, com um acréscimo das taxas de juro [cfr. JAMES R. BORDERS, *The growth of lender liability: an economic perspective*, 21 Ga. L. Rev. (1987) 723-754 (754)]. Defendendo que «o mundo empresarial está melhor sem se desencorajar os credores do exercício de controlo substancial sobre os devedores em má situação financeira», cfr. J. DENNIS HYNES, *Lender liability: the dilemma of the controlling creditor*, 58 Tenn. L. Rev. (1991), 635-668 (667).

2. O controlo através dos contratos de financiamento: em especial, a *leveraged finance* e os *covenants*

São, hoje, múltiplas as constelações de domínio da sociedade pelos credores, particularmente nos casos de *leveraged finance*, tal como de *mezzanine finance* ou aquisição de dívida *distressed*, *inter alia*. Este tipo de financiamento, particularmente quando se tenha em vista a tomada de controlo de uma sociedade, gera uma ligação entre o fornecedor de capital externo e a empresa superior à ordinariamente verificada nas hipóteses de financiamento clássico. Trata-se – recorde-se – do financiamento com fundos superiores aos que seriam considerados normais para a sociedade, gerando uma dívida superior à usual e implicando, portanto, um risco também ele mais elevado, com custos de financiamento acrescidos. Por isso, semelhante tipo de financiamento dirige-se, normalmente, à obtenção de objectivos temporários (*v.g.*, aquisições, *buy-outs*, reaquisição de acções, distribuição de lucros), envolvendo, tipicamente, dois tipos de produtos: os *leveraged loans*, com elevadas taxas de juro, que reflectem o risco mais elevado, e *high-yield/junk bonds*, obrigações de alto risco (e de alto rendimento, qualificadas como especulativas), cujo *rating* é inferior ao grau de investimento (*investment grade*). Deve lembrar-se que, apesar de a percentagem de *junk-bonds* emitidas na Europa ser inferior aos Estados Unidos, o mercado em causa é considerado, aqui, como mercado em expansão⁸.

Instrumento alternativo frequente de *leveraged finance* – particularmente, em *leveraged buy-outs* – é representado pela dívida *mezzanine* ou dívida *in between*. O endividamento intermédio (*mezzanine debt capital*) surge como financiamento subordinado (*second lien*) – apenas tendo lugar a restituição após o reembolso de todas as tranches da dívida *senior* (correspondente ao empréstimo clássico) –, com um prazo alargado (normalmente 5 a 10 anos), de tal maneira que se fala, a este respeito, em «quase capitais próprios»: este tipo de financiamento encontra-se, em rigor, a meio caminho entre o financiamento por capitais próprios e o financiamento por dívida externa. A dívida subordinada inclui, portanto, cláusulas tendentes a permitir que o valor principal a restituir (e, eventualmente, também os juros) só seja restituído após o completo pagamento de algumas ou de todas as outras dívidas da sociedade. Naturalmente que, para compensar a subordinação, a taxa de juro é superior àquela que seria paga num financiamento não subordinado. Para aumentar a atractividade do investimento, convencionam-se frequentemente opções de compra de acções e direi-

⁸ Cf., por todos, EILÍS FERRAN, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2008, 519.

tos de conversão. Como refere, com razão, EILÍS FERRAN⁹, a dívida subordinada é similar ao capital accionista na medida em que é graduada atrás das outras dívidas e, caso existam opções de compra (*share options*) ou direitos de conversão (*conversion rights*), oferece a faculdade de participar em aumentos de capital.

A rentabilidade do capital *mezzanine* é assegurada não apenas através do juro mas também da aposição de *kickers*, variando a sua intensidade na razão inversa um do outro. O *kicker* pode aparecer sob diversas formas, seja através de um direito de subscrição ou opção (*warrant*) de obrigações, seja através de uma opção «virtual» que defina uma *as-if-participation* (ou *als-ob-Beteiligung*), designada *virtual equity kicker* ou *phantom warrant*, ou ainda através de um direito de conversão da dívida em capital (*debt-equity swap*), designado *equity kicker*, podendo, finalmente, convencionar-se o pagamento de um prémio no vencimento (*back-end fee*).

Mecanismo de controlo dos credores sobre a sociedade que não pode, neste âmbito, deixar de ser ponderado é, pois, a aquisição de dívida *distressed*. A expressão dívida *distressed* (aproveitando o original inglês: *distressed debt*) é utilizada muitas vezes com significado pouco preciso. Em termos gerais, trata-se de dívida de sociedade em situação financeira difícil, que apresenta, portanto, elevado risco de incumprimento e, em contrapartida, uma elevada taxa de juro¹⁰. Bom exemplo são, justamente, as mencionadas *junk bonds*. Outro exemplo claro é dado pelas hipóteses de empréstimo feito directamente à sociedade, com elevada taxa de juro e *covenants* financeiros que atribuem o controlo ao credor, em caso de incumprimento. Devido ao risco elevado de incumprimento, os investidores compram a dívida a um valor inferior ao valor nominal (com um desconto de 20%, 60% ou mesmo 80%), procurando rentabilizar o investimento através de estratégias diversas: estratégias de curto prazo (com horizontes de investimento inferiores a um ano), que implicam, em princípio, a revenda da dívida, e estratégias de longo prazo, que podem obrigar o credor a aguardar o vencimento da dívida ou traduzir-se no exercício do poder de influência do credor para obter a aquisição de capital em troca de dívida

⁹ *Principles* cit., 58 e 59

¹⁰ Sobre a origem histórica da compra deste tipo de dívida, cf., v.g., MICHELLE M. HARNER, *The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing* (30 de Outubro de 2008), *Fordham Law Review*, vol. 77, 2008, 108, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1125082>. Sobre a origem e evolução do mercado da dívida *distressed* (*distressed debt market*), cf., v.g., JOHN FLOOD, *The vultures fly East: the creation and globalisation of the distressed debt markets*, *Adapting legal cultures*, D. Nelken (ed.), 257-278 (268 ss.), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=949581>.

(*debt-for-equity exchange*), ocorrendo o *debt-equity swap* no âmbito de um processo de reestruturação da empresa. O investidor pode visar, através de estratégias de longo prazo, a aquisição do controlo da sociedade, quer como titular da dívida, quer como titular de capital, através deste processo de conversão dos créditos em capital.

O poder concedido pela titularidade da dívida de alto risco é evidente: como refere Michelle M. Harner¹¹, «a sociedade precisa de dinheiro para sobreviver. Este facto elementar cria um universo de oportunidades para o investidor em dívida *distressed*», que encontra nos pedidos de financiamento adicional, *waivers* etc., amplas oportunidades para tomar o controlo sobre a sociedade. A medida do poder de influência depende das características da dívida (*maxime*, dos montante e tipo de dívida), bem como dos direitos estatutários e contratuais utilizados como *leverage* nas negociações com a sociedade.

Assim se vê que actuação dos investidores institucionais com o objectivo de aquisição e exercício de influência sobre a sociedade não tem apenas lugar através do investimento directo no capital, antes ocorrendo também através da aquisição da respectiva dívida: ao lado do controlo accionista (*shareholder control*) importa, pois, ponderar o controlo pelo credor ou titular de dívida (*debtholder control*). Nos Estados Unidos, onde o fenómeno se encontra mais disseminado e mais estudado, costumam ser apontados como exemplos os casos de insolvência do capítulo 11 do *Bankruptcy Code*. É paradigmático o caso *Allied Holdings, Inc.*, no qual o investidor Yucaipa Companies comprou cerca de 66% da dívida não garantida das empresas Allied, utilizando depois a posição adquirida para influenciar o resultado do processo de reestruturação, de tal maneira que, no plano aprovado, a sociedade investidora surgiu como accionista maioritária da Allied. Perante constelações deste tipo, a doutrina norte-americana tem apontado o impacto desta nova forma de exercício de influência sobre as reestruturações empresariais, no âmbito das quais tendem, agora, a ser os grandes credores (mais do que os directores da sociedade devedora) a tomar as decisões-chave. Trata-se de tendência particularmente clara, como apontávamos, nos Estados Unidos, onde as leis de insolvência são geralmente vistas como leis favoráveis ao devedor, permitindo-lhe permanecer no controlo da sociedade durante o processo de recuperação (a ponto de chegar, no passado, a ser vista como medida defensiva contra OPAs *hostis*), em oposição ao sistema do Reino Unido, conhecido pelo seu processo *creditor-friendly*. Bem se vê, portanto, a mudança de paradigmas envolvida nesta nova tendência de aquisição e exercí-

¹¹ *The corporate governance cit.*, 125.

cio do controlo, cujas vantagens e desvantagens têm gerado significativa discussão: ao lado daqueles que apontam a importância desta forma de financiamento da sociedade e da própria cooperação de devedor/credor (*relationship lending*) para a obtenção de plano de recuperação aceitável, boa parte dos analistas vê, no tipo de investimento aqui considerado, meramente a busca do controlo do credor sobre o devedor à custa deste e dos outros *stakeholders*, qualificando o investidor (o *distressed debt investor*) como «abutre» (*vulture*)¹².

As hesitações sobre o papel da aquisição da dívida *distressed* é particularmente clara quando os investidores em causa são *hedge funds*, que constituem, de resto, o tipo de investidor institucional mais activo do mercado da dívida *distressed*. Têm sido apontadas diferenças do activismo dos *hedge funds* face ao activismo dos investidores institucionais tradicionais, nomeadamente o facto de aquele se dirigir a modificações significativas nas sociedades, envolver custos mais elevados e ser estratégico e *ex ante* (e não intermitente e *ex post*). Razão de ser das divergências apontadas serão a diferente estrutura de incentivo dos gestores dos *hedge funds*, as menores barreiras regulatórias, entre outros factores que tornam mais lucrativo o activismo dos investidores¹³.

¹² Sobre o tópico, cf. MICHELLE M. HARNER, *Trends in distressed debt investing. An empirical study of investor's objectives*. American Bankruptcy Institute Law Review, vol. 16, n.º 69, 2008, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1147643>.

¹³ Assim, MARCEL KAHAN/EDWARD B. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economy Research Paper No. 06-16; NYU, Law and Economics Research Paper No. 06-37; ECGI - Law Working Paper No. 76/2006. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 155, No. 5, 2007, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=919881>. A valoração do papel dos *hedge funds* não é uniforme. Significativa é, neste tocante, esta passagem de KAHAN/ROCK, *Hedge funds* cit., 2: «*what shall we make out of the spate of shareholder activism by hedge funds? Are hedge funds the "Holy Graal" of corporate governance – the long sought-after shareholder champion with the incentives and expertise to protect shareholder interests in the publicly held firm? Or do they represent darker forces, in search for quick profit opportunities at the expense of other shareholders and the long-term health of the economy?*». As dúvidas quanto à avaliação do papel dos *hedge funds* são comuns à actuação de outros investidores institucionais, não sendo claro, de resto, o que esperar destes no contexto do governo corporativo, questionando-se, nomeadamente, qual a sua vocação para intervir como accionistas empenhados no governo da sociedade, compatibilizando o seu papel de investidores (com a obrigação de maximizar a rentabilidade dos seus investimentos em favor dos beneficiários finais dos fundos que administram) com o papel de accionistas, comprometidos com o futuro da sociedade. Assim, CARLOS FRANCISCO ALVES, *Os investidores institucionais e o governo das sociedades: disponibilidade, condicionantes e implicações*, Coimbra, 2005, 15 ss. e, em especial, 54 ss. e 75 ss.. Se é complexa a compatibilização de interesses entre accionistas institucionais e os demais, assim como entre aqueles e os seus clientes, a actuação dos *hedge funds* é particularmente problemática do ponto de vista dos conflitos de interesses que gera, devido à sua actuação ocorrer no interesse dos seus

Seja como for, deve, então, sublinhar-se o papel assumido pelos investidores institucionais em dívida *distressed* no âmbito do processo de reestruturação empresarial em situações de insolvência. Mas, mais relevante do que esse papel no âmbito do processo judicial de insolvência, é a sua actuação no contexto de processos de reestruturação informais (*out-of court restructuring*), que surgem como alternativas do mercado – porventura mais eficientes na preservação de valor para a sociedade e os *stakeholders* – ao longo e dispendioso processo judicial, no qual, aliás, o espaço conferido à recuperação de empresas é, entre nós, diminuto.

São diversas as formas de influência sobre os assuntos sociais tipicamente exercidas pelos *debtholders*: os administradores são normalmente substituídos após o processo de reestruturação, obtendo o investidor representação maioritária no órgão de gestão; altera-se a estrutura de propriedade da empresa, com o investidor a forçar, nos termos apontados, *debt-for-equity exchanges*; o investidor procura aumentar valor para si, que pode, todavia, não coincidir com a criação de valor para a sociedade e para os sócios e *stakeholders*. O administrador fica, então, colocado perante um conflito de difícil solução entre o interesse do *controlling debtholder*, que pode *inclusive* tornar-se accionista controlador da sociedade e os interesses dos accionistas e outros *stakeholders*.

O poder de controlo é particularmente intenso, quer em empréstimos individuais quer em empréstimos sindicados (*syndicated loans*), no caso dos disseminados *covenants*, com origem no espaço anglo-americano, que permitem aos credores determinar contratualmente a condução dos assuntos sociais dos respectivos devedores, atribuindo-lhes, por seu lado, as situações de incumprimento o poder (*leverage*) para renegociar um controlo ainda mais intenso dos devedores confrontados com dificuldades financeiras¹⁴. Nesta última hipótese,

investidores independentemente de as estratégias seguidas beneficiarem os accionistas em geral e os demais *stakeholders* (*hedging related conflicts*). O seu activismo ao nível do controlo societário (*corporate control activism*) é claro, quer quando o *hedge fund* é accionista do adquirente, caso em que actua frequentemente para evitar a consumação da transacção (*blocking acquirers*), quer quando é accionista da sociedade-alvo, conseguindo melhores condições de transacção (*blocking targets*), quer ainda quando procura ele próprio a aquisição da sociedade, lançando ofertas de aquisição (cfr., sobre estas dimensões da actuação do *hedge fund*, KAHAN/ROCK, *Hedge funds* cit., 8 ss.). Tanto basta para tornar claro o papel deste tipo de investidor no mercado do controlo das sociedades. Cf. sobre o conceito e origem dos *hedge funds*, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Regulação e supervisão de hedge funds: percurso, oportunidade e tendências*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, VIII, Coimbra, 2008, 65-149.

¹⁴ Sobre as situações em que tipicamente são estabelecidos *covenants*, cf. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 33 ss.

os credores controladores ocupam a posição central no governo societário. Tradicionalmente, não só a inclusão, nos contratos de financiamento, das cláusulas em análise é menos frequente na Europa continental, por confronto com o Reino Unido ou os Estados Unidos¹⁵, como, mesmo quando negociado, o *covenant package* apresenta menores virtualidades protectoras naqueles ordenamentos jurídicos¹⁶. Não obstante, a integração dos mercados financeiros e o processo de globalização têm vindo a alterar esta tendência¹⁷, tornando inequívoca a importância da análise desta forma de controlo interempresarial e dos problemas derivados do desalinhamento de interesses entre empresa controladora e empresa controlada, o qual é, aqui, particularmente claro, como a teoria da agência aplicada aos *covenants* (*agency theory of covenants*) demonstrou.

Os *covenants* – tipicamente divididos em *positivos* e *negativos*, consoante impliquem imposições ou proibições para o devedor – podem incluir limitações aos níveis de endividamento da sociedade, restrições ao pagamento de dividendos, cláusulas *negative pledge*, pelas quais a sociedade se compromete a não constituir novas garantias sobre a sua propriedade¹⁸, limitações à faculdade de a sociedade dispor dos seus activos ou de efectuar mudanças significativas na natureza dos seus negócios, proibição de fusões, restrições ao investimento, restrições às transacções com filiais, etc.¹⁹⁻²⁰. De forma sistematizada, podemos, então, distinguir, como acordos ou cláusulas²¹ típicas: (i) cláusulas relativas ao

¹⁵ EILÍS FERRAN, *Principles* cit., 328.

¹⁶ Fazendo referência a esta verificação (crítica) no relatório da agência de *rating* Fitch Ratings, *Jumping the queue: ineffective European bond documentation's negative pledge and structural subordination-related provisions: Ratings Cliffs waiting to happen, European Corporates Special Report* (2003), 3-4, cfr. EILÍS FERRAN, *Principles* cit., 519.

¹⁷ Sobre o exemplo alemão, cfr. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 33.

¹⁸ Sobre estas, cf. JOANA PEREIRA DIAS, *Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a pari passu, a negative pledge e a cross default*, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, IV, 2003, 879-1029.

¹⁹ Por todos, cf. EILÍS FERRAN, *Principles* cit., 57.

²⁰ Estas cláusulas são tendencialmente mais restritivas nos contratos de empréstimo do que na emissão de obrigações, já que, nestes casos, seria difícil obter o consentimento de um número elevado e disperso de grupos de investidores para a renegociação das cláusulas (*maxime*, no caso de incumprimento). No entanto, têm surgido estruturas dirigidas a mitigar os problemas derivados da necessidade de negociar com grupos alargados de obrigacionistas. Cf., sobre estas, EILÍS FERRAN, *Principles* cit., 517 ss..

²¹ Os *covenants* podem surgir como contratos acessórios ou como cláusulas do contrato de financiamento (*inclusive*, implícitas). Sublinhe-se, ainda, por outro lado, como JOANA PEREIRA DIAS, *Contributo* cit., 905, que, apesar de o termo *covenant* apontar para a ideia de um acordo que vincula ambas as partes, na verdade, na grande maioria dos casos, não encontramos nenhuma obri-

fornecimento de informação (*reporting covenants*), que exigem ao devedor a entrega de cópias dos documentos de prestação de contas e outros documentos relevantes para a monitorização da actividade da sociedade, bem como a comunicação de eventos relevantes (*v.g.* modificações na estrutura accionista; factos que possam pôr em risco a satisfação do crédito: *material adverse change-clause*); (ii) cláusulas tendentes a garantir a solvência da sociedade (*financial covenants*), *maxime* assegurando que esta é capaz de pagar imediatamente a dívida (*cash-flow solvency*), o que implica que os bens excedam, razoavelmente, as responsabilidades (*working capital covenant*) e que exista solvência também em sentido contabilístico (*tangible networth covenant*)²²; (iii) cláusulas proibindo a disposição de bens sociais (*disposal of assets covenant*), incluindo reafectações intragrupo (*v.g.*, transferência de bens da sociedade-mãe devedora para outras sociedades do grupo); (iv) cláusulas que visam preservar a identidade da sociedade devedora durante a vigência do empréstimo (*change of business covenant*); (v) cláusulas que proíbem a alteração da estrutura de propriedade da empresa (*ownership clause*) e, bem assim, no caso de recuperação informal da empresa, cláusulas que determinam modificações ao nível do órgão de gestão; (vi) cláusulas que impedem a constituição de novas garantias (*negative pledge covenant*); finalmente, (vii) cláusulas que implicam o vencimento da obrigação em caso de incumprimento (*events of default*), incluindo este o não pagamento da dívida ou a violação de outra obrigação contratualmente estabelecida com o credor, valorando-se frequentemente também comportamentos das filiais, no caso da sociedade devedora ser uma *holding*; por vezes atribui-se relevância a situações de «incumprimento cruzado», surgindo, assim, hipóteses em que o incumprimento de outras obrigações financeiras da sociedade (perante terceiros) permite considerar que houve incumprimento do *covenant* (*cross-default*)²³. Regra

gação do mutuante perante o mutuário, mas apenas obrigações deste perante o mutuante, de tal maneira que seria preferível o termo *undertakings*. Utilizamos, todavia, a expressão *covenant*, mais comum.

²² Este tipo de cláusula implicará, frequentemente, que, para a realização de novos investimentos, a sociedade recorra a novos fundos próprios e não a financiamento externo adicional, que implicaria uma redução da garantia do crédito primitivo. Estes contratos podem também envolver, como referido no texto, cláusulas a limitar a distribuição de bens aos accionistas, as quais são mais comuns nos Estados Unidos do que na Europa (incluindo no Reino Unido). Uma explicação possível – analisada por EILÍS FERRAN, *Principles* cit., 332 e 333, é a existência, nos diversos ordenamentos europeus, de restrições legais à distribuição de lucros, impostas pela II Directiva. Cfr. também *ob cit.*, 333, sobre as vantagens e desvantagens das cláusulas limitadoras da distribuição de lucros (*maxime*, no que toca ao seu impacto sobre o investimento).

²³ Seguimos a sistematização de EILÍS FERRAN, *Principles* cit., 329 ss..

geral, a antecipação do vencimento do empréstimo não surge como consequência automática e não é, na prática, feita actuar pelo credor (que concede um *waiver*), que, como vimos, antes utiliza o incumprimento para renegociar o *covenant*, em termos que mais intensamente favorecem o respectivo controlo sobre a sociedade²⁴.

Uma justificação para a presença destas cláusulas nos contratos de financiamento (em especial, nos empréstimos obrigacionistas) é fornecida pela teoria da agência – a *agency theory of covenants* (ATC) –, desenvolvida por Jensen/Meckling (1976), Myers (1977) e Smith/Warner (1979), que parte da consideração do conflito de interesses existente entre *stockholders* ou *equityholders* e *bondholders*, resultante de muitas condutas favoráveis aos interesses dos accionistas (*v.g.*, distribuições de lucros) prejudicarem os interesses dos obrigacionistas: a ATC assenta na premissa de que existem incentivos para os administradores agirem no interesse dos accionistas, aumentando os riscos de comportamentos lesivos para os interesses dos credores; simplesmente, segundo a ATC, estes sujeitos antecipam tal comportamento oportunístico por parte dos administradores, atribuindo o preço à dívida em conformidade. Assim, os accionistas pagam *ex ante* (quando a dívida é emitida) qualquer «expropriação» levada a cabo *ex post*. Como os accionistas suportam os custos de agência da dívida, têm incentivos para minimizar os custos do financiamento, acordando nas restrições típicas dos *covenants*, que implicam, como dito, constrangimentos voluntários à actuação da administração (impondo determinados comportamentos e proibindo outros)²⁵⁻²⁶⁻²⁷. A influência sobre a administração torna-

²⁴ A supervisão do cumprimento do contrato e, portanto, a avaliação da existência de eventuais incumprimentos pode ser feita em termos diversos: em especial sobre o *maintenance test* e o *incurrence test*, *cfr.* SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 44 ss..

²⁵ Uma vez que os custos de agência são inversamente proporcionais à situação financeira, quanto mais gravosa é a situação da sociedade, maior a probabilidade de identificação destes acordos.

²⁶ *Cf.* MICHAEL BRADLEY/MICHAEL R. ROBERTS, *The structure and pricing of corporate debt covenants* (13 de Maio de 2004), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=466240>, apresentando dados estatísticos destinados a corroborar as conclusões da ATC; sobre as diversas explicações para o recurso ao instrumento em estudo, *cfr.* FLAVIO BAZZANA, *A bank covenants pricing models* (Maio de 2008), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=11363660>; SUDHEER CHAVA/MICHAEL R. ROBERTS, *How does financing instruments impact investment? The role of debt covenants* (Agosto de 2007), AFA 2007 Chicago Meetings Paper, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=854324>, distinguindo entre *covenants* para prevenir reduções de valor da sociedade em resultado da conduta dos administradores e *covenants* definindo direitos de controlo, *i.e.*, regulando as circunstâncias em que os credores podem intervir na gestão. Neste tipo de convénios, a transferência de direitos de controlo funciona como incentivo à boa gestão

-se particularmente intensa no caso – frequente²⁸ – de incumprimento dos acordos. Por essa razão se fala em *loaning to own*²⁹, aludindo, sobretudo, à capacidade de o credor tomar o controlo da sociedade em caso de incumprimento, *maxime* tornando-se mesmo accionista (controlador), através de *debt-equity swaps* contratualmente acordados³⁰.

(«bom» comportamento significa manter o controlo e benefícios associados ao controlo; «mau» comportamento implica a perda do controlo e inerentes benefícios). Os acordos em estudo funcionam, em termos práticos, como alternativas à protecção legal dos credores, em boa medida insuficiente. Cf., *v.g.*, RAFAEL LA PORTA/FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, *Creditor protection and bankruptcy law reform*, em World Bank Institute, *Resolution of Financial Distress. An international perspective on the design of bankruptcy laws*, Washington 2001, 65-90, alertando para as consequências de uma fraca protecção dos credores. Bem se vê, portanto, que, apesar dos conflitos de interesses que são susceptíveis de gerar, são inequívocas as vantagens económicas dos *covenants*. Para mais desenvolvimentos, cf., *v.g.*, SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 48 ss..

²⁷ Uma das mais importantes conclusões da teoria da agência é, pois, aquela segundo a qual o recurso ao tipo de acordo em estudo reduz o custo do crédito (reduzindo a discricionariedade dos accionistas e dos administradores *ex post* reduz-se o custo da dívida *ex ante*). Deve, todavia, notar-se, com SADHEER CHAVA/PRAEVEEN KUMAR/ARTHUR WARGA, *Managerial moral hazard and bond covenants* (26 de Maio de 2007), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=989342>, que a literatura normalmente se concentra apenas nos riscos de agência enfrentados pelos credores resultantes dos conflitos de interesses, apontados no texto, entre titulares do capital e credores, não considerando que a actuação dos administradores no sentido da maximização do *shareholder value* é desmentida pela tese da separação entre propriedade e controlo (recorde-se, particularmente, o fenómeno do *management entrenchment*). Nestes termos, os administradores, em caso de conflito de interesses, actuarão, potencialmente, em benefício dos credores (*v.g.*, obrigacionistas) e não dos accionistas. De qualquer modo, os credores, nas suas decisões respeitantes ao crédito, consideram e calculam esta possibilidade.

²⁸ ILIA DICHEV/DOUGLAS J. SKINNER, *Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis* (Junho de 2008), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2714>, demonstram, com base em dados empíricos, a frequências das violações, a qual não tem, todavia, correspondência na actuação da consequência mais gravosa associada a essa violação (a retirada dos fundos, conducente à insolvência da sociedade). Típica é, todavia, a transmissão de direitos de controlo para os credores (cf., *v.g.*, CHAVA/ROBERTS, *How does finance* cit., *passim*), o que, designadamente, acarreta amplas consequências quanto ao investimento levado a cabo pela sociedade e, em geral, quanto à forma de tomada das decisões financeiras [cf. MICHAEL R. ROBERTS/AMIR SUTI, *Control rights and capital structure: an empirical investigation* (11 de Agosto de 2008), *9th Annual Texas Finance Festival, AFA 2008 New Orleans Meetings*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=962131>].

²⁹ MICHELLE M. HARNER, *The corporate governance* cit., 110.

³⁰ Repare-se que o controlo do credor não se circunscreve ao momento do incumprimento. Os *covenants* representam, já por si, ingerências significativas na gestão, as quais, de resto, nem sempre são suficientes para assegurar os direitos do credor, de tal maneira que este tende a exercer uma influência alargada sobre a gestão. Cf., em especial, WILLIAM H. MECKLING/MICHAEL C. JENSEN, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1 de Julho de 1976),

Por essa razão escreve de forma exemplar Eilís Ferran³¹, «*covenants*, que são restrições contratuais aos termos em que o capital é fornecido, são, num sentido lato, o equivalente, em termos de financiamento por dívida (*debt finance*), ao controlo que os accionistas têm o direito de exercer através dos votos associados às respectivas acções». Esta estreita ligação entre os intervenientes, não obstante formalmente diversa, não se distingue substancialmente da ligação existente entre sócio e sociedade. Veremos, na realidade, que não é possível concordar com Servatius³² quando escreve que não existe, entre sociedade mutuária e credor, uma conexão especial similar à conexão especial societária. Bem ao contrário, o que releva, como aliás reconhece o próprio Autor, é a posição funcional de controlo adquirida pelo mutuante e a intensa susceptibilidade de influência que faculta sobre a gestão da sociedade devedora, existam ou não *covenants*³³. Por essa razão apontámos a necessidade de assumir a diluição da clássica distinção entre capital externo e capital interno, motivada por novas formas de financiamento e, mais amplamente, pelo poder de influência em geral adquirido pelo grande credor³⁴. Pelo mesmo motivo se vulgarizou a

em MICHAEL C. JENSEN, *A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*, Harvard University Press, Dezembro 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, n.º 4, 1976. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94043> ou DOI:10.2139/ssrn.94043. Os Autores, construindo uma teoria da estrutura de propriedade da empresa a partir das teorias dos direitos de propriedade, da agência e da finança, apontam, em relação aos *covenants*, que, em princípio, seria possível aos obrigacionistas incluir diversas cláusulas pelos quais fosse limitada a actuação da administração tendo em vista a protecção dos seus interesses. No entanto, segundo os Autores, estas provisões, para protegerem eficazmente os obrigacionistas, teriam que ser de tal maneira pormenorizadas e cobrir todos os aspectos operacionais da empresa, incluindo limitações ao grau de risco dos projectos empreendidos, que envolveriam custos de fiscalização (*monitoring costs*) muito elevados [incluindo custos de redacção das cláusulas, custos da sua implementação e a redução (potencial) da rendibilidade da empresa (devido a limitação da aptidão da administração para adoptar as decisões óptimas), associados às características da gestão como processo contínuo de tomada de decisões]. Assim, torna-se dificilmente praticável a satisfação das condições de protecção em causa sem que os obrigacionistas (ou outros credores) assumam eles próprios o controlo da sociedade.

³¹ *Principles* cit., 57.

³² *Gläubigereinfluss* cit., 3.

³³ Bem se compreende que o poder dos credores não resulte sempre de convenções dirigidas à sua institucionalização, directa ou indirecta. A simples posição fáctica que a disponibilização dos fundos necessários à sociedade faculta e a susceptibilidade de manipulação do momento e termos da sua restituição cumpre função equivalente.

³⁴ De acordo com a teoria económica da empresa, os capitais próprios seriam fornecidos pelos sócios, respondendo tais capitais pelas perdas que a sociedade sofresse, sendo certo que seria expectável que os sócios fossem capazes de influenciar a gestão, desenvolvida no seu interesse; já

separação, de entre os clássicos financiadores externos, entre os *adjusting creditors*, capazes de salvaguardar os seus interesses financeiros através da obtenção de direitos de informação e participação na sociedade financiada (aproximando-se da posição de proprietários da empresa), e os *non adjusting creditors*, que não dispõem desse poder. Os conflitos de interesses entre ambos ocorrem não raramente.

A licitude dos convénios que directa ou indirectamente atribuem o controlo da sociedade a uma empresa exterior deve ser ponderada à luz das regras e princípios jurídico-societários vigentes, sobretudo considerando que o Código das Sociedades Comerciais parece adoptar uma postura de restritividade, no que toca à deslocação do poder de direcção social³⁵. Na verdade, apenas no caso de celebração de contrato de subordinação ou em situação de domínio total se confere formalmente à sociedade-mãe o poder de dar instruções à sociedade-filha; a sociedade dominante, fora destas situações, está, aparentemente, limitada no exercício do poder de influência de que é titular. Em particular, nas sociedades anónimas, o princípio da independência da administração é levado tão longe que mesmo os accionistas não podem dar instruções à administração³⁶. Por seu lado, também os acordos parassociais não podem res-

os fornecedores de capitais externos não teriam qualquer poder de influência e não arriscariam a perda dos capitais. Simplesmente, o sócio pode contribuir com capitais externos (hipótese particularmente plausível nas sociedades anónimas, onde a identificação de suprimentos, na ausência de previsão legal, assume maior complexidade) e pode não ter qualquer poder de influência sobre a gestão; o terceiro, por seu lado, pode contribuir com capitais próprios (ou quase-próprios) e, sobretudo, pode obter poder de controlo sobre a administração. Noutros termos: nem todo o sócio tem poder de influenciar a gestão; nem todo o credor se abstém de exercer essa influência. Cf., por todos, SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 18.

³⁵ Problema prévio é o da licitude das cláusulas individuais integrantes dos *covenants*, independentemente do poder de controlo que atribuem. Cf., sobre algumas destas cláusulas, JOANA PEREIRA DIAS, *Contributo* cit., 916 ss..

³⁶ Já no âmbito das sociedades por quotas, a assembleia geral encontra-se, como se sabe, legalmente autorizada a deliberar em matéria de gestão, podendo, designadamente, dar instruções à gerência, conforme resulta do artigo 259.º do CSC, que determina a necessidade de a gerência exercer as suas competências no «respeito pelas deliberações dos sócios», bem como do confronto com a regra do artigo 373.º/3 aplicável às sociedades anónimas, e ainda da índole geral das sociedades por quotas enquanto sociedades ainda próximas das sociedades de pessoas. Cfr., *v.g.*, RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, vol. II, Coimbra, 1989, 165; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das sociedades*, vol. II, Coimbra, 2006, 403 e 404. Não vigora, pois, nas sociedades por quotas o princípio de independência da administração face aos sócios que se identifica nas sociedades anónimas, onde as matérias de gestão se encontram excluídas da competência da assembleia geral, salvo quando a própria administração decida submetê-las a deliberação dos accionistas (artigo 373.º/2 e 3). Nestes termos, a sociedade que

peitar à conduta dos intervenientes no órgão de administração (artigo 17.º/2), tudo contribuindo para reforçar as dúvidas que os convénios agora em análise são susceptíveis de gerar. Maiores hesitações são justificadas à luz da inexistência de mecanismos de protecção semelhantes àqueles que encontramos no Título VI do CSC, quanto aos grupos de sociedades (v.g., artigos 501.º-504.º), ou no artigo 83.º do CSC, no que toca à responsabilidade solidária do sócio que tem o direito de designar os administradores, por exemplo.

No ordenamento alemão, apesar das dúvidas suscitadas, a licitude do envolvimento na gestão tem sido reconhecida ao abrigo do princípio da liberdade contratual e não obstante a proibição da heteronomia societária. Em especial, seria possível o envolvimento de um «sócio oculto» (*stiller Gesellschafter*) nas decisões de administração³⁷ e, mesmo nos contratos de financiamento em geral, as

disponha de mais de metade do capital ou dos direitos de voto na assembleia geral de outra sociedade encontra-se, em princípio, em condições de alinhar a gestão da sociedade dependente com a sua própria gestão, criando a unidade de direcção que caracteriza o grupo (de facto). Obstáculo fundamental à gestão uniforme das sociedades agrupadas será, todavia, porventura, a insusceptibilidade de emissão de instruções desvantajosas, atendendo à inaplicabilidade à relação de domínio (ainda quando qualificado) do artigo 503.º, bem como do inerente sistema de protecção da sociedade dominante, credores e sócios, resultante dos artigos 501.º, 502.º e 504.º. Perante a omissão de regulamentação específica das relações de domínio, mantém-se naturalmente aplicável o Direito societário geral: a respectiva interpretação e aplicação – condicionadas pelo reconhecimento das relações de coligação no Título VI do CSC – devem, todavia, operar de forma favorável à extensão do espaço de operatividade do poder de direcção da sociedade dominante, dentro dos limites da compatibilidade com a tutela da sociedade dominada, dos seus sócios minoritários e credores, não devendo, por essa razão, os instrumentos de Direito societário geral constituir entrave ao exercício efectivo da influência dominante (nem, conseqüentemente, à gestão unitária que esta possibilita) para além da necessidade de tutela efectivamente reclamada pelos interesses em jogo: movendo-se embora a simples influência dominante prevista no artigo 486.º num perímetro operativo mais limitado que o poder de direcção unitária assente em participação totalitária ou em contrato de subordinação (artigos 488.º ss.) – *maxime* pela ilicitude da emissão de instruções desvantajosas (artigo 503.º/2) –, é, em todo o caso, lícita a construção de um espaço de legitimação jurídica do exercício do referido poder de facto, através da interpretação das normas jus-societárias gerais em sentido favorável à relevância da relação de domínio, num exercício a realizar caso a caso (v.g.: à definição do interesse social da sociedade dependente não é indiferente, dada a especial relação intersocietária, o interesse da dominante ou o «interesse do grupo»).

³⁷ A *stille Gesellschaft* (sociedade oculta) está regulada, hoje, nos §§ 230 ss. HGB, onde surge como sociedade de pessoas, sem personalidade jurídica, tendo em vista determinado escopo, incluindo o estabelecimento de uma relação qualificada de crédito: o associado não-aparente confia ao empresário um determinado valor, eventualmente adquirindo uma posição quase-empresarial, quando tenha envolvimento na actuação empresarial. Trata-se de figura que tem correspondência, entre nós, no contrato de associação em participação, regulado pelo Decreto-Lei n.º 231/81,

lacunas de regulação não excluiriam os *covenants*, apesar das dificuldades suscitadas pela falta de mecanismos legais de protecção dos interesses conflitantes.

Também no ordenamento português não deve rejeitar-se, em princípio, a admissibilidade destes contratos, sem prejuízo da necessidade de verificação casuística da compatibilidade das diversas cláusulas com as regras legais vigentes. Elas são, na sua configuração típica, lícitas, não extravasando os limites da autonomia privada e guiando-se por interesses legítimos de ambos os intervenientes (nos termos da ATC: a protecção dos credores; a redução dos custos do crédito para os devedores). Mesmo quando facultem, de facto, o controlo sobre a administração, não contrariam, quanto a nós, o Direito vigente. Existem, apenas, óbvias lacunas regulatórias, mas que nem sequer são exclusivas da área onde agora nos movemos, antes dela participando todo o Direito positivo dos grupos de sociedades. Noutros termos: tal como cabe reconhecer em relação ao controlo accionista não assente em contrato de subordinação ou em domínio total, também no caso de controlo por terceiro (*maxime*, financiador) não deve ver-se, na ausência de regulação, uma proibição de exercício da influência dominante mas antes o imperativo e a oportunidade para a construção de um sistema de protecção eficaz. Este falta, em absoluto, no Direito português – exclusivamente dirigido à protecção dos credores, seja no decurso da vida societária ou no processo de insolvência –, o qual ignora que os credores, em vez de *outsiders*, podem surgir como *insiders*, conforme sublinhámos introdutoriamente. Tendo em conta as vantagens económicas dos *covenants*, não se vê como defender, em termos paternalistas, uma genérica ilicitude dos *covenants* que importem, para o credor, poder de influência sobre a sociedade. Como escreve, na esteira de Fleisher, Servatius³⁸, «a sociedade deve decidir por si qual o seu melhor interesse», não sendo possível, quanto a nós, advogar a genérica ilicitude dos acordos por atribuírem o controlo sobre a empresa: ponto é que se descubra os mecanismos de protecção da sociedade, accionistas e demais *stakeholders* (*maxime*, outros credores: em princípio *non-adjusting creditors*)³⁹.

de 28 de Julho (artigos 21.º ss.), ainda que a nossa lei não acolha o esquema societário tipicamente alemão (tal como também não acolhe o esquema comutativo italiano). Cf. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito comercial* cit., 627 e 628.

³⁸ *Gläubigereinfluss* cit., 82, 88.

³⁹ A propósito dos conflitos de interesses entre os diversos grupos de credores (*maxime*, *adjusting* e *non-adjusting creditors*) é significativa a expressão de MANKOWSKI, em LUTTER, *Das Kapital der Aktiengesellschaften in Europa*, 488 ss. (496), «o que é bom para um banco não tem, de forma alguma, que ser bom para o credor consumidor» (*apud* SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 84).

3. O domínio pelos credores: relevância à luz do sistema jurídico-societário positivo

A licitude dos *covenants* não permite esconder a necessidade de encontrar mecanismos de limitação do poder dos credores controladores e de eventual responsabilização dos mesmos: a influência que podem exercer sobre a administração (e eventualmente sobre os próprios accionistas) faz com que a sua posição se aproxime de tal maneira da do accionista controlador que não se compreenderia que não se procurasse regular a forma e os limites da sua ingerência na sociedade controlada em termos paralelos àqueles que regem a actuação desse outro sujeito. E não se pense que não ocorrem conflitos de interesses relevantes neste caso: a prática estrangeira, mais familiarizada com os problemas do controlo, afasta radicalmente esta ideia, estando documentada a necessidade de encontrar mecanismos de protecção da sociedade devedora, dos seus sócios (em particular minoritários) e dos demais credores sociais. Encontramo-nos, inequivocamente, perante situação de conflito em tudo análoga à do «conflito do grupo» em sentido estrito.

Em rigor, não se justifica, pois, a diferenciação, de carácter meramente formal, entre a posição daquele que exerce o controlo em virtude de participação social ou de contrato de subordinação e a daquele que se encontra em situação análoga em virtude de contrato de financiamento ou de outro contrato civil ou comercial equivalente do ponto de vista dos efeitos. A diferença formal da fonte do controlo não afecta nem o âmbito nem as características e a intensidade da influência exercida (real ou potencialmente). Simplesmente, o controlo de tipo económico não é reconhecido como fonte de relação de domínio à luz do Código das Sociedades Comerciais e, ainda que se integrasse no artigo 486.º, ficaria por resolver o problema da protecção da sociedade controlada, dos seus accionistas e dos restantes credores da sociedade, dado o carácter lacunar que o sistema português de grupos de sociedades apresenta, em resultado da estratégia de regulação seguida. Na realidade, ao contrário da generalidade dos ordenamentos continentais – incluindo aqueles que constituíram as principais fontes do Título VI do CSC, relativo às sociedades coligadas⁴⁰ – o sistema normativo português dos grupos de sociedades não se encontra

⁴⁰ O Título VI do CSC teve como principais fontes a *Aktiengesetz* alemã de 1965 (cf. §§ 15-22 e §§ 291-328), os projectos de *IX Directiva das Sociedades Comerciais*, sobre grupos de sociedades (a qual, como é sabido, não chegou a ser aprovada, podendo o texto traduzido da última versão do projecto, de 1984, ser consultado em MENEZES CORDEIRO, *Direito europeu das sociedades*,

tra construído sobre o conceito de *controlo* ou de *domínio*, para o qual, aliás, não foi estabelecida qualquer disciplina de âmbito geral: ressalvados os deveres de publicitação e de comunicação e a proibição de aquisição de participações, previstos nos artigos 486.º/3 e 487.º (e 325.º-A e 325.º-B), respectivamente, o Código não associa um regime jurídico específico à situação de domínio, surgindo importantes lacunas na matéria. Omite, com efeito, a lei portuguesa qualquer tutela preventiva ou sucessiva das sociedades em relação de domínio, bem como dos respectivos sócios externos e credores – diferentemente do que sucede nas relações de grupo –, não obstante o perigo, potencial ou real, decorrente da susceptibilidade ou até efectividade da situação de controlo, capaz de permitir, à sociedade dominante, impor *de facto* a direcção unitária do «grupo» e assim colocar em crise a autonomia económico-patrimonial e organizativa da sociedade dominada, afectando a consistência dos direitos patrimoniais e participativos dos respectivos sócios livres, quebrando a igualdade entre estes e os sócios internos ou controladores, e esvaziando, do mesmo passo, a garantia patrimonial dos credores⁴¹.

Na realidade, o controlo ou influência dominante legitima *de facto* – se não também *de jure* –, um poder de direcção unitária das sociedades coligadas, permitindo explicar que, em diversas legislações estrangeiras, se presume a direcção unitária – e, por essa via, a existência de um grupo (de facto) – a partir da influência dominante. O mesmo não sucede na lei portuguesa⁴². Nesta, não se

Coimbra, 2005, 751 ss.), bem como a *Lei das Sociedades Anónimas* brasileira de 1976 (artigos 243.º-277.º) e ainda a Proposta de Lei *Cousté* francesa de 1978 [*Proposition de loi sur les groupes de sociétés et la protection des actionnaires, du personnel et des tiers*, cuja última versão data de 1978; o texto desta proposta, que não chegou a ser aprovada, está disponível em KLAUS HOPT, *Groups of companies in European laws*, em *Legal and Economic Analysis on Multinational Enterprises*, II (1982), 296-319]. Não obstante as inequívocas influências externas apontadas, o CSC concebeu um modelo original de regulação dos grupos, sem correspondência directa em qualquer das legislações apontadas.

⁴¹ Sem esquecer que a própria posição dos sócios e credores da sociedade dominante não deixa de ser afectada.

⁴² O CSC não enquadra normativamente a transição da relação de domínio para uma relação fáctica de grupo, *i.e.*, a passagem da mera susceptibilidade de exercício de uma direcção unitária para o efectivo exercício dessa direcção, geradora do grupo de facto. Longe nos situamos, pois, por exemplo, da solução da lei alemã das sociedades anónimas: na sequência do § 17 I da AktG, que define o conceito de sociedades dependentes com recurso à ideia de «influência dominante» (*beherrschenden Einfluss*) – que se presume, nos termos do § 17 II, quando uma das sociedades detém a maioria do capital da outra (§ 16) –, o § 18 determina que, havendo domínio, se presume a existência de um grupo (*Konzern*), ao qual se aplicam os §§ 311 a 318 se não existir contrato de subordinação (*Beherrschungsvertrag*) ou convenção de atribuição de lucros (*Gewinnabfüh-*

identifica a conexão genética entre *influência dominante* e *grupo* que permitiria, justificadamente, colocar o *controlo* no centro do sistema de grupos de sociedades, não obstante o artigo 486.º do CSC de 1986 ter previsto inovatoriamente uma noção de «relação de domínio» com alcance geral. A *influência dominante* surge, sinteticamente, como o poder que assiste à sociedade dominante de, imediata ou mediatamente⁴³, agir sobre o *governo* da dependente, determinando a sua vontade juridicamente relevante⁴⁴, seja pelo poder de directamente escolher os administradores (artigo 486.º/2, c), seja pelo poder exercido sobre a assembleia geral da controlada e inerente «força persuasiva» sobre o comportamento dos administradores (artigo 486.º/3, b)), seja ainda por meio diverso: *v.g.*, as interconexões de pessoal, *maxime* administradores duplos ou comuns, participações minoritárias em contexto de dispersão do capital, ou

rungsvertrag) – grupo de facto (*faktischer Konzern*) – ou os §§ 292 ss., no caso contrário – grupo contratual (*Vertragskonzern*). Por outras palavras, presume-se, *juris tantum*, no Direito alemão, que a sociedade (*rectius*, empresa) que dispõe da *potencialidade* de exercício da direcção unitária (*influência dominante*) a exerce *efectivamente* (*directão unitária*), constituindo, com as sociedades dominadas, um grupo. Também em França – mas apenas *de jure condendo* – a Proposta de lei *Cousté* fazia presumir a existência de um grupo (artigo 3.º/2) sempre que uma sociedade dispusesse, sobre outra, de uma «influência que permite exercer o poder de decisão» (artigo 1.º). Bem se vê que o papel central desempenhado, nestas regulamentações, pelo conceito de «influência dominante» ou de «controlo» não encontra paralelo na lei portuguesa. Nesta não se presume a existência da *directão unitária* (nem, conseqüentemente, do *grupo*) a partir da simples verificação de uma situação de *domínio* ou *controlo*: só nos casos de domínio total (artigos 488.º–491.º) e de contrato de subordinação (artigos 493.º–508.º), bem como no de contrato de grupo paritário (artigo 492.º), é possível identificar um grupo de sociedades relevante para os efeitos do Título VI do CSC e, designadamente, quanto aos grupos de subordinação, para efeitos do direito de dar instruções (artigo 503.º), da responsabilidade por dívidas (artigo 501.º) e da obrigação de compensação das perdas da filial (artigo 502.º). Estas constituem, na realidade, o núcleo da disciplina das sociedades em relação de grupo, visando – não obstante as múltiplas falhas regulatórias detectadas – fornecer uma tutela efectiva à sociedade subordinada, sócios externos e credores sociais.

⁴³ A influência dominante pode ser directamente exercida por uma sociedade sobre outra, mas pode sê-lo, também, de forma tão-somente indirecta (conforme resulta dos artigos 486.º/1 e 483.º/2), através de «sociedade que dela seja dependente, directa ou indirectamente, ou com ela esteja em relação de grupo» ou ainda de pessoa (singular ou colectiva) que «seja titular por conta de qualquer dessas sociedades» (*v.g.* mandatário sem poderes de representação). O domínio indirecto concorre, mas não substitui nem elimina, o domínio directo, aplicando-se, nos vários níveis da cadeia de domínios, o regime jurídico respectivo. Diferente do domínio indirecto é o domínio conjunto (sobre este, *cfr.*, em especial ENGRÁCIA ANTUNES, *Participações qualificadas e domínio conjunto – A propósito do caso “António Champalimaud - Banco Santander”*, Coimbra, 2000, 74 ss.).

⁴⁴ PAULA COSTA E SILVA, *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol. V, Coimbra, 2004, 325–342 (334).

também, naturalmente, a celebração de contratos de subordinação ou domínio⁴⁵. Na realidade, a concretização da noção de «influência dominante», oferecida pelas presunções fixadas no n.º 2 do artigo 486.º, não permite esgotar o respectivo universo, nem esconde a necessidade de, ao critério puramente formal, se fazer sobrepor um critério material ou funcional de domínio, que atenda ao real equilíbrio de poderes na sociedade e não à formal detenção da maioria do capital ou dos direitos de voto (tomando em consideração, *v.g.*, o grau de dispersão do capital e conseqüente redução da percentagem de capital necessária ao controlo), relevando, pois, para efeitos do artigo 486.º, todos os meios capazes de facultar o poder de influenciar a gestão dos assuntos sociais. Exigir-se-á, contudo, que o domínio – localizado ao nível do órgão de gestão⁴⁶ – seja jus-societariamente organizado, traduzindo o tipo de conexão de que o Direito das sociedades se ocupa. Conforme tem sido entendido, o controlo económico não preenche esta exigência.

De facto, parece ser verdadeiramente problemática a admissibilidade de um controlo contratual de tipo exclusivamente económico, *i.e.*, não organizado institucionalmente, resultante dos instrumentos gerais do Direito civil e comercial⁴⁷, sendo frequente operar-se uma rígida separação entre o controlo contratual jus-societariamente organizado (fundado em contrato de domínio) e o controlo contratual fundado em contrato cujo objecto não é (directamente) a instituição do domínio, mas que indirectamente o origina. Apenas o primeiro seria relevante para efeitos do Direito das sociedades comerciais e não já o segundo.

A doutrina e a jurisprudência têm-se pronunciado, maioritariamente, contra a relevância do controlo económico: o Direito dos grupos protegeria a sociedade dependente face a tentativas jus-societárias de influência e não face

⁴⁵ A influência dominante diz-se *interna* quando resulta de uma participação social (controlo accionista) e *externa* quando resulta de contratos concluídos entre as sociedades (controlo contratual). No caso de celebração de contrato de subordinação ou domínio, cumulam-se as relações de domínio (artigo 486.º) e de grupo (artigos 493.º ss): inexistindo incompatibilidade de regimes, aplicam-se, simultaneamente, as regras previstas para uma e outra modalidades de coligação societária. A respeito da participação social como instrumento de influência dominante, cf., em especial, OSÓRIO DE CASTRO, *Participação no capital das sociedades anónimas e poder de influência*, RDES ano XXXVI, Out-Dez. 1994, 333-356.

⁴⁶ O controlo é, assim, influência sobre o órgão de administração e não sobre o órgão deliberativo: o controlo sobre a assembleia releva, pois, mas apenas indirectamente, enquanto instrumento de influência sobre o órgão de administração.

⁴⁷ Para alguns exemplos, cf., entre nós, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos* cit., 517.

a perigos de tipo puramente económico⁴⁸. O problema é, todavia, mais complexo. Com efeito, se esta posição poderá prevalecer quando em causa está a definição do âmbito das relações de domínio previstas no artigo 486.º do CSC – atendendo à fisionomia das (escassas) consequências jurídicas associadas a esta modalidade de coligação –, o mesmo não sucede quando se trata de procurar mecanismos de equilíbrio e de protecção dos interesses em conflito. Não deve, pois, pensar-se que a regulação do controlo de base económica é apenas tarefa do Direito civil em geral ou do Direito da concorrência, desenquadrada da temática do grupo: as preocupações típicas trazidas pelo controlo interempresarial valem aqui, justificando-se ou impondo-se um tratamento integrado do conflito do grupo *stricto sensu* e das situações a ele análogas.

Cumpre, na realidade, reconhecer que o controlo que resulta, automaticamente, da detenção de participações sociais ou de contrato de domínio – permitindo dirigir a administração e as operações de diversas sociedades – pode ser atingido de forma igualmente eficiente através de outros acordos (*v.g.*, contratos de franquia, contratos de licença, contratos de crédito) que revelam um poder negocial desproporcionado da sociedade dominante, criando qualidades equivalentes, em termos de domínio e de subserviência, àquelas que caracterizam a relação entre a sociedade-mãe e as suas subsidiárias⁴⁹: o imperativo de

⁴⁸ Seria tarefa do Direito da concorrência, bem como do Direito civil geral (*maxime*, do Direito das obrigações), manter o exercício do poder económico dentro de limites adequados (cf., *v.g.* LIEBSCHER, *GmbH-Konzernrecht. Die GmbH als Konzernbaustein*, München, 2006, 39; RAISER/VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, München, 2001, 822; ZEIDLER, em MICHALSKI, *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)*, vol. I, München, 2002, 430). Na jurisprudência alemã, assume relevância fundamental a sentença BuM do BGH de 26-Mar.-1984, BGHZ 90, 381. Cf. ainda as sentenças cit. por EMMERICH, em *Scholz Kommentar zum GmbH-Gesetz mit Anhang Konzernrecht*, vol. I, 10.ª ed., Köln, 2006, Anh. § 13, 828, nota 1. Circunstâncias de tipo económico já relevariam, todavia, para efeitos do Direito das sociedades comerciais em geral, e dos grupos de sociedades em particular, quando atribuam a um sócio minoritário um poder de influência equiparável ao de um sócio maioritário: *i.e.*, para demonstrar a existência da *influência dominante* são susceptíveis de relevar factores exógenos (de natureza extra-societária) que reforçam o poder do sócio minoritário. Assim, *v.g.*, LIEBSCHER, *GmbH-Konzernrecht cit.*, 39 e 43; DECHER, em *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, vol. III, *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, München, 2003, § 67, 1316.

⁴⁹ Assim, BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups I cit.*, suplemento 2007, §§ 1-3 e 6-11. No ordenamento italiano, há muito que é reconhecido que o controlo económico pode determinar estados de sujeição de uma empresa a outra com a intensidade necessária para a respectiva relevância jurídica à luz do artigo 2359 do *Codice Civile*: tal controlo é susceptível de permitir um verdadeiro e próprio poder de ingerência e de direcção da actividade da empresa, idóneo a incidir sobre a autonomia e a independência da gestão da

unidade valorativa obriga a procurar resposta uniforme para a generalidade das hipóteses de integração económica – real ou potencial – de empresas, independentemente da sua forma técnica de organização. Gerando a inter-relação económico-funcional das empresas sob controlo comum um perigo qualitativamente idêntico ao «perigo do grupo», deixa de ser possível negar a relevância do tema no contexto próprio do Direito dos grupos⁵⁰.

Noutros termos, como sinteticamente expõe Blumberg, «o Direito dos grupos de sociedades não se limita aos grupos empresariais compostos por sociedades-mães e por subsidiárias. Deixando de parte a questão das formas societárias, os factores que fundamentam a estreita ligação que caracteriza as empresas conduzidas colectivamente por empresas afiliadas encontram-se em numerosas outras relações económicas familiares envolvendo partes relacionadas dominante e dependente (...)»⁵¹. Serão esses factores (i) o «controlo» (assente embora em contrato e não em participação social), (ii) o desenvolvimento colectivo de actividade sob a forma de empresa economicamente integrada, (iii) o uso de uma imagem comum e (iv) a interdependência administrativa e financeira. Sempre que estes factores (indiciários) se verifiquem – real ou potencialmente – estão, pois, verificados os pressupostos que justificam o tratamento conjunto do controlo externo (exercido por não accionistas, numa base não institucional) e do controlo interno (exercido ou por accionistas controladores ou por via de contrato de subordinação), sem prejuízo da consideração da especificidade do controlo económico face ao controlo organizado em termos jus-societários.

A proximidade das situações é particularmente clara e típica não só no caso dos contratos de crédito de que aqui tratamos, mas também no caso da relação de *franchising*⁵², como temos sublinhado: franqueador e franqueado encontram-

outra parte. Cf., por todos, LAMANDINI, *Il «controllo». Nozione e «tipo» nella legislazione economica*, Quaderni di GiurCom 155, Milão, 1995, 184 ss..

⁵⁰ Inaceitável é o entendimento segundo o qual o controlo económico é «controlo sobre a empresa» enquanto o controlo orgânico é «controlo sobre a sociedade» (assim, VALZER, *I potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, em *I Nuovo Diritto delle Società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. III, Torino, 2007, 833-885, 841). Não podemos compreender semelhante diferenciação.

⁵¹ *The transformation of modern corporation law: the law of corporate groups*, 37 Conn. L. Rev. (2005) 605-615.

⁵² Excelentes exemplos são referidos em BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups* V cit., §§ 160-5 e 160-6: pense-se, por hipótese, nos negócios desenvolvidos pela Hilton, Holiday inn ou Hertz, em que o público não consegue distinguir se em causa estão empresas multinacionais organizadas nos termos tradicionais sociedade-mãe/sociedade-

se ligados por contrato de franquia que assegura ao primeiro uma posição dominante em assuntos operacionais e conexos, chegando a considerar-se que o contrato permite formar uma *empresa*, da mesma maneira que a relação de *propriedade* entre empresa-mãe e empresa-filha o permite⁵³⁻⁵⁴. Devido ao poder de controlo do franqueador e à potencial e provável ocorrência de conflitos de interesses entre este e o franqueado, o Direito dos grupos de empresas, em sentido amplo, não pode demitir-se da consideração da problemática decorrente da relação de franquia e outras relações análogas. O mesmo ocorrerá no âmbito dos contratos de licença, entre outros.

À luz do que escrevemos, o controlo económico é passível de gerar uma relação entre empresas suficientemente próxima e intensa para, em casos determinados, poder falar-se num grupo de facto, não obstante no ordenamento português esta categoria ser mais restrita do que a sua correspondente no Direito alemão: como resulta da análise anterior, no espaço jurídico germânico, os grupos assentes em participação totalitária não vêem legitimado o poder de direcção nem se encontram, em geral, sujeitos ao regime dos grupos contratuais⁵⁵. Diferentemente, em Portugal, a relação de domínio total é considerada

filha ou se, diferentemente, se trata de unidades operacionais independentes de franqueados funcionando sob o «controlo» e nome e imagem de marca do franqueador, com extensa integração das operações objecto da franquia. Num caso real, decidido jurisprudencialmente [*Vaughan v. Columbia Sussex Corp.*, 1992 U.S. Dist. Ct. LEXIS 820 (S.D.N.Y. 1992)], tratou-se de um caso em que a cadeia *Holiday Inn* levava a cabo a sua actividade em Nova Iorque através de 6 hotéis operados por subsidiárias e 37 hotéis operados por franqueados. A diferença prática da intensidade e qualidade do «controlo» era irrelevante para os efeitos considerados na investigação.

⁵³ Assim, BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups V* cit., §§ 161-9.

⁵⁴ Sobre a dependência económica na relação de franquia, cf., entre nós, MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *O contrato de franquia*, Coimbra, 2001, 82 ss..

⁵⁵ No ordenamento alemão, o domínio total, na ausência de «integração» de uma sociedade na outra (*Eingliederung*), inclui-se na categoria geral dos «grupo de facto» (*faktischer Konzerne*), regida pelos §§ 311 a 318 do AktG: a empresa dominante não pode exercer a sua influência em sentido prejudicial à sociedade dominada, devendo compensar a última pelos prejuízos causados em violação desta proibição. Diferentemente sucede no caso das «empresas integradas» (*eingeglierte Gesellschaften*): nestas a sociedade principal tem o direito de dar instruções à administração da sociedade incorporada, nos termos do § 323; segundo o § 324(3), a sociedade principal é obrigada a compensar qualquer prejuízo demonstrado no balanço da sociedade incorporada, na medida em que exceda o montante da reserva legal (norma que se aproxima do artigo 502.º), consagrando os §§ 321 e 322, respectivamente, o direito dos credores de exigirem caução e a responsabilidade solidária da sociedade principal para com os credores da sociedade integrada (norma paralela à do artigo 501.º do CSC). No projecto de IX Directiva, o domínio total não é, igualmente, autonomizado, incluindo-se a sociedade dominada no conceito geral de «socieda-

uma modalidade de grupo, submetendo-se às regras previstas para o contrato de subordinação (artigos 501.º a 504.º, *ex vi* do artigo 491.º): daí que seja preferível, entre nós, contrapor os «grupos de direito» (e não «grupos contratuais») aos «grupos de facto». Por outro lado, não pode esquecer-se que os grupos de facto correspondem, na lei portuguesa, a hipóteses de relações de domínio, o que nem por isso diminui o seu papel no Direito e no real panorama societário português.

Aparentemente, o CSC teria, porém, deixado muito pouco ou nenhum espaço para a criação ou institucionalização jurídica dos grupos de facto: ao não conter quaisquer disposições similares àquelas que, no Direito alemão, permitem às sociedades que detêm uma participação maioritária exercer uma influência dominante sobre as participadas num sentido prejudicial aos interesses destas, mediante compensação, a existência e o exercício de uma direcção unitária viveriam sempre balizados pela estrita observância dos princípios jurídico-societários mais gerais em matéria de governo e administração das sociedades independentes⁵⁶. Simplesmente, esta circunscrição jurídica do âmbito de operatividade dos grupos de facto de modo algum é capaz de evitar a criação de grupos *de facto*, *i.e.*, de situações de controlo interempresarial em que é, efectiva ou facticamente, exercida uma direcção unitária, eventualmente num plano «antijurídico», o que nem por isso permite abdicar da busca de instrumentos de tutela (pense-se, *v.g.*, no caso dos grupos de facto qualificados). Os contratos de financiamento, entre outros mecanismos, constituem instrumentos idóneos à atribuição de semelhante controlo fáctico. A inaplicabilidade do Direito positivo dos grupos não nos dispensa, pois, da tarefa de procurar mecanismos de tutela da sociedade e, bem assim, dos seus sócios, credores e outros *stakeholders* alternativos ao Direito legislado⁵⁷.

des afiliadas», previsto no artigo 2.º, com consequente aplicação do regime geral de tutela da sociedade dependente (artigos 7.º a 12.º). Excepciona-se o caso em que tenha lugar a «declaração unilateral para a constituição de um grupo subordinado» (similar à *Eingliederung* alemã), consagrada nos artigos 33.º ss. (cfr. artigo 6.º), caso em que são aplicáveis, por remissão do art. 35.º, as regras dos artigos 24.º a 30.º (previstas para contrato de subordinação), as quais apresentam acentuadas similitudes com as regras dos artigos 501.º ss., aplicáveis ao grupo constituído por domínio total por força da remissão do artigo 491.º.

⁵⁶ Assim, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades*, 2.º ed., Coimbra, 2002, 74 e 75, nota 103.

⁵⁷ Sobre a inaplicabilidade de princípio do artigo 83.º/4 do CSC a sujeitos distintos dos sócios, cf. RUI PEREIRA DIAS, *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas*, Coimbra, 2007, 49 ss..

4. Mecanismos de tutela alternativos: sujeição dos credores controladores a deveres de lealdade?

Afastada a existência de mecanismos específicos de protecção dos interesses afectados pelo controlo exercido pelos credores, resta apelar aos instrumentos gerais do Direito das sociedades e do Direito civil, partindo da apontada proximidade ou equivalência funcional entre a posição do credor e a do sócio, que nos permitiu dizer que aquele surge verdadeiramente como *insider* e não como terceiro. Significa o que escrevemos que o credor não se assume, nas constelações em estudo, como simples terceiro perante a sociedade, devendo ficar sujeito a deveres acrescidos em relação àqueles que resultam do mandamento genérico do *neminem laedere*. A posição dos credores controladores em face da sociedade ultrapassa com clareza, na realidade, a intensidade própria do contacto anónimo e ocasional que caracteriza a área delitual. A intensidade do poder de influência de que dispõem os credores nas constelações em estudo torna premente a ponderação da susceptibilidade de afirmar a sua vinculação a deveres de lealdade tipicamente societários, entendidos estes – importa notar – como decorrência do princípio geral da boa fé.

Tendo em conta as tentativas de autonomização do princípio da lealdade e dos deveres dele decorrentes, esta última chamada de atenção assume particular relevância. A lealdade é – não pode esquecer-se – expressão societária da boa fé⁵⁸. Trata-se de matéria consolidada no Direito civil. A autonomização dos deveres de lealdade neste último campo, apesar de ter sido tentada, não obteve apoio significativo, não obstante o trabalho de referência de Alfred Hueck⁵⁹ e a distinção aí operada entre três padrões de conduta (*Pflichtenmaßstäbe*), numa escala crescente de intensidade: os *bons costumes* (*guten Sitten*) – que actuariam independentemente de qualquer relação específica entre as partes e desempenhariam uma função essencialmente negativa –, a *boa fé* (*Treu und Glauben*) – a qual exigiria uma relação especial entre as partes e prescreveria também deveres positivos – e o *dever de lealdade* (*Treuegebot*) – que reclamaria, mais do que uma relação especial, uma relação comunitária-pessoal (*persönlichen Gemeinschaftsverhältnis*) –.

Se a distinção entre *bons costumes* e *boa fé* constitui contributo importante para a individualização do conteúdo dogmático da boa fé e para a separação

⁵⁸ MENEZES CORDEIRO, *A lealdade no Direito das sociedades*, ROA 66 (2006), 1034-1065.

⁵⁹ *Treuegedanke im modernen Privatrecht*, München, 1947, 1 ss..

desta face a figuras afins⁶⁰, o mesmo não pode dizer-se da diferenciação entre boa fé e lealdade e da consequente elevação desta última a princípio ético-jurídico autónomo. Semelhante autonomização não encontra apoio dogmático suficiente. Ela foi tentada, aliás, no campo jus-laboral mas seria abandonada. A via percorrida nesse esforço autonomizador – a configuração da relação de trabalho como relação comunitária-pessoal (e não meramente obrigacional) – fracassaria afinal: do contrato de trabalho nasceria uma comunidade empregador-trabalhador que daria corpo a uma relação de natureza pessoal, justificando deveres de lealdade (e, bem assim, de assistência) de intensidade superior à dos deveres resultantes da vulgar relação contratual⁶¹. Os deveres de lealdade⁶² ascenderiam, mesmo, a «fórmula privilegiada de caracterização da situação jurídica laboral» e seriam assumidos como via para a própria autonomização do Direito do trabalho⁶³. Com a falência da base comunitária-pessoal, a construção de Hueck, no seu aproveitamento tipicamente jus-laboral, viria a ser abandonada: estabelecido que, na sociedade actual, as relações de trabalho vivem dominadas pela massificação e pelo anonimato, não se vislumbraria que lealdade poderia ser exigida a não ser a lealdade ao contrato: «lealdade ao contrato é a exigência de cumprimento das obrigações assumidas: nada tem a ver com a lealdade reivindicada pela dogmática juslaboral clássica»⁶⁴. A evolução determinaria, pois, a reintegração dos deveres de lealdade no âmbito de operatividade do princípio da boa fé: no Direito do Trabalho actual, eles surgem, dominantemente, como deveres acessórios decorrentes deste princípio, ínsito no próprio princípio geral do artigo 119.º do CT e no artigo 762.º/2, do CC⁶⁵.

⁶⁰ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no Direito civil*, vol. II, Coimbra, 1984, 1161, apontando os méritos da construção de A. HUECK: esta «torna-se importante pelas precisões que adianta. Por norma, as remissões da boa fé para a Ética são vagas, pontuais e conduzem a uma indiferenciação com outras cláusulas, sobretudo, a dos bons costumes; desta feita tenta transcender-se essa incipiência, apresentando-se um sistema completo da ética no Direito, dotado de uma articulação interna. Tal tentativa é corroborável com algumas aplicações jurisprudenciais, embora se deva reconhecer a presença de decisões que a contraditam».

⁶¹ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Da pós-eficácia das obrigações*, Lisboa, 1984, 23 e *Da situação jurídica laboral; perspectivas dogmáticas do Direito do trabalho*, separata da ROA, Lisboa, 1982, 13 ss.. Para as críticas à concepção da relação laboral como relação comunitária-pessoal, *vd.* pp. 27 ss.. Cf. também MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito do trabalho*, Coimbra, 1999, 95 ss..

⁶² Ou «deveres de fidelidade» (cf. ROMANO MARTINEZ, *Direito do trabalho*, 4.ª ed., Coimbra, 2008, 505).

⁶³ MENEZES CORDEIRO, *Da situação cit.*, 42.

⁶⁴ MENEZES CORDEIRO, *Da situação cit.*, 42 e 43.

⁶⁵ Sobre a configuração dos deveres de lealdade no Direito do trabalho actual, cf., por todos,

À semelhança do que se pretendeu no âmbito da relação laboral, também a relação de socialidade – a relação entre sócio e sociedade – seria vista, em aplicação da concepção de Hueck, como relação comunitária-pessoal, que ultrapassaria o âmbito geral da relação obrigacional, justificando deveres de lealdade intensificados em face dos deveres resultantes do princípio geral da boa fé: lealdade e boa fé, apesar de surgirem, ambas, como áreas de integração entre Ética e Direito, apresentar-se-iam com autonomia e a lealdade a que estão vinculados os sócios não seria, pois, decorrência da boa fé, antes surgindo ao lado dela e com exigências acrescidas.

Simplesmente, também no campo jus-societário não é admissível a configuração dos deveres de lealdade como autónomo princípio ético-jurídico assente na existência da referida relação pessoal-comunitária, a qual é desmentida tanto pela configuração normativa das sociedades como pela *praxis* societária, pelo menos no que toca às sociedades de capitais. Ora, negar a derivação da lealdade a partir da boa fé sem base dogmática para tal representa retrocesso científico inaceitável: só através do acervo fornecido pelo princípio da boa fé será possível, na realidade, atribuir eficácia operativa aos deveres de lealdade. A recondução destes deveres à boa fé constitui, assim, dado histórico que não pode, sem ligeireza, ser abandonado. De resto, também ela é repetidamente afirmada na literatura, desmentindo a (suposta) «consolidação» da autonomia dos deveres de lealdade societários⁶⁶⁻⁶⁷.

ROMANO MARTINEZ, *Direito do trabalho* cit., 504 ss., com indicações jurisprudenciais. O CT determina expressamente, no artigo 121.º/1, e), que o trabalhador deve «guardar lealdade ao empregador, nomeadamente não negociando por conta própria ou alheia em concorrência com ela, nem divulgando informações referentes à sua organização, métodos de produção ou negócios».

⁶⁶ PAULO CÂMARA, *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, diss. mestrado inédita, apresentada na FDL, 1996, 285, que escrevia que «a distinção entre boa fé e vínculos de fidelidade se pode considerar historicamente consolidada».

⁶⁷ Tanto em relação aos sócios como em relação aos administradores continua a ser afirmada, na doutrina germânica, a recondução dos deveres de lealdade ao princípio da boa fé, seja de forma exclusiva seja cumulativamente com fundamentos diversos, e seja com apelo ao § 242 ou ao § 241 II BGB, este último introduzido pela Reforma de 2001 do Direito das obrigações alemão. O actual § 241 II estabelece que «a relação obrigacional pode, mercê do seu conteúdo, vincular cada parte ao respeito pelos direitos, pelos bens jurídicos e pelos interesses da outra». À luz da redacção do preceito, o § 242 não seria fundamento dos deveres de lealdade mas antes concretização do seu conteúdo e âmbito (cfr., *v.g.*, DIRK OLZEN, em *Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen*, II, 12.ª ed., Berlin, 2005, § 241). Seja como for, cabe reter a fundamentação da lealdade na boa fé, reclamada na literatura jurídica especializada. Assim, por exemplo, HENNRICHS, *Treupflichten im Aktienrecht*, AcP 195 (1995), 221-273 (228 ss.), após afirmar que, na fundamentação dogmática da lealdade, é possível distinguir três

pontos de partida – a relação comunitária de socialidade (*mitgliedschaftliche Gemeinschaftsverhältnis*), a obrigação de prossecução do fim (*Zweckforderungspflicht*) e a correlação poder-responsabilidade –, apresenta o princípio da boa fé, tal como consagrado no § 242 BGB, como base do dever de lealdade: este dever seria, pois, a expressão societária do dever geral de boa fé, ainda que pudesse encontrar também apoio no § 705 BGB e, portanto, na obrigação de prossecução do fim social. No confronto dos dois princípios, preferência deveria caber – segundo o Autor – ao princípio da boa fé, capaz de explicar o reconhecimento do dever de lealdade independentemente da forma societária. BRUNO KROPFF, *Ausgleichspflichten bei passiven Konzernwirkungen?*, em *FS für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag*, Köln, 2000, 1133-1149, tratando especificamente do problema a propósito de constelações de grupos de sociedades, considera que os deveres de lealdade têm o seu fundamento no § 242 BGB, devendo, na concretização do princípio da boa fé, ter-se em conta os efeitos da mera possibilidade de exercício de uma influência dominante. Também WIMMER-LEONHARDT, *Konzernhaftungsrecht. Die Haftung der Konzernmuttergesellschaft für die Tochtergesellschaften im deutschen und englischen Recht*, Tübingen, 2004, aceita a possibilidade de a boa fé funcionar como ponto de partida flexível dos deveres de lealdade societários, ainda que não seja por si só suficiente para os fundamentar dogmaticamente. HÄSEMEYER, *Obstruktion gegen Sanierungen und gesellschaftsrechtliche Treupflichten*, ZHR 160 (1996), 109-132, por seu lado, entende que os deveres de lealdade se retiram, também nas sociedades de capitais, do dever de promover o fim social (§ 705 BGB) bem como da susceptibilidade de influência sobre os direitos dos outros sócios, mas sempre de acordo com a cláusula geral do § 242. Em termos parcialmente divergentes, mas coincidindo quanto à relevância da boa fé, WINDBICHLER, *Treupflichtwidrige Stimmrechtsausübung und ihre rechtlichen Folgen*, em *Gesellschaftsrecht 1995*, Köln, 1996, 23 ss., 35 ss., considera que os diversos fundamentos dos deveres de lealdade apontados pela doutrina não se excluem mutuamente, antes representando diferentes aspectos do mesmo problema: o apelo ao § 705 BGB não deveria, todavia, ser desenvolvido, já que, nas sociedades de capitais, o tipo de conexão entre os sócios seria, para o efeito, excessivamente afastado. Preferível seria, pois, o recurso ao § 242 BGB, que desempenharia uma função de controlo de poder. Sublinhando também a relevância do princípio da boa fé, cf. KARSTEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4.ª ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 2002, 587 ss.: em toda a relação jurídica – e, portanto, em toda a sociedade – existem deveres de lealdade, com expressão no § 242 e concretizados em *Förderungs-* e *Interessenwahrungspflichten*; o dever de lealdade faria, portanto, parte da relação jurídica de socialidade, sendo complexo como a socialidade ela própria. Cf. ainda, sobre a lealdade dos sócios, BURGARD, *Die Förder- und Treupflichten des Alleingeschafters einer GmbH*, ZIP 19/2002, 827-839 (834 ss.), defendendo que a lealdade societária se fundamenta, não no § 705 BGB, mas no § 242 BGB, padrão básico de todo o Direito privado. Outras posições favoráveis à recondução dos deveres de lealdade à boa fé poderiam ser apontadas: estas são, todavia, bastantes para negar que os deveres de lealdade se encontrem consolidados como instituto independente da boa fé. De resto, no que toca à lealdade dos membros dos órgãos sociais, deve notar-se que mesmo autores que negam a recondução do dever de lealdade ao dever de boa fé acabam por só dificilmente lograrem coerência com os respectivos pontos de partida. Escreve, por exemplo, KNAPP, *Die Treupflicht der Aufsichtsratsmitglieder von Aktiengesellschaften und Directors von Corporations*, München, 2004 (185 ss.), que, como fundamento dogmático da lealdade, deve ser considerado o princípio da boa fé, consagrado no § 242 BGB e aplicável a todas as relações jurídicas (incluindo a relação do membro

Aqui chegados, cabe ponderar a hipótese de os credores controladores se encontrarem vinculados a deveres de lealdade paralelos àqueles que vinculam os sócios. A questão não deve causar estranheza: a resposta afirmativa seria coerente com a função desempenhada pelos deveres de lealdade no controlo da

do órgão com a sociedade), abrangendo diferentes estruturas de interesses típicos, incluindo contratos de troca (caracterizados por interesses contrapostos), contratos de cooperação (*v.g.* sociedade) ou contratos de manutenção do interesse (*v.g.* mandato). A lealdade dos administradores – surgindo como dever de manutenção do interesse da sociedade – estaria abrangida pelo § 242, já que a relação que tem com a sociedade representa uma conexão especial no sentido desta norma. Porém, ela transcenderia o âmbito do preceito, encontrando-se especialmente intensificada devido à relação de confiança acrescida existente. O fundamento dogmático da lealdade seria, pois, a posição orgânica e, com ela, o poder de influência, controlo e informação: o § 242 BGB (tal como os §§ 116 e 93 AktG) não seria, afinal, regra adequada para fundamentar os deveres de lealdade dos membros dos órgãos societários. Não se pode concordar – nem se compreende – a conclusão do Autor: para ser coerente com o próprio ponto de partida (*i.e.*, com o reconhecimento da susceptibilidade de enquadrar no § 242 BGB a relação do administrador com a sociedade), deveria o Autor concluir que a posição orgânica justifica a actuação do princípio da boa fé que, *in casu*, impõe deveres de lealdade especialmente intensos, conforme expomos no texto. Por outras palavras: fazer derivar da posição orgânica e da boa fé os deveres de lealdade dos membros dos órgãos sociais nada teria de contraditório. Entre nós, sublinha com particular clareza a susceptibilidade de conjugação de diferentes fundamentos dogmáticos, no que toca à lealdade dos administradores, MENEZES CORDEIRO. Como escreve o Autor, «na actuação dos administradores, está em causa uma gestão de bens alheios. Tal gestão pressupõe uma específica lealdade, à qual podemos atribuir natureza fiduciária: todos os poderes que lhes sejam concedidos devem ser exercidos não no seu próprio interesse, mas por conta da sociedade. Eles são dobrados pelo vínculo de confiança que dá corpo à lealdade», tudo no quadro mais amplo do princípio da boa fé, sem prejuízo das especificidades ditadas pelo Direito das sociedades (MENEZES CORDEIRO, *A lealdade cit.*, 1062). A derivação dos deveres de lealdade dos administradores do princípio da boa fé é também assumida, sem dificuldades, por PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.^a ed., Coimbra, 2006, 312 ss. («no âmbito da sociedade, os sócios relacionam-se entre si e com a sociedade. Este relacionamento está sujeito ao princípio da boa fé. Os sócios, cada um dos sócios, devem, no seu relacionamento interno, agir com lealdade»), por CALVÃO DA SILVA, «Corporate governance» – *Responsabilidade civil de administradores não executivos*, RLJ 136 (Set./Out. 2006), 31-59, 53 [«E quanto à lealdade devida, – escreve o Autor – sabemos bem ser ela decorrente do princípio da boa fé e tutela da confiança: dever de nortear a gestão e a fiscalização pelo interesse da sociedade, servindo esta como fiduciário (*Treuhänder*) e não servindo-se dela»] e ainda por NUNO TRIGO DOS REIS, *Os deveres de lealdade dos administradores*, relatório de mestrado em curso de publicação, apresentado na Faculdade de Direito de Lisboa no ano lectivo de 2006-2007 [«cremos que (...) a lealdade se reconduz sempre a conceitos nucleares do Direito civil, como sejam a confiança e a correcção da conduta no cumprimento de promessas (...). E parece ser no regresso às proposições de base da boa fé, e à analogia com lugares paralelos no Direito civil, que serão encontradas as respostas para os problemas de fronteira»].

possibilidade de influência (*Einflussmöglichkeit*) dos sujeitos em posição de causar danos e que tem levado alguns autores a falar numa lealdade orientada pela produção de efeitos, um *Wirkungsbezogenen Treupflicht*⁶⁸. E, sobretudo, a imposição de deveres de lealdade aos credores controladores surgiria como tradução do princípio geral, vigente no nosso ordenamento jurídico, da correlação *poder-responsabilidade*. As críticas formuladas ao apelo a este princípio – a respeito da fundamentação dos deveres de lealdade dos sócios – não colhem ou só colhem parcialmente. Seguramente não colhe a ideia de que as premissas desta concepção são ideológicas e não jurídicas⁶⁹: em causa estaria uma visão de matriz liberal que veria na sociedade uma espécie de mercado, nos sócios os concorrentes e na situação estável de domínio um monopólio susceptível de pôr em risco o livre jogo do concurso de vontades (*i.e.*, o interesse social), estando subjacente uma desconfiança relativamente ao grande accionista, suspeito de intentar a instrumentalização da sociedade, em seu proveito e em prejuízo dos demais sócios. Semelhante modelo não valeria, de resto, no Direito português, uma vez que o Código das Sociedades Comerciais não conferiu relevo específico à relação de domínio, mesmo na situação mais grave em que o sócio dominante é uma sociedade.

Deve notar-se, todavia, que a apontada «desconfiança» em relação ao «grande accionista» (*Grossaktionär*) é fundada do ponto de vista jurídico (não ideológico!), e comprovada jurisdicionalmente⁷⁰, ao menos naqueles casos – que são

⁶⁸ Cf., *v.g.*, DREHER, *Treupflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung*, ZHR 157 (1993), 150-171 (156): a lealdade, mais do que instrumento de protecção das minorias, vem contrabalançar o poder legal dos accionistas, que encontra a sua base na posição de socialidade; substitui-se, assim, um *mehreitbezogenen Treupflicht* por um *wirkungsbezogenen Treupflicht*; no fundo, substitui-se uma lealdade vinculada à maioria por uma mais ampla lealdade vinculada aos efeitos, que abrange accionistas maioritários mas também titulares de minorias de bloqueio ou os accionistas agrupados. Na medida em que continua a excluir o accionista isolado do campo dos deveres de lealdade, este *wirkungsbezogenen Treupflicht* sujeita-se a críticas (parcialmente) justas, ainda que seja inequívoco que é perante a susceptibilidade de causar danos, decorrente do poder de ingerência, que a lealdade cumpre a sua função.

⁶⁹ Cf. CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura associativa e participação societária capitalística*, Coimbra, 2006, 538 e 539.

⁷⁰ Não se trata, pois, de qualquer explicação ou entendimento da empresa de base ideológica. Em rigor, em causa está apenas um dado empiricamente verificado, sem necessidade de apelo a qualquer explicação teórica da empresa, seja às teorias económicas, seja às teorias políticas da empresa. Aproveite-se, de qualquer modo, para notar que, aplicadas aos grupos de sociedades, semelhantes bases teóricas acarretariam diferentes consequências ou perspectivas regulatórias: segundo a teoria económica da empresa, a organização surgiria como pura rede de relações de troca entre sujeitos portadores de recursos, em que a empresa surgiria como um dos extremos

aqueles que aqui estudamos – em que o sócio dominante é uma «empresa», prosseguindo interesses próprios, distintos e potencialmente em conflito com os da sociedade participada. De modo algum pode, por isso, concordar-se com a ideia de que o sócio dominante teria menos tendência para instrumentalizar a sociedade, prejudicando os demais sócios, na medida em que é ele quem arrisca mais nas operações sociais. Por outro lado, ao contrário do que se pretende, é inequívoco o relevo do princípio da correlação entre poder e responsabilidade no Direito português em geral e, em especial, no Direito codificado dos grupos de sociedades. A omissão de uma disciplina específica para a relação de domínio de modo algum serve de argumento em sentido contrário. Repare-se, de facto, que, no sistema do CSC, a simples influência dominante, aferida nos termos do artigo 486.º, não permite a emissão de instruções dirigidas à sociedade-filha, e muito menos consente a emissão de instruções desfavoráveis, as quais só são reconhecidas à sociedade directora ou totalmente dominante, nos casos de celebração de contrato de subordinação ou de participação totalitária (artigos 503.º e 491.º). Deste modo, a ausência de uma disciplina normativa específica para a (simples) relação de domínio apenas reflecte a visão do legislador português segundo a qual o poder de influência faltaria neste caso – ou pelo menos não poderia envolver prejuízos para as sociedades controladas –, de tal maneira que não haveria que associar ao seu exercício um regime especial de responsabilidade. Ali onde o CSC reconhece o referido poder de influência (*i.e.*, nas relações de grupo: artigos 488.º ss.), prevê, efectivamente, um regime em que a correlação poder-responsabilidade resulta inequívoca: atente-se, no que toca aos poderes e deveres dos administradores, no artigo 504.⁷¹ ou, a res-

de um largo espectro de relações contratuais, que vão desde a simples transacção individual em mercado aberto até ao grupo empresarial multinacional: uma vez que a escolha da concreta estrutura é guiada por um critério de eficiência, «esta visão desafia a visão jurídica tradicional de acordo com a qual a criação do grupo de empresas se explica pela instrumentalização da empresa-filha no interesse da empresa-mãe ou traduz uma expressão da tendência para a concentração e monopólio»; já a teoria política da empresa, vendo o grupo de empresas como um fenómeno de poder, justificaria que «o programa político-jurídico de regulação deste fenómeno primordialmente orientado por uma finalidade crítica e de desmantelamento desta forma de poder ou, pelo menos, de legitimação e subordinação ao direito» [assim, TEUBNER, *O Direito como sistema autopoiético* (trad. port. da ed. alemã de 1989), Lisboa, 1993, 255 e 263].

⁷¹ O reequilíbrio de poderes que a integração no grupo implica ao nível da gestão societária torna-se claro no artigo 504.º: ao acréscimo dos poderes da sociedade-mãe e dos seus administradores corresponde, naturalmente, um acréscimo dos deveres e da responsabilidade destes últimos (artigo 504.º/1 e 2), do mesmo modo que à compressão dos poderes dos administradores das sociedades subordinadas corresponde uma redução dos seus deveres e exclusão da sua res-

peito das responsabilidades da sociedade directora ou totalmente dominante, paradigmaticamente, nos artigos 501.º e 502.º.

Que não permaneçam dúvidas: o princípio da correlação poder-responsabilidade, expresso da velha máxima germânica *keine Herrschung ohne Haftung*, atravessa, de facto, o Direito português dos grupos. O que pode dizer-se – e com justeza – é que o legislador andou mal ao ignorar o controlo (quicá, direcção unitária) exercido de facto, determinando um desfasamento entre a realidade jurídica e a realidade de facto e traçando, assim, um sistema incoerente, que desprotege os interesses em jogo. Mas cabe ao intérprete reconstruir o sistema normativo, restabelecendo ou reencontrando a correlação poder-responsabilidade que, afinal, se encontra na sua base.

Contra o apelo a este vínculo poder-responsabilidade quando se trata de fundamentar os deveres de lealdade não se diga também que assim se desvincula o sócio em geral, ou se estabelece a menor intensidade do seu dever sem fundamento aparente, quando se não trate de sócio maioritário: deve notar-se que, devido ao carácter transversal do princípio da boa fé, todo o sócio, pelo facto de o ser, vê a sua actuação limitada por deveres de lealdade, integrando estes o *status socii*. Simplesmente, a actuação *in concreto* do princípio da boa fé, enquanto regra de prevenção de danos, dá-se quando o sócio se encontra em posição de causar danos à sociedade ou aos sócios, *i.e.*, quando, no contexto societário, adquire uma posição intensificada de poder e, portanto, a possibilidade de ingerência na esfera jurídica alheia. Tendo em conta a função do princípio da boa fé e, assim, dos deveres de lealdade societários, não se vê que possa objectar-se à conclusão que se alcança. Pela mesma razão, não se compreende também a ideia de que o mesmo sócio poderia estar ou não vinculado por deveres de lealdade consoante o caso concreto em apreço ou a afirmação de que a concepção em causa deixaria por explicar o dever de boa fé em relação à sociedade⁷²: o princípio da boa fé constitui princípio geral de Direito, naturalmente aplicável também no Direito societário, cuja eficácia operativa é alcançada quando se trata de prevenir danos na esfera dos sócios ou da sociedade, *maxime* decorrentes da posição de poder em que se encontra investido o sócio, na sua relação com os demais sócios ou com a própria sociedade.

Naturalmente que não basta, em termos dogmáticos, o apelo ao princípio da correlação poder-responsabilidade. É a existência de uma «ligação especial»

ponsabilidade (artigo 504.º/3). Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *A responsabilidade civil dos administradores nas sociedades em relação de grupo*, Coimbra, 2007.

⁷² CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura cit.*, 540.

(*Sonderverbindung*) entre sócio e sociedade que justifica a imposição de deveres de lealdade, cujos ditames serão mais ou menos exigentes consoante a posição de poder em que o accionista em concreto se encontra. O reconhecimento destes deveres em nada depende da existência de uma relação de confiança: poderia pensar-se, na realidade, que fundamentaria a actuação da boa fé *in concreto* a existência dessa relação entre os sujeitos, equivalente àquela que, paralelamente, justificaria – segundo construção em declíneo⁷³ – os deveres de leal-

⁷³ No espaço jurídico germânico, lugar de origem, como dissemos, do tratamento dogmático e jurisprudencial da matéria, o desenvolvimento dogmático dos deveres de lealdade dos sócios resultaria, num primeiro momento, na esteira de A. HUECK e R. FISCHER, da *confiança* resultante da relação comunitária estabelecida *entre os sócios* e *com a sociedade* [aproveite-se para notar que não deve desvalorizar-se esta distinção de planos (deveres perante os outros sócios e deveres perante a sociedade), nem considerá-la «formalista» quando se trata de ponderar a fundamentação operativa dos deveres de lealdade, e isso ainda quando se conclua, a final, pela unidade fundamental da dogmática dos deveres de lealdade; não podemos, por isso, concordar com F. CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura* cit., 527, nota 892: é verdade que o interesse dos sócios só releva quando tem expressão social – *i.e.*, quando se trata de interesse dos sócio enquanto tal – mas, devido à interferência do *modo colectivo*, no sentido de MENEZES CORDEIRO, não existe coincidência entre interesse do sócio individualmente considerado e interesse social, como, aliás, aquele outro Autor reconhece]. A evolução da doutrina da lealdade (lealdade perante os sócios e lealdade perante a sociedade, insistimos) levaria ao abandono da confiança enquanto seu fundamento, em boa parte por necessidade de reconhecer a relevância dos deveres de lealdade também ali onde faltava essa relação de confiança. À medida que se foi avançando no reconhecimento dos deveres de lealdade nas sociedades de capitais, sobretudo nas sociedades por acções, a confiança foi dando lugar a outros fundamentos dogmáticos: assim, por exemplo, LUTTER, *Die Treupflicht des Aktionärs*, ZHR 153 (1989), 446-471, escreve que fundamento destes deveres não é a confiança entre accionistas mas a lei e o contrato e a necessidade de controlo da influência de que dispõem os accionistas; DREHER, *Treupflichten* cit., 154 ss., por seu lado, aponta que a relação de confiança não pode funcionar como fundamento ou critério da identificação dos deveres de lealdade, afirmando, na esteira de ZÖLLNER, que estes são «mais na medida da influência do que a medida da confiança pessoal»: na sociedade anónima a susceptibilidade de causar danos não é função da relação de confiança estabelecida entre as partes mas do poder que apresentam. Isso mesmo foi reconhecido pelo BGH, sendo paradigmática a conhecida sentença *Girmes* que, no culminar da evolução jurisprudencial iniciada com o caso *ITT* – e previamente anunciada pelo caso *Victoria* – reconheceu os deveres de lealdade dos accionistas maioritários devido ao poder que, em concreto, os mesmos assumiam na estrutura societária. Coerentemente, considera o Autor que, para saber se, num caso concreto, se deve admitir um dever de lealdade, deve atender-se ao critério da possibilidade de interferência nos interesses dos outros sócios, assentando a lealdade no poder do sócio ou accionista: a correlação poder-dever surge, pois, como razão de ser e critério de reconhecimento de deveres de lealdade, numa proposição constantemente reiterada na doutrina e jurisprudência germânica. Particular interesse, ainda segundo DREHER, teria o apelo a este princípio no domínio do Direitos dos grupos de sociedades, adaptando-se bem ao sistema pretendido pelo legislador, ao mesmo tempo que permitiria uma deri-

vação convincente da lealdade. Da cedência da confiança como base dogmática da lealdade de modo algum pode concluir-se qualquer perda de relevância autónoma da boa fé no domínio comercial, não sendo possível, designadamente, concordar com F CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura* cit., 529, quando escreve que «o relevo da boa fé, ou, ao menos, o seu relevo autónomo, está obviamente associado à relação de proximidade social entre os sujeitos, transformando-se ou perdendo-se com a transição para a economia mercantil». As relações mencionadas pelo Autor (*relações especiais*, diríamos, no sentido germânico tradicional das *Sonderverbindungen*) não se perdem no domínio jus-mercantil, como pretendemos deixar claro, nem a boa fé vê reduzido o seu papel: bem ao contrário, a função da boa fé – sob as vestes do dever de lealdade – encontra no Direito comercial e societário espaço privilegiado de actuação, atendendo à incapacidade das normas positiva para afrontarem, em cada momento, todos os problemas suscitados nestes ramos do Direito. Como lapidarmente escreve MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé* II cit., 1255: «compreende-se (...) a vocação marcada que a boa fé, desde as origens até hoje, com insistência nos períodos históricos de mudança, tem apresentado, para facultar soluções novas nas áreas de crescimento que, carecidas de regras específicas, devam, não obstante, ter solução dogmática e, ainda, nos pontos em que se verifique uma inadequação das regras existentes, as quais, por modificações ambientais ou sistemáticas, mais não provoquem do que saídas assentes em justificações formais». Trata-se de chamada de atenção com particular interesse perante o problema da lealdade dos sócios. Seja como for, a confiança, essa, recua seguramente enquanto fonte dos deveres de lealdade entre os sócios, reconhecendo-se deveres deste tipo onde ela falha, *maxime* invocando um dever de prossecução do fim social (*Förderpflicht*) – consagrado no § 705 BGB – ou apelando à já mencionada função de controlo do poder de influência do sócio (*Einwirkungskontrolle*) que se sobreporia à função de protecção da confiança (*Vertrauensschutz*) [cf. *u.g.*, HÜFFER, *Zur gesellschaftsrechtlichen Treupflicht als richterrechtlicher Generalklausel*, em *FS für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990*, Berlin, New York, 1990, 59-78, (73 ss.) e, sobretudo, ZÖLLNER, *Treupflichtgesteuertes Aktienkonzernrecht*, ZHR 162 (1998), 235-248], surgindo, não raramente, ambos os fundamentos conjugados: o dever de lealdade do sócio seria resultado da soma dos dois factores – *i.e.*, do dever de prossecução do fim comum e do princípio da correlação entre poder e responsabilidade (*keine Herrschung ohne Haftung*), conduzindo à afirmação de um dever de exercício dos direitos sociais com respeito pelo interesse da sociedade e dos demais sócios [*inclusive* no que toca aos por vezes designados «direitos egoístas» (*eigennützigen Rechte*)], numa proibição de prejudicar o fim social e ainda num dever de apoiar positivamente a prossecução do fim]. Claro que também estes modelos de fundamentação dogmática são susceptíveis de críticas. Seja como for, é lícito assentar que a imposição de deveres de lealdade aos sócios decorre, *ultima ratio*, de exigência da boa fé, feita actuar em concreto pelo poder de ingerência do sócio na esfera da sociedade e dos restantes sócios, justificando uma conexão ou ligação especial das partes: ultrapassando esta *Sonderverbindung* a intensidade das normais relações em sociedade e o alcance do princípio geral do *neminem laedere*, justifica-se a imposição de deveres de lealdade aos sócios (e, simultaneamente, à própria sociedade). Sobre a *Sonderverbindung*, cf., por todos, entre nós, CARNEIRO DA FRADA, *Contrato e deveres de protecção*, Separata RFDUL, Coimbra, 1994, 38 ss. e 53 ss.; *Teoria* cit., 742 ss.. Aluda-se ou não à ideia de «ligação especial», certo é que a boa fé releva, sempre, nas situações em que se relacionam, de modo específico, duas pessoas (cf. MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé* II cit., 1255). O *status socii* importa, em si e por si, essa relação específica, justi-

dade dos sócios em geral. Não podemos, todavia, aceitar esta concepção. Não porque neguemos a susceptibilidade de concretização da boa fé através do princípio da protecção da confiança – tema que, de todo o modo, o estrito objectivo da presente investigação não obriga, nem permite, retomar – mas porque, seja qual for a concepção adoptada sobre o lugar da protecção da confiança no nosso ordenamento jurídico, falha a sua identificação nas relações de controlo (seja no caso de controlo derivado de participação social ou de controlo pelo credor). E isso quer se insista (como é correcto) numa casuística determinação da confiança individual dos entes empresariais envolvidos – conforme se impõe – quer se considere – mais simplesmente (mas de modo erróneo!) – ser suficiente, para justificar a protecção conferida pelo ordenamento jurídico, uma confiança meramente presumida ou mesmo ficcionada. A natureza da relação de controlo e o estável conflito que institui não se coadunam sequer com semelhante presunção ou ficção de confiança. Se a lealdade é devida tal ocorre, portanto, não por força de relação de confiança, que não existe, mas pelo poder de ingerência que a ligação especial entre controladora e controlada gera, com o inerente imperativo de limitação da posição em que se encontra para causar danos à sociedade controlada. É irrelevante, para o efeito, se o controlador é simultaneamente sócio ou não.

Identifica-se, na realidade, uma ligação especial entre credor controlador e controlada (empresa devedora), equivalente (em termos quantitativos e qualitativos) àquela que liga accionista controlador e sociedade controlada, fundamentando deveres de lealdade paralelos.

Deve insistir-se que não é o simples facto do financiamento mas o poder de influência adquirido que justifica a imposição de deveres de lealdade aos credores sociais. Noutros termos, a mera participação financeira não é suficiente para considerar os credores como fiduciários de interesses alheios. Em

ficando que sobre todo o sócio, independentemente da participação que detenha, recaiam deveres de lealdade, que, em concreto, são feitos actuar com vista a balizar o exercício do poder de ingerência que a relação especial cria. Daí que seja, sobretudo, perante as hipóteses em que a posição de sócio cria uma relação de controlo que os deveres de lealdade maior relevo obtêm. É dessas constelações que curamos no texto. Quando dizemos que os deveres de lealdade dos sócios decorrem do seu «estado de sócio» não estamos a afirmar que tais deveres são decorrência do contrato de sociedade – mesmo que visto como contrato de organização – que dá origem à relação de socialidade: não se trata de fundar no contrato a relação social especial – até porque esta pode ter fonte distinta do contrato – mas sim de colocar esses deveres no âmbito da posição social complexa. Seja como for, os deveres de lealdade dos sócios não podem, seguramente, ser negados, devendo afastar-se, decididamente, a visão defendida por F. CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura* cit., 527 ss..

particular, não é procedente a construção de um modelo de responsabilidade dos credores assente na ideia de confiança: o modelo das «cascatas de crédito» (*Kreditkaskaden*), que parte da verificação empírica da existência de confiança entre os diversos credores e vê os *adjusting creditors* como fiduciários (*Treuhänder*) dos outros credores, não é capaz de convencer. Ideia base desta construção é a verificação da existência de uma multiplicidade de fontes de informação ao dispor dos credores tendo em vista a avaliação do risco do crédito (*v.g.*, publicidade das contas, publicidade do mercado de capitais, *ratings* externos, informação obtida pelos próprios credores) mas que, por razões várias, não são utilizadas suficientemente. A (aparente) falta de auto-protecção dos credores seria justificada pela importância crucial atribuída pelos credores a outras informações: em especial, nada cria tanta confiança nos credores como a confiança de outros, de tal maneira que ninguém obtém crédito tão facilmente como aquele que já tem crédito. Assim, a atribuição de financiamento por um conduz à atribuição de financiamento por outro, originando um fenómeno, empiricamente comprovado, de «cascata de crédito», que justificaria a imposição da condição de fiduciários aos *adjusting creditors*. Fonte dos deveres dos credores seria, pois, *ultima ratio*, o princípio da protecção da confiança⁷⁴. Trata-se de concepção insustentável: a confiança que exista em hipóteses como a descrita não justifica a protecção do Direito.

O problema do grau de controlo exigível para a colocação dos credores controladores em posição equivalente à dos accionistas (*insiders*) tem sido particularmente trabalhado nos ordenamentos norte-americanos, da perspectiva da sujeição dos respectivos créditos ao regime da «subordinação equitativa» (*equitable subordination*) em caso de insolvência: esta é, na realidade, uma das consequências principais da *lender liability* nos Direitos anglo-saxónicos já aplicada, por diversas vezes, pelos tribunais dos Estados Unidos, conforme comprova o extenso levantamento levado a cabo por Blumberg⁷⁵. Como escreve este Autor, «embora o controlo e as obrigações fiduciárias que o acompanham provenham, habitualmente, da titularidade de participação social controladora, também pode decorrer do poder económico do mutuante sobre o devedor incumpridor», de tal maneira que aquele também já foi sujeito à *equitable subor-*

⁷⁴ Cf., em apreciação (crítica) a esta concepção, SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 278.

⁷⁵ BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups* V cit., § 174-9, nota 24. Particular destaque merecem os casos *Fabricators, Inc. v. Technical Fabricators, Inc.*, 926 F.2d 1458 (5th Cir. 1991); *Allied Eastern States Maintenance Corporation v. Miller* (in re *Lemco Gypsum, Inc.*), 911 F.2d 1553 (11th Cir. 1990); *Trone v. Smith* (in re *Westgate-Cal., Corp.*), 642 F.2d 1174 (9th Cir. 1981); *Benjamin v. Diamond* (in re *Mobile Steel Co.*), 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977).

dination doctrine⁷⁶. Para tanto não é suficiente, todavia, que o credor pressione o devedor no sentido de melhorar as condições contratuais a seu favor utilizando a ameaça de recusar futuros empréstimos⁷⁷; também não basta qualquer «medida de controlo dirigida a proteger as garantias do crédito»⁷⁸, do mesmo modo que a mera existência do controlo adequado a garantir o pagamento, sem mais, não fundamenta a subordinação dos créditos⁷⁹. A «capacidade [do credor] para determinar a obediência do devedor à sua política [deve ser] de tal maneira arrebatadora que tenha existido, em alguma medida, uma fusão de identidades»⁸⁰⁻⁸¹. A imposição de deveres de lealdade aos credores não exige tanto: na realidade, não se justificaria formular exigências mais apertadas no caso dos credores controladores do que nos casos de controlo em geral. Da perspectiva em que nos situamos, basta reconhecer que, caso o controlo exercido pelo mutuante seja equiparável ao controlo exigido pelos accionistas, não há como recusar a sujeição de uns e outros a deveres de lealdade equivalentes⁸². O reconhecimento de uma ligação especial entre credor controlador e sociedade não oferece, naturalmente, dificuldades, o mesmo sucedendo, por inerência, com a actuação do princípio da lealdade.

Pela mesma razão não há como negar, em coerência com o que escrevemos, que também outros contratos (que não apenas os de financiamento) podem dar origem a situações de controlo nas quais se justifica a imposição de deveres de lealdade paralelos. De facto, não parece que possa afirmar-se gene-

⁷⁶ BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups* V cit., § 174-5.

⁷⁷ *W.T. Grant Company*, 669 F.2d 599 (2d Cir. 1983).

⁷⁸ *Markowitz v. Heritage Bank*, 25 Bankr. 963 (Bankr. D.N.J. 1982).

⁷⁹ *Carlson v. Farmers Home Administration*, 744, F2d 621 (8th Cir. 1984).

⁸⁰ BUDNITZ/CHAITMAN, *The law of lender liability*, 7-18, *apud* BLUMBERG/STRASSER/ GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups* V cit., § 174-6.

⁸¹ Cf. BLUMBERG/STRASSER/GEORGAKOPOULOS/GOUVIN, *Blumberg on corporate groups* V cit., § 174-6.

⁸² No que toca à subordinação equitativa, os tribunais norte-americanos têm, no entanto, distinguido entre a subordinação de créditos de *insiders* e de *non-insiders*, colocando maiores obstáculos à subordinação nestes últimos casos. Bem significativo é o caso *Teltronics. Services, Inc. v. LM Ericsson Telecommunications, Inc.*, 29 Bankr. 139 (Bankr. E.D.N.Y. 1983): «*the primary distinction between subordinating the claims of insiders versus those of non-insiders lies in the severity of misconduct required to be shown, and the degree to which the court will scrutinize the claimant's actions toward the debtor or its creditors. Where the claimant is a non-insider, egregious conduct must be proven with particularity (...)*». Não obstante o entendimento da jurisprudência norte-americana, nos casos de *equitable subordination* não temos dificuldades em afirmar que, no que toca, em termos mais amplos, à imposição de deveres de lealdade é suficiente a existência de controlo. Trata-se, de resto, de afirmação coerente com a análise que temos realizado até aqui.

ralizadamente e em abstracto que os restantes credores da sociedade (*v.g.*, fornecedores) e outros sujeitos (*v.g.*, franquecedores) não adquirem uma ligação de proximidade com a sociedade equivalente àquela que é estabelecida pelos financiadores⁸³, antes se justificando o tratamento destas últimas situações em pé de igualdade com as primeiras.

Aqui chegados, impõe-se concluir que o princípio da boa fé, feito actuar em concreto pelo poder de domínio de que dispõe o credor, que estabelece uma conexão especial com a sociedade, determina a vinculação do credor controlador a deveres de lealdade tipicamente societários. O seu conteúdo não pode ser determinado em abstracto e só a *praxis* societária, traduzida em decisões jurisprudenciais (por ora inexistentes) poderá permitir a consolidação da matéria ou a formação de casos típicos de lealdade dos credores, como tem sido feito a respeito dos deveres equivalentes a cargo dos administradores ou dos sócios. Trata-se, por isso, de tema a que importará regressar.

Para já, lembre-se apenas que se demarca, habitualmente, nos deveres de lealdade um conteúdo passivo (*passive Loyalitätspflicht*) e um conteúdo activo (*aktive Förderungspflicht*)⁸⁴: se a lealdade surge, *prima facie*, como dever de conteúdo tipicamente passivo (o dever de omitir intervenções danosas), ganha, verdadeiramente, a sua individualidade quando se analisa o seu conteúdo activo, *maxime* o dever de prossecução do fim ou do interesse social, com múltiplas configurações e alcance diverso. Verdadeiramente distintivo, na realidade, é o dever que sobre o sujeito vinculado impende de prosseguir o fim social, enquanto princípio rector (*Leitprinzip*) de toda a actividade societária e, nessa medida, critério positivo da actuação dos administradores e dos sócios no âmbito societário. Apesar de normalmente apresentado como barreira negativa, o «conteúdo de afectação positivo» do fim social tem sido também trabalhado enquanto máxima compulsória de actuação⁸⁵: se a sociedade é constituída em função da realização de um dado fim, esse fim constitui, plausivelmente, padrão vinculativo de alinhamento do comportamento dos diversos sujeitos envolvidos. A vinculação ao fim é, pois, componente inalienável do estado de sócio, como o é do estado de administrador, derivando, em última análise, da natureza da sociedade como associação finalística. O mesmo se aplicará quando o

⁸³ Cf. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss* cit., 6.

⁸⁴ Cf., *v.g.*, ZIEMONS/JAEGER, *Treupflichten bei der Veräußerung einer Beteiligung an einer Aktiengesellschaft*, AG 8/1996, 358-366 (359 s.).

⁸⁵ HOMMELHOFF, *Konzernleitungspflicht. Zentrale Aspekte eines Konzernverfassungsrechts*, Köln, Berlin, Bonn, München, 1982, 54.

credor assume o controlo da sociedade: se o credor actua sobre o governo e as políticas sociais deve fazê-lo em conformidade com o fim da sociedade controlada, ainda que com as modificações determinadas pela situação de estrutural conflito de interesses em que se encontra. As aplicações concretas dos deveres de lealdade dos credores, *v.g.*, ao nível (preventivo) da limitação do seu poder fáctico de instrução da sociedade controlada e ao nível (ressarcitório) da sua responsabilização perante a sociedade e restantes credores sociais, merecem aprofundamento que não pode ter lugar no presente contexto. Por ora, queremos apenas sublinhar que os credores controladores, à semelhança dos sócios, se encontram submetidos a deveres de lealdade e deixar algumas pistas de investigação sobre a matéria, que deve ser estudada em termos integrados.