



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Empréstimos Participativos

*Enquadramento como Investimento de Quase-Capital e Apontamentos às Escolhas do Legislador
Nacional*

Diogo Gambini de Miranda Almeida Neves

Sob a orientação de

Professor Doutor Jorge Brito Pereira

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito – Escola de Lisboa

Católica Lisbon School of Business & Economics

2024

Resumo

Perante um tecido empresarial predominantemente composto por pequenas e médias empresas, com particulares dificuldades no acesso ao crédito, tem-se verificado um foco das instituições da UE na promoção do reforço da estrutura de capital dessas empresas, designadamente através de instrumentos financeiros híbridos, com características de instrumentos de capital próprio e de capital alheio. Neste âmbito, os investimentos de quase-capital são apresentados como uma solução plausível ao problema da subcapitalização, servindo como um ponto de partida aliciante para os legisladores nacionais da UE, nomeadamente à luz da possibilidade de serem contabilizados, ainda que parcialmente, como capital próprio. É este o contexto em que, num primeiro momento, enquadraremos os investimentos de quase-capital, conforme definidos pela Comunicação da Comissão da UE 2014/C 19/04, no quadro das fontes de financiamento societário e, subsequentemente, atentaremos nos contornos de que aquela noção se reveste. Num segundo momento, seremos relegados para o plano nacional, concretamente para a figura do empréstimo participativo, conforme prevista no Decreto-Lei 11/2022, de 12 de janeiro, através do qual o legislador português visou introduzir uma figura já implementada noutros ordenamentos jurídicos e enquadrá-la na aceção da UE de investimento de quase-capital. Procuraremos apurar se o empréstimo participativo, conforme previsto naquele Decreto-Lei, respeita a moldura delineada pela Comissão quanto à noção de um investimento de quase-capital e se o seu regime constitui uma adição meritória ao ordenamento jurídico nacional, idónea para alcançar os objetivos fixados pelo legislador.

Palavras-chave: Capital Próprio; Capital *Mezzanine*; Investimento de Quase-Capital; Empréstimo Participativo; Conversão de créditos em capital

Abstract

Faced with a business landscape predominantly made up of small and medium-sized companies, with particular difficulties in terms of access to credit, there has been a focus by EU institutions on promoting the reinforcement of the capital structure of these companies, namely through hybrid financial instruments, with characteristics of both equity and debt instruments. In this context, quasi-equity investments are presented as a plausible solution to the problem of undercapitalisation, serving as an attractive starting point for EU national legislators, particularly in light of the possibility of their being accounted for, even if only partially, as equity. This is the context in which, firstly, we will frame quasi-equity investments, as defined by the EU Commission's Communication 2014/C 19/04, within the framework of the sources of corporate financing and, subsequently, we will look at the contours of this concept. Secondly, we will move on to the national level, specifically to the figure of the participative loan, as foreseen in Decree-Law 11/2022, of 12 January, through which the Portuguese legislator aimed to introduce a figure already implemented in other legal systems and frame it as a quasi-equity investment, in its EU definition. We will try to ascertain whether the participative loan, as foreseen in the abovementioned Decree-Law, respects the framework outlined by the Commission regarding the notion of a quasi-equity investment and whether its regime constitutes a worthy addition to the national legal system, capable of achieving the objectives set by the legislator.

Key-words: Equity; Mezzanine Capital; Quasi-equity Investment; Participative Loan; Debt/Equity Swap

Índice

I – Investimentos de Quase-Capital - <i>Framework</i> Contextual	7
1. Introdução	7
2. Capital próprio	8
3. Capital alheio	10
4. Capital <i>mezzanine</i>	11
4.1. Investimentos de quase-capital.....	12
II – O Empréstimo Participativo.....	17
1. Delimitação objetiva	17
2. Delimitação subjetiva.....	20
3. Remuneração e reembolso	22
3.1. Remuneração	22
3.2. Reembolso	25
3.3. Limites à remuneração e ao reembolso	26
4. Tratamento do empréstimo participativo como capital próprio e em contexto de insolvência	29
4.1. No plano societário.....	29
4.2. No plano contabilístico.....	31
4.3. Em contexto de insolvência.....	33
5. Garantias	35
6. Limitações adicionais à conduta do mutuário.....	36
7. Conversão em capital social.....	37
7.1. Enquadramento.....	37
7.2. Do exercício do direito de conversão	40
7.3. Da deliberação da assembleia geral do mutuário	42
7.4. Do direito potestativo à conversão	43
Conclusão	44
Bibliografia.....	46

Acrónimos e Abreviaturas

AG – Assembleia Geral

Art. - Artigo

CA – Capital Alheio

CC – Código Civil

CESE - Comité Económico e Social Europeu

Cfr. – Conforme

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

Comissão – Comissão da UE

Comunicação da Comissão - Comunicação da Comissão 2014/C 19/04

CP – Capital Próprio

CS – Capital Social

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

Diploma - Decreto-Lei 11/2022, de 12 de janeiro

EC – Estrutura Conceptual

ENI – Empresário(s) em Nome Individual

EP – Empréstimo(s) Participativo(s)

EU – *European Union*

IAS – *International Accounting Standards*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IASC – *International Accounting Standards Committee*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IFRSIC - *IFRS Interpretations Committee*

IQC – Investimento(s) de Quase-Capital

NCRF – Normas contabilísticas e de Relato Financeiro

OA – Órgão de Administração

OJ – Ordenamento(s) Jurídico(s)

PEPP - Produto Individual de Reforma Pan-Europeu

PME – Pequenas e Médias Empresas

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

RJCCC – Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital

RJEP – Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos

ROC – Revisor Oficial de Contas

SA – Sociedade(s) Anónima(s)

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

SQ – Sociedade(s) por Quotas

UE – União Europeia

I – Investimentos de Quase-Capital - *Framework* Contextual

1. Introdução

No plano da UE, o debate em torno de estruturas de capital incide, essencialmente, na capitalização de PME. Definida na Recomendação da Comissão 2003/361/CE, de 6 de maio de 2003, a categoria de PME integra as “empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros¹” e em 2023, representou 99,80% do universo de empresas do setor não financeiro da UE². O adequado financiamento das PME, enquanto pilar na saúde económico-financeira da UE, tem sido, portanto, um dos focos das suas instituições, particularmente desde a crise financeira de 2008, que introduziu um nível acrescido de fragilidade para as PME no acesso ao crédito bancário³.

A discussão em torno do financiamento alternativo ganha, assim, especial predominância, tendo o CESE apelado ao desenvolvimento de um quadro que fomentasse os instrumentos financeiros híbridos, à luz da sua idoneidade para colmatar as necessidades de financiamento do tecido empresarial da UE, sem necessariamente aumentar o seu endividamento⁴⁻⁵. Mais ainda, o CESE realçou que no caso das empresas familiares, que representam mais de 60% do tecido empresarial da UE, o interesse por instrumentos de financiamento que exijam uma diluição ou mesmo renúncia ao controlo das empresas será menos acentuado⁶. À luz deste enquadramento, interessará, segundo o CESE, que os instrumentos híbridos tenham um estatuto de quase-capital (*quasi-equity*)⁷, de forma que não sejam contabilizados como Passivo nos balanços. A noção de investimento de quase-capital (*quasi-equity investment*) – “IQC” – já foi concretamente definida no plano da UE.

¹ O Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de novembro avançou com a certificação eletrónica do estatuto de PME e transcreveu a definição de PME adotada pela Comissão – cfr. art. 2.º n.º1.

² KATSINIS, *et alii*, 2024, p. 6

³ *Vide* BANKOWSKA, FERRANDO, GARCIA (2020)

⁴ Cfr. Parecer do CESE 2023/C 75/05, de 28 de fevereiro de 2023

⁵ *Vide* KRAEMER-EIS, *et alii*, 2023, para uma análise das fontes de financiamento das PME na UE por referência a 2023

⁶ Cfr. alínea iii) do Ponto 1.3 e Ponto 3.2.2. do referido Parecer

⁷ Cfr. *Idem*, ponto 1.4.

Não obstante os OJ nacionais já disporem de instrumentos enquadráveis nos contornos da definição de IQC mesmo antes da introdução desta última no plano da UE, em Portugal, através do RJEP, conforme introduzido pelo Decreto-Lei 11/2022, de 12 de janeiro, o legislador português previu expressamente o enquadramento dos EP enquanto IQC. Em consonância com a essência dos IQC, e com as linhas do Programa do XXII Governo Constitucional, através do RJEP, o legislador propôs-se a promover a capitalização das empresas e a redução da sua dependência do setor bancário, através de um instrumento que já tinha vindo a ser consagrado noutros OJ.

Procurar-se-á, com a presente análise, primeiramente, analisar o posicionamento dos IQC entre os dois pilares do financiamento societário, o CP e o CA, e atentar nos requisitos que compõem aquela noção. Subsequentemente, atentar-se-á nos contornos do RJEP, apurando o efetivo enquadramento do EP enquanto IQC, bem como na expectável aderência do mercado a este instrumento, à luz das escolhas do legislador nacional.

2. Capital próprio

O CP corresponde à expressão monetária do património líquido da sociedade, sendo esta a realidade subjacente às referências do CSC ao conceito, nos arts 32.º, 35.º e 171.º⁸. Está em causa um valor residual, correspondente à diferença entre os valores atribuídos aos conjuntos de posições jurídicas ativas e passivas, com expressão no balanço, tituladas pela sociedade, que, num evento de liquidação da sociedade, é reembolsado apenas após satisfeitas as respetivas dívidas⁹.

O CP é tendencialmente realizado pelas entradas dos sócios e pelos resultados da própria atividade societária (na medida em que não sejam distribuídos), mas nem sempre, razão pela qual não existe uma coincidência perfeita com a noção de autofinanciamento. Tal constata-se através da existência de financiamento proveniente de sócios que não integra o CP (sob a forma de contratos de mútuo¹⁰ ou de suprimentos¹¹) e de certas figuras de

⁸ O art. 349.º n.º 2 do CSC avança com uma noção de capitais próprios como o “somatório do capital realizado, deduzidas as ações próprias, com as reservas, os resultados transitados e os ajustamentos em ativos financeiros”. Esta noção não representa a globalidade dos valores integrantes do CP e o seu âmbito de aplicação deve ser restringindo à emissão de obrigações.

⁹ Cfr. art. 156.º do CSC

¹⁰ O tratamento do mútuo como instrumento de CA não suscita dúvidas de maior, estando em causa empréstimos sem caráter de permanência, sendo, em princípio, o seu reembolso realizado em menos de um ano (sendo a transitoriedade do capital uma característica que subjaz ao CA).

¹¹ Caso o prazo de reembolso seja superior a um ano, este não tenha sido estipulado, ou se não se verifique a utilização da faculdade de exigir o reembolso durante um ano – art. 243.º n.ºs 2 e 3 do CSC – operará a

heterofinanciamento que o integra (nomeadamente através de contratos gratuitos celebrados com a sociedade, como no caso de subsídios não reembolsáveis e de doações à sociedade por terceiros).

Os instrumentos de CP têm um carácter de permanência no balanço, não sendo factos constitutivos de direitos subjetivos de crédito nas esferas jurídicas dos financiadores, estando o seu reembolso dependente da situação patrimonial da sociedade e de, em regra, deliberação expressa nesse sentido¹²⁻¹³.

No plano contabilístico, na IAS 32¹⁴, referente à divulgação e apresentação de instrumentos financeiros, um instrumento de património (“*equity instrument*”) é definido como “qualquer contrato que comprova uma participação residual nos ativos de uma entidade, após a dedução de todos os seus passivos¹⁵”, noção que é reproduzida no plano nacional na NCRF 27¹⁶⁻¹⁷. Na EC do SNC, o CP é definido como o “interesse residual

presunção *juris tantum* do art. 243.º n.º 1 do CSC, subsumindo o contrato ao regime dos suprimentos. Não obstante a discussão, especialmente premente na doutrina alemã, em torno da qualificação dos suprimentos como instrumentos de capital quase-próprio (*Quasi-Eigenkapital*) - entre nós, vide PINTO (2002), pp. 52-57 - os suprimentos são um instrumento de CA, constituindo-se um direito ao reembolso na esfera do sócio, ainda que não nos mesmos termos que o terceiro credor, sendo o crédito do suprimento subordinado - art. 245.º CSC e art. 48.º n.º 1 g) do CIRE.

¹² DOMINGUES (2022), p. 19

¹³ No caso concreto do CS, o carácter de permanência é ainda mais acentuado, envolvendo a sua devolução uma deliberação de alteração estatutária de redução do CS, sujeita aos termos dos arts. 94.º a 96.º do CSC.

¹⁴ As IAS são um conjunto de regras contabilísticas referentes à elaboração de demonstrações financeiras elaboradas pelo IASC e publicadas em 1973. O IASC foi reestruturado e, a partir de 1 de abril de 2001, passou a designar-se por IASB. Por sua vez, as IAS passaram a designar-se por IFRS, de natureza muito semelhante às primeiras. No plano da UE, o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, exigiu que, a partir de 2005, todas as sociedades da UE cujos valores mobiliários fossem transacionados em mercado regulamentado passassem a elaborar as suas demonstrações financeiras consolidadas em conformidade com as IAS, IFRS e interpretações conexas proferidas pelo IFRSIC. Posteriormente, o Regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão adotou IAS, IFRS e interpretações conexas, proferidas pelo IFRSIC até 15 de outubro de 2008. Este regulamento foi sucessivamente alterado, tendo sido revogado e substituído pelo Regulamento (UE) 2023/1803 da Comissão de 13 de agosto de 2023, que adotou as normas internacionais que constam do seu anexo.

¹⁵ Parágrafo 11 da IAS 32

¹⁶ Parágrafo 5 da NCRF 27

¹⁷ O Decreto-Lei n.º 35/2005 de 17 de fevereiro passou a prever a obrigatoriedade da adoção das IAS/IFRS na elaboração das contas consolidadas de empresas com valores mobiliários negociados em mercados regulamentados. Posteriormente, o Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho aprovou o SNC e revogou o Plano Oficial de Contabilidade, em vigor até à data. O legislador do SNC procurou aproximar o sistema nacional aos padrões da UE e previu que, relativamente às entidades cujos valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (cfr. o art. 4.º do Regulamento n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002), as demonstrações financeiras consolidadas deveriam ser elaboradas em conformidade com as IAS, IFRS e interpretações conexas do IFRIC – cfr. art. 4.º n.º 1 do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho. As entidades que não se enquadrem neste descritivo poderão, ainda assim, optativamente, seguir aqueles normativos internacionais – art. 4.º n.ºs 2 a 5 do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho – ou seguir o sistema nacional. Por sua vez, SNC é composto por um conjunto de

nos ativos da entidade depois de deduzir todos os seus passivos¹⁸”. Em consonância com estes preceitos contabilísticos, a doutrina frequentemente refere-se aos titulares do CP como “*residual claimants*¹⁹”.

3. Capital alheio

O CA (dívida) corresponde ao capital a que a sociedade acede constituindo na esfera jurídica do financiador um direito subjetivo a reclamar o pagamento do crédito à sociedade e na esfera desta, um dever de proceder ao seu reembolso, normalmente acrescido de juros, ao longo, ou no final de um determinado período de tempo, reconhecendo-se-lhe, por isso, um carácter transitório.

Em regra, o CA é realizado por terceiros que, não detendo participações sociais com direito de voto, não podem influir nas decisões da sociedade. No entanto, existem exceções, nomeadamente no caso de financiadores de CA que são, à data do financiamento, também sócios com direitos de voto, e no caso de instrumentos financeiros com *covenants*. Estes últimos, à luz de um desalinhamento de interesses entre os *insiders* financiados e os *outsiders* financiadores, surgem enquanto mecanismos que limitam a capacidade de tomar certas decisões sem que seja previamente obtido o consentimento dos financiadores²⁰. A doutrina já se debruçou em detalhe em torno do impacto dos *covenants* no governo societário, convocando-se inclusivamente uma discussão em torno da extensão aos credores dos deveres impostos aos administradores²¹ (particularmente, do dever de lealdade²²).

Contabilisticamente, a IAS 32²³ avança com uma noção detalhada de passivo financeiro, que deve ser interpretada em consonância com os demais preceitos da norma. Esta noção foi transposta, em termos semelhantes, para a NCFR 27²⁴. Já atentando na EC do SNC, o passivo é definido como “uma obrigação presente da entidade proveniente de

diplomas, sendo, para nós, particularmente pertinentes a Estrutura Conceptual (EC) e as Normas Contabilísticas de Relato Financeiro (NCRF).

¹⁸ Parágrafo 49 alínea (c) da EC do SNC

¹⁹ *Vide*, entre outros, DOMINGUES (2022), p. 19

²⁰ *Vide* PEREIRA (2023), p. 46

²¹ *Vide*, entre outros, COELHO (2015)

²² *Vide* OLIVEIRA (2009)

²³ Parágrafo 11 da IAS 32

²⁴ Parágrafo 5 da NCFR 27

acontecimentos passados, da liquidação da qual se espera que resulte um exfluxo de recursos da entidade incorporando benefícios económicos²⁵”.

4. Capital *mezzanine*

O termo “capital híbrido” ou “capital *mezzanine*” abrange um conjunto alargado de instrumentos que combinam características dos instrumentos de CP e de CA que, num evento de liquidação, são reembolsados apenas após os credores de dívida sénior mas com prioridade em relação aos titulares de capital ordinário.

Ao passo que o CP e o CA são conceitos cuja delimitação comporta atentar nos normativos da legislação comercial e da contabilidade, o capital *mezzanine* advém da literatura jurídica e dos termos que regulam determinados instrumentos (definidos pelas partes), não tendo uma correspondência direta no balanço e sendo por isso o seu registo sempre reconduzido ao CP (p. ex. ações preferenciais sem direito de voto), ao Passivo (p. ex. empréstimos subordinados), ou aos dois (p. ex. dívida convertível, ocorrendo o aumento do CS, e correspondente aumento do CP no momento da conversão).

Ao aludir à combinação de características dos instrumentos de CP e de CA referimo-nos nomeadamente à existência de um prazo de vencimento; à constituição de uma obrigação da sociedade de remunerar e reembolsar o financiador (e, no reverso, à constituição de um direito subjetivo, na esfera deste, de exigir a remuneração e o reembolso do capital); ao caráter de permanência (ou vínculo de indisponibilidade) do capital na sociedade e à ordem de pagamento do financiador em caso de liquidação da entidade financiada. O leque de instrumentos financeiros que aqui se inclui é vasto²⁶, encontrando alguns destes previsão expressa na lei (como é o caso dos EP) e sendo outros construídos ao abrigo da autonomia privada.

O financiamento *mezzanine* comporta mais risco para o financiador comparativamente a uma operação de crédito bancário normal (a forma mais comum de dívida sénior), mas um risco inferior àquele assumido pelos titulares de capital ordinário. Um traço distintivo

²⁵ Parágrafo 49 alínea (b) da EC do SNC

²⁶ Vide OLIVEIRA (2024), p. 182 - em que a Autora avança, a título exemplificativo, com um elenco de fontes de financiamento híbrido: (i) Ações preferenciais sem voto; (ii) *Tracking stock*; (iii) Obrigações convertíveis e outros convertíveis; (iv) Obrigações com *warrant*; (v) Obrigações perpétuas, (vi) Obrigações ou empréstimos subordinados (ou *junior*), (vii) Obrigações ou empréstimos participantes (*participating loans*); (viii) Empréstimos PIK (*Payment in Kind*) e (ix) *Credit linked notes* ou valores mobiliários condicionados por eventos de crédito.

que permite separar as fontes de financiamento *mezzanine* é o seu tratamento contabilístico no balanço da entidade devedora, questão que assume especial relevância no contexto de instituições financeiras, tendo em conta os rácios de CP exigíveis à luz da regulação prudencial bancária²⁷, mas que é também premente no financiamento de sociedades não financeiras, em que proporções de CP/CA reduzidas podem nomeadamente comportar problemas de liquidez e custos mais elevados na contratação de crédito.

4.1. Investimentos de quase-capital

No universo de capital *mezzanine*, a noção de IQC surge primeiramente delimitada no plano da UE no Regulamento (CE, Euratom) n.º 966/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012. O Regulamento definiu o conceito de IQC como “um tipo de financiamento classificado entre uma participação no capital e uma dívida, apresentando um risco maior do que a dívida privilegiada e um risco menor do que o capital próprio comum. Os investimentos em quase-capital podem ser estruturados como dívidas, habitualmente não garantidas e subordinadas e, em alguns casos, convertíveis em capital, ou como ações preferenciais²⁸”.

Mais tarde, a Comunicação da Comissão 2014/C 19/04, referente às orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco, avançou que um IQC se trata de “um tipo de financiamento classificado entre capital próprio e dívida, com um risco maior do que a dívida sénior e um risco menor do que o capital ordinário, e cujo retorno para o titular se baseia predominantemente nos lucros ou prejuízos da empresa-alvo subjacente, não sendo garantido em caso de incumprimento. Os investimentos de quase-capital podem ser estruturados como uma dívida, não garantida e subordinada, incluindo a dívida *mezzanine* e, em alguns casos, convertível em capital próprio, ou como capital próprio preferencial²⁹”.

Este conceito pode ser decomposto em cinco requisitos essenciais. Primeiramente, a classificação “entre o capital próprio e dívida” remete para a combinação de características dos instrumentos de CP e de CA num mesmo instrumento de financiamento

²⁷ *Idem*

²⁸ Cfr. art. 2.º alínea n) do Regulamento (CE, Euratom) n.º 966/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012

²⁹ Ponto 2.3. alínea xxv) da Comunicação da Comissão

(i.e., capital *mezzanine*). Conforme se referiu, em termos contabilísticos, poder-se-á estar diante de um instrumento cujo registo é feito no CP, no Passivo, ou em ambos, não existindo uma categoria intermédia no balanço que reflita a existência do capital *mezzanine*.

Segundamente, relativamente ao risco do investimento, note-se que a Comunicação da Comissão não avança com uma definição ou critério de medição. Nas finanças societárias reconhecem-se várias formas de aferir o risco de um investimento. No plano jurídico, e em consonância com a ideia de subordinação também decorrente da definição, cremos que por “risco” entendeu a Comissão remeter para a ordem de pagamento em caso de insolvência, sendo os IQC instrumentos subordinados, pagos apenas após os credores da dívida sénior.

Quanto ao facto do retorno se basear predominantemente nos lucros ou prejuízos da empresa-alvo subjacente, urge apurar duas questões. Primeiramente, à luz da ausência da previsão de uma definição, é imperativo definir o “retorno”, apurando, concretamente, se aqui se inclui apenas a remuneração sobre o capital investido ou também o reembolso. Por outras palavras, se o retorno, cfr. previsto na Comunicação da Comissão, pode assumir um valor negativo. Pela análise da redação global da noção de IQC, depreende-se que sim, na medida em que a Comissão se refere à dependência do retorno dos lucros da empresa-alvo (aludindo a um retorno positivo para o investidor) bem como dos seus prejuízos (que significariam um retorno negativo), e igual conclusão advém de uma análise integral da Comunicação da Comissão, em que o uso dos termos “retorno” e “remuneração” é feito autonomamente³⁰⁻³¹.

Segundamente, é necessário concretizar se os “lucros ou prejuízos da empresa-alvo subjacente” dizem respeito apenas àqueles auferidos durante o(s) exercício(s)

³⁰ Vejam-se, entre outros, os Pontos 143, 144, 145 e 147, relativos às condições aplicáveis aos instrumentos financeiros, em que a Comissão se refere à remuneração dos intermediários financeiros e dos gestores de fundos.

³¹ Atentando noutros instrumentos promulgados pela Comissão, verifica-se expressamente a referência a retornos negativos, sustentando a inclusão da remuneração e do reembolso no conceito de “retorno”. Veja-se, nomeadamente o Regulamento Delegado (UE) 2021/473 da Comissão, de 18 de dezembro de 2020, que por sua vez, completou o Regulamento (UE) 2019/1238 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de junho de 2019, no respeitante às normas técnicas de regulamentação que definem os requisitos aplicáveis aos documentos de informação, aos custos e às taxas incluídas no limite máximo dos custos e às técnicas de redução de risco do PEPP. O art. 16.º n.º 2 daquele Regulamento, relativamente ao estabelecimento de reservas, dispõe, na 2.ª parte, que: “[o] prestador de PEPP deve afetar montantes das reservas à conta do aforrador em PEPP individual e, se for caso disso, ao correspondente grupo de aforradores em PEPP, de forma transparente e compreensível, em épocas de retorno negativo do investimento”.

correspondentes ao período de vigência do IQC ou se se podem reportar a exercícios anteriores. Aludimos aqui à distinção entre o lucro de exercício e o lucro de balanço. O primeiro reporta-se à expressão monetária do resultado positivo da atividade desenvolvida pela sociedade durante um determinado exercício. O segundo representa o acréscimo patrimonial gerado e acumulado pela sociedade, desde o início da sua atividade, até determinada data e traduz o valor total dos lucros distribuíveis pelos sócios³². Inexistindo na Comunicação da Comunicação uma concreta delimitação dos “lucros ou prejuízos” a que se referem os IQC, consideramos admissível, à luz da letra da mesma, que o retorno do IQC esteja dependente não só dos lucros ou prejuízos da empresa-alvo subjacente auferidos durante o(s) exercício(s) correspondentes ao período de vigência do instrumento (atendendo-se nomeadamente à existência de lucro do(s) exercício(s)), mas também àqueles auferidos durante exercícios anteriores (considerando-se nomeadamente o lucro de balanço/lucro distribuível da empresa-alvo subjacente). Assim, a concreta delimitação do período temporal a que se reportam os lucros ou prejuízos foi deixada na autonomia dos legisladores nacionais da UE e/ou das partes.

Relativamente à natureza não garantida dos IQC em caso de incumprimento (entenda-se, pela empresa-alvo subjacente), a Comunicação da Comissão padece de uma dissonância nas suas disposições. Enquanto que uma interpretação literal da definição de IQC afasta veementemente a contratação de garantias pessoais³³ e de garantias reais³⁴, pela empresa-alvo e por terceiros, da definição de garantia avançada pela Comissão advém conclusão diversa, fazendo esta referência expressa à garantia de IQC. Esta última prevê que por “[g]arantia” entende-se um “compromisso escrito de assunção de responsabilidade pela totalidade ou parte das operações de crédito de financiamento de risco recentemente realizadas por um terceiro, tais como instrumentos de dívida ou de locação, bem como instrumentos de quase-capital³⁵”. Assim, propugnamos no sentido de que pretendeu a Comissão afastar apenas a contratação de garantias reais pela própria empresa-alvo

³² DOMINGUES (2022), pp. 500-502

³³ “Dizem-se *garantias pessoais* aquelas em que outra ou outras pessoas, além do devedor, ficam responsáveis com os seus patrimónios pelo cumprimento da obrigação.” – COSTA (2018), p. 173

³⁴ “Em virtude delas, o credor adquire o direito de se fazer pagar, de preferência a qualquer outros credores, pelo valor ou pelos rendimentos de certos bens do próprio devedor ou de terceiro, ainda que esses bens venham a ser posteriormente transferidos.” - COSTA (2018), p. 174

³⁵ Cfr. Ponto 2.3., art. 52, Alínea xiv) da Comunicação da Comissão

subjacente, sendo admissível contratação de garantias pessoais e de garantias reais por terceiros, à luz da sua não ingerência no património da primeira³⁶.

Por fim, relativamente à forma assumida pelos IQC, estes investimentos podem ser estruturados como “dívida, não garantida e subordinada”, podendo esta ter uma natureza convertível em CP, ou ainda como “capital preferencial”³⁷. À luz da natureza que subjaz a um IQC, esta segunda via deve ser interpretada restritivamente, abrangendo apenas o capital preferencial que confira aos seus titulares direitos especiais de natureza patrimonial³⁸, nomeadamente um recebimento prioritário dos lucros e/ou em maior proporção. Tecendo um breve apontamento no plano nacional, o art. 24.º do CSC versa sobre a matéria dos direitos especiais e regula, quanto às SA, que “os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas” (n.º 4)³⁹ e, quanto às SQ, que os “direitos especiais de natureza patrimonial são transmissíveis com a quota respectiva, sendo intransmissíveis os restantes direitos” (n.º 3)⁴⁰, devendo, em todo o caso, tal constar do contrato de sociedade (n.º 1).

A aplicabilidade dos IQC às PME na UE foi alvo de um estudo pela Fi-Compass⁴¹ em 2022 que, partindo da noção de IQC por nós já analisada, elencou os principais IQC nela enquadráveis e os seus benefícios enquanto instrumentos de financiamento. A Fi-Compass identificou cinco principais IQC: dívida subordinada; empréstimos

³⁶ Neste sentido, atente-se no Regulamento (UE) 2021/523 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de março de 2021, que introduziu o Programa InvestEU, procurando, na sequência da pandemia de COVID-19, “suprir as deficiências do mercado e as situações de investimento insuficiente e (...) reduzir o défice de investimento em setores específicos” (cfr. Considerando (1)). Nos termos do art. 16.º deste Regulamento, a garantia da UE (definida nos termos do art. 13.º) pode ser utilizada para assegurar a cobertura de riscos de um conjunto de operações de financiamento concedidos pelos Parceiros de Execução (“*Implementing Partners*”), entre os quais, IQC (“*quasi-equity investments*”) – cfr. alínea (a).

³⁷ Embora o elenco de instrumentos enquadráveis na noção de IQC seja extenso, não esgota o universo de financiamento *mezzanine*. Veja-se, por exemplo, à luz do regime de garantias que entendemos estar subjacente àquele noção, a contratação de uma dívida convertível (contratual ou mobiliária), à qual seja aposta uma garantia real pelo mutuário. Este instrumento enquadrar-se-á enquanto fonte de financiamento *mezzanine*, mas não enquanto IQC.

³⁸ Na senda de COUTINHO DE ABREU (2024), p. 216, “[d]e acordo com a função, é possível distinguir *direitos de participação* (nas deliberações sociais e em órgãos de administração e de fiscalização), *direitos patrimoniais* (direito de quinhão nos lucros, direito de preferência, direito à quota de liquidação) e *direitos de controlo* (direito de informação, direitos de ação judicial)”.

³⁹ Sendo, entre nós, particularmente destacável e para o propósito que nos cabe, a figura das ações preferenciais sem direito de voto, regulada nos arts. 341.º a 344.º-A do CSC, e alvo de profundos estudos na doutrina - *vide*, entre outros, PESSOA (2021).

⁴⁰ No plano das SQ, *vide* CARVALHO (2011).

⁴¹ Plataforma providenciada pela Comissão Europeia, em parceria com o Banco Europeu de Investimento, concebida com o objetivo de apoiar as autoridades de gestão partilhada da UE e outras partes interessadas com conhecimentos práticos relativos a instrumentos financeiros.

participativos⁴²; dívida de risco; dívida convertível (sob forma de mútuo ou de obrigações) e ações preferenciais sem direito de voto.

Como decorre da noção de IQC, nada obsta a que os legisladores nacionais combinem características destes IQC típicos num só, a fim de criar figuras que se configurem às particulares necessidades das entidades financiadas a que se destinem, o que, em Portugal, o legislador fez através do RJEP.

⁴² O estudo alude às origens francesas da figura dos empréstimos participativos, introduzidos nesse OJ pela Lei n.º 78-471, de 13 de julho de 1978. Em termos sucintos, os *prêts participatifs*, cfr. hodiernamente previstos nos arts. L313-13 a L313-20 do *Code monétaire et financier*, são empréstimos subordinados cuja remuneração para os mutuantes engloba uma taxa de juro fixa, geralmente (mas não necessariamente) acompanhada de uma participação nos resultados líquidos do mutuário (“*participation au bénéfice net de l’emprunteur*”) – cfr. art. L313-17 do *Code monétaire et financier* – que podem ser celebrados por um largo conjunto de mutuantes e mutuários. *Vide* BANQUE DE FRANCE (2022), p. 2.

II – O Empréstimo Participativo

1. Delimitação objetiva

O EP é definido como “um contrato de crédito oneroso, sob a forma de mútuo ou sob a forma de títulos representativos de dívida, cuja remuneração e reembolso ou amortização dependem, ainda que parcialmente, do resultado da atividade do mutuário e cujo valor em dívida pode ser convertido em capital social do mutuário⁴³” e, conforme decorre do preâmbulo do RJEP, visa enquadrar-se como um IQC, à luz da definição avançada pela Comunicação da Comissão.

O EP é, nestes termos, um contrato necessariamente oneroso e, à luz da dependência, ainda que parcial, da remuneração e do reembolso do resultado da atividade do mutuário, um contrato aleatório⁴⁴, em que o *quantum* da atribuição patrimonial do mutuário estará, ainda que parcialmente, dependente um evento futuro e incerto. O contrato deverá ser celebrado através de um mútuo escrito ou através da emissão e correspondente subscrição de valores mobiliários representativos de dívida⁴⁵, sujeitando-se as partes, neste segundo caso, ao regime aplicável à emissão de valores mobiliários⁴⁶. As partes deverão, em ambos os casos, incluir uma menção expressa no instrumento constitutivo do EP à sujeição ao RJEP⁴⁷.

À luz da letra do RJEP, a remuneração e o reembolso do EP (que, à luz das notas já tecidas quanto ao conceito de IQC, compõem a noção de retorno deste tipo de investimentos⁴⁸) deverão estar, ainda que parcialmente, dependentes da atividade do mutuário (em termos que oportunamente aferiremos) e a remuneração poderá ser exclusiva ou parcialmente indexada a uma participação nos resultados, tendo o legislador deixado na autonomia das partes a concreta determinação dos indicadores financeiros aos quais a remuneração pode

⁴³ Cfr. art. 2.º n.º 1 do RJEP

⁴⁴ Vide COSTA (2018), pp. 42 e 43

⁴⁵ Cfr. art. 4.º n.º 1 do RJEP

⁴⁶ CVM, introduzido pelo DL n.º 486/99, de 13 de novembro

⁴⁷ Cfr. art. 2.º n.º 3 do RJEP

⁴⁸ Cfr. Ponto 4.1. da Secção I

ser indexada, desde que reflitam a evolução da situação financeira do mutuário e tenham previsão na demonstração de resultados⁴⁹⁻⁵⁰.

O EP é necessariamente convertível, refletindo uma escolha particularmente restritiva do legislador nacional face aos contornos da definição de IQC⁵¹. Conforme decorre desta última, a convertibilidade de um IQC não é uma condição necessária para a sua qualificação como tal. No entanto, do RJEP consta um conjunto de condições que, uma vez verificadas, serão factos constitutivos de direitos subjetivos do mutuante a converter o EP em CS do mutuário, sem prejuízo de outras mais exigentes e de outras adicionais previstas no instrumento constitutivo do EP.

Aproveitamos, desde já, para tecer uma nota crítica, na linha da imposição da convertibilidade do EP. A contratação deste instrumento está dependente de deliberação prévia, expressa e favorável da AG do mutuário, independentemente da sua celebração através da via contratual ou mobiliária⁵², o que comporta um entrave de natureza procedimental que tenderá a reduzir a sua atratividade no mercado.

Compreende-se esta escolha do legislador como sendo consequente da natureza necessariamente convertível do EP. Estando em causa um instrumento idóneo a diluir as participações sociais dos titulares à data da contratação do EP (caso o direito à conversão seja constituído e exercido pelo mutuante), natural é que o legislador convoque o colégio de sócios a pronunciar-se sobre a sua contratação, semelhantemente ao regime imposto pelo art. 366.º n.º 1 do CSC, relativo à deliberação de emissão de obrigações convertíveis.

Tendo a convertibilidade do EP sido deixada na autonomia privada das partes, a convocação da AG poderia ter sido prescrita apenas para os casos de emissão de títulos

⁴⁹ Cfr. art. 8.º n.º 4 do RJEP

⁵⁰ Por comparação, no plano dos valores mobiliários, podem ser emitidas obrigações que “[a]lém de conferirem aos seus titulares o direito a um juro fixo, os habilitem a um juro suplementar ou a um prémio de reembolso, quer fixo quer dependente dos lucros realizados pela sociedade” e ainda “[a]presentem juro e plano de reembolso, dependentes e variáveis em função dos lucros” – art. 360.º n.º1 alíneas a) e b) do CSC, respetivamente. Nestes casos, o legislador precisou que o “lucro a considerar é o que corresponder aos resultados líquidos do exercício, deduzidos das importâncias a levar à reserva legal ou reservas obrigatórias e não se considerando como custo as amortizações, ajustamentos e provisões efetuados para além dos máximos legalmente admitidos para efeitos do imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas” – art. 362.º n.º 1 do CSC.

⁵¹ Oportunamente recordamos o Parecer do CESE 2023/C 75/05, de 28 de fevereiro de 2023, na parte em que reconheceu que as empresas familiares, que predominantemente compõem o tecido empresarial da EU (60%), tenderão a evitar a contratação de financiamento que possa resultar numa perda de controlo – cfr. alínea iii) do Ponto 1.3 e Ponto 3.2.2. do referido Parecer.

⁵² Cfr. art. 4.º n.º 2 do RJEP

representativos de dívida não convertíveis, quando o contrato de sociedade do mutuário não permitisse que tal deliberação fosse tomada pelo OA, em consonância com o regime do art. 350.º do CSC, respeitante à emissão de obrigações, e para os casos em que o EP fosse convertível em CS (independentemente de se fosse celebrado através da via contratual ou mobiliária), em consonância com os requisitos impostos para a emissão de obrigações convertíveis, prescritos no art. 366.º do CSC. Tal solução teria permitido manter a qualificação do EP como IQC e aumentar a flexibilidade das entidades que o decidissem celebrar. Reatentando no estudo da Fi-Compass relativo à aplicabilidade dos IQC às PME na EU, e aos IQC aí previstos, denota-se que o legislador português combinou características do típico EP (cfr. introduzido no OJ francês) com as características da dívida convertível.

Quanto à maioria necessária em sede de AG, o legislador foi omissivo. No entanto, cremos serem mobilizáveis os termos aplicáveis às deliberações sobre alterações do contrato de sociedade (consequência última do EP, por via do aumento de capital). Assim, em decorrência do art. 85.º n.º 2 do CSC⁵³, sendo o mutuário uma SA, deverão estar presentes ou representados, titulares de ações que representem, pelo menos, um terço do CS e um quórum deliberativo correspondente a dois terços dos votos emitidos⁵⁴ e, tratando-se de uma SQ, o quórum deliberativo mínimo é elevado a três quartos dos votos correspondentes ao CS⁵⁵.

Por fim, em matéria de finalidade do EP, o RJEP impõe dois requisitos, de ordem material e de ordem formal. O Diploma avança com um elenco indicativo de possíveis finalidades⁵⁶ e estipula ainda que será admissível “qualquer outra finalidade acordada pelas partes, compatível com o objeto social ou política de investimento do mutuante e do mutuário, quando aplicável, e com a demais legislação aplicável⁵⁷”, conferindo às partes ampla flexibilidade neste campo. O requisito formal, por sua vez, reporta-se à menção expressa da finalidade do EP no instrumento constitutivo⁵⁸.

⁵³ Que prevê que a “deliberação de alteração do contrato de sociedade será tomada em conformidade com o disposto para cada tipo de sociedade”.

⁵⁴ Cfr. arts. 383.º n.º 2 e 386.º n.º 3 do CSC

⁵⁵ Cfr. arts. 265.º do CSC

⁵⁶ Cfr. art. 5.º alíneas a) a c) do RJEP

⁵⁷ Cfr. art. 5.º alínea d) do RJEP

⁵⁸ Como se verá, o leque de entidades idóneas a assumir o papel de mutuante num EP é particularmente restritivo, sendo, em essência, entidades que sempre tenderiam a conduzir uma *due diligence* minuciosa

2. Delimitação subjetiva

O art. 3.º n.º 1 do RJEP avança com o leque de possíveis mutuantes de EP, abrangendo: instituições de crédito⁵⁹ e sociedades financeiras⁶⁰; organismos de investimento alternativo especializado de créditos, de capital de risco e de empreendedorismo social⁶¹, sociedades de investimento mobiliário para fomento da economia⁶², o Fundo de Capitalização e Resiliência⁶³ e outras entidades que estejam habilitadas à concessão de crédito a título profissional⁶⁴.

O legislador seguiu um caminho semelhante àquele traçado no art. 8.º do RGICSF, que, sob a epígrafe de “[p]rincípio da exclusividade”, limita o exercício, a título profissional, de um conjunto de operações às instituições de crédito e às sociedades financeiras, nomeadamente, operações de crédito. No entanto, no âmbito do EP, o diminuto leque de possíveis mutuantes tenderá a desproporcionalmente reduzir a sua aplicação no mercado e a atentar aos objetivos fixados no preâmbulo, limitando o acesso a potenciais investidores interessados no perfil de investimento de um EP⁶⁵.

Cumprir fazer referência à transmissibilidade dos créditos emergentes do EP, conforme decorre do art. 6.º do RJEP que prevê que “os créditos emergentes dos contratos de empréstimo participativo podem ser cedidos a terceiros, inclusive a sociedades de titularização de crédito, com observância dos limites legais e contratuais aplicáveis”. O legislador consagrou, entendemos, um leque de possíveis cessionários que vai além daquele previsto no artigo 3.º do RJEP, relativo aos possíveis mutuantes e optou por prever a livre transmissão dos créditos do EP àqueles, nada parecendo obstar ainda a subsequentes transações em mercado secundário. No entanto, repare-se que a cessão de créditos – cfr. regulada nos arts. 577.º a 588.º do CC - se distingue da cessão da posição

antes de contratar com um mutuário, o que naturalmente pressuporia apurar os fins a que o capital seria alocado.

⁵⁹ Cfr. art. 3.º n.º 1 a) do RJEP e art. 3.º n.º 1 do RGICSF

⁶⁰ Cfr. art. 3.º n.º 1 a) do RJEP e art. 6.º do RGICSF

⁶¹ Cfr. art. 3.º n.º 1 b) do RJEP, que remete para os termos da Lei n.º 18/2015, de 4 de março, entretanto revogada pelo Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril, que aprovou o Regime de Gestão de Ativos.

⁶² Cfr. art. 3.º n.º 1 c) do RJEP e Decreto-Lei n.º 77/2017, de 30 de junho

⁶³ Cfr. art. 3.º n.º 1 d) do RJEP e Decreto-Lei n.º 63/2021, de 28 de julho

⁶⁴ Cfr. art. 3.º n.º 1 e) do RJEP

⁶⁵ No plano intragrupo societário, e como bem apontou INÊS LOPES (2023), p. 124, o EP poderia ter servido como uma interessante opção de financiamento. Sobre o financiamento societário nos grupos de sociedades *vide* OLIVEIRA (2024), pp. 337 e ss.

contratual do mutuante⁶⁶, o que no caso do EP assume particular relevância à luz da possível constituição, na esfera deste, de um direito à conversão em CS e da subsequente ingerência na estrutura societária do mutuário, caso tal direito venha a ser exercido. Urge portanto precisar se o direito à conversão em CS é, para efeitos do EP, um direito acessório do crédito, semelhantemente à(s) garantia(s) contratadas⁶⁷, que o acompanha na cessão do crédito. Entendemos que a esta questão deverão ser dadas respostas distintas, consoante o regime de transmissão de ações (SA) ou de quotas (SQ) que vigore na esfera jurídica do mutuário.

Atentando-se apenas nos regimes gerais (sem descurar as concretas estipulações do contrato de sociedade em matéria de transmissão de participações sociais), no caso das SA, a regra geral é a da livre transmissibilidade das ações⁶⁸, e vigorando esta no mutuário, entendemos que a cessão de créditos do EP, pelo mutuante, a um terceiro, deverá, por maioria de razão, englobar o direito à conversão em CS. Nas SQ, a regra geral da transmissão de quotas a estranhos (todas as pessoas para além do cônjuge, ascendentes, descendentes e sócios)⁶⁹ é de que a mesma carece do consentimento da sociedade⁷⁰. Assim, damos outro tratamento à circunstância do mutuário (SQ), à luz deste regime, ser exposto à possibilidade de se vir a constituir na esfera de um estranho, diferente do original mutuante, um direito à conversão do EP em CS, sem que o mutuário tenha nisso consentido. Entendemos assim que o direito à conversão em CS apenas se poderá vir a transmitir a tal estranho através de uma cessão da posição contratual (que pressupõe o consentimento do mutuário⁷¹), não bastando a mera cessão do crédito.

Note-se que a possibilidade de ceder de créditos do EP a sociedades de titularização já decorria do Regime da Titularização de Créditos, consagrado pelo Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro, sendo que este regime, desde as alterações que lhe foram introduzidas

⁶⁶ Conforme refere COSTA (2018), p. 145 – “[v]erifica-se a cessão de um crédito quando o credor, mediante negócio jurídico, designadamente de natureza contratual, transmite a terceiro o seu direito” e “[c]onsiste a cessão da posição contratual na faculdade concedida dos contraentes (cedente), em contratos com prestações recíprocas, de transmitir a sua inteira posição contratual, ou seja, o complexo unitário constituído pelos créditos e dívidas que para ele resultarem do contrato, a um terceiro (cessionário), desde que o outro contraente (cedido) consista na transmissão” – p. 51.

⁶⁷ Vide, entre outros, o Acórdão do TRL de 05/12/2011 (Arêlo Manso), in <http://www.dgsi.pt>.

⁶⁸ Cfr. art. 328.º n.º 1 do CSC

⁶⁹ CORTEZ, LEITE (2012), p. 317

⁷⁰ Cfr. arts. 225.º n.º 1 e 228.º n.º 2, ambos do CSC

⁷¹ Cfr. art. 424.º n.º 1 do CC

pelo Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de novembro, já permite inclusivamente a titularização de créditos vencidos (*non-performing loans*).

No plano das possíveis entidades mutuárias, o RJEP determina que se encontram abrangidas as sociedades comerciais do setor não financeiro⁷². Embora, por contraste, este leque seja bastante abrangente, cremos ainda que o EP poderia ainda ter sido uma figura interessante para empresários em nome individual (“ENI”). Se feita de forma concomitante à previsão de um leque mais abrangente de possíveis mutuantes e às necessárias adaptações ao RJEP (nomeadamente atribuindo uma natureza facultativa à convertibilidade do EP e prevendo apenas para estes casos a necessidade de aprovação em sede de AG), a extensão do leque de possíveis mutuários aos ENI permitiria alargar a aplicabilidade do EP ao mercado dos pequenos negócios em Portugal⁷³.

3. Remuneração e reembolso

3.1. Remuneração

A definição de remuneração para efeitos do RJEP decorre do art. 8.º n.º 1, que prevê que a mesma corresponde a “quaisquer contrapartidas indexadas aos resultados do mutuário que sejam acordadas no contrato de empréstimo participativo ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida”. Esta definição, transmitindo uma noção de remuneração que está integralmente indexada aos resultados do mutuário, não condiz, desde logo, com o n.º 2 do mesmo preceito, referindo este último que a remuneração é “exclusiva ou parcialmente indexada a uma participação nos resultados do mutuário fixada pelas partes no contrato”. O art. 8.º n.º 5 contribui para esta dúvida, na medida em que refere, por um lado, que a “remuneração pode ainda ter uma componente adicional de taxa de juro”, ou seja, trazendo para o âmbito do conceito de remuneração a componente fixa, mas prevendo que tal componente é devida “de forma independente dos resultados do mutuário” ao contrário do que estipula o art. 8.º n.º 1. O apuramento desta questão assume relevância central, na medida em que o legislador limitou o pagamento

⁷² Cfr. art. 3.º n.º 2 do RJEP

⁷³ No caso dos *prêts participatifs* a que temos vindo a aludir, a Lei n.º 2005-882, de 2 de agosto de 2005, procedeu, através do seu art. 11.º, a uma extensão dos leques de possíveis entidades mutuantes e mutuárias. Por contraposição ao RJEP, a redação original do art. 313-13 do *Code Monétaire et Financier* já admitia que as sociedades comerciais fossem mutuantes de *prêts participatifs*. Destacamos as adições introduzidas por aquela Lei, no entanto, à luz das suas alterações no plano de possíveis mutuários, passando a estar nele abrangidas as empresas artesanais e os ENI.

da “remuneração” aos casos em que o mutuário aufera resultados distribuíveis⁷⁴, não clarificando se aqui se inclui a sua componente fixa. Sendo possível tecer argumentos em ambos os sentidos, e não obstante a falta de clareza do RJEP nesta matéria, propugnamos que o conceito de remuneração para efeitos do RJEP não integra a componente fixa prevista no art. 8.º n.º 5. Se tal sucedesse, ter-se-ia limitado desnecessariamente a autonomia das partes na contratação deste instrumento, que seria, por sinal, menos apelativo para o mutuante. Assim pois, este veria a globalidade da sua remuneração obrigatoriamente contingente à existência de resultados distribuíveis no(s) exercício(s) em causa⁷⁵, não obstante a autonomia das partes para delimitar o conceito de “resultados distribuíveis”⁷⁶⁻⁷⁷⁻⁷⁸. De todo o modo, nada obsta a que as partes condicionem o pagamento da remuneração fixa à existência de tais resultados, se assim entenderem.

Vemos que, na prática, esta é a interpretação levada a cabo à luz do Programa de Capital Participativo I (“CPA I”), lançado pelo Governo Regional dos Açores⁷⁹, conforme se constata através da análise da minuta-base de contrato de EP disponibilizada na documentação de suporte⁸⁰.

⁷⁴ Cfr. art. 9.º n.º 1 do RJEP

⁷⁵ Outra interpretação, que levasse à inclusão da componente fixa no conceito de remuneração, poderia dar azo à contratação paralela de contratos de mútuo, excluídos do âmbito de aplicação do RJEP, cuja taxa de juro seria paga independentemente do mutuário auferir resultados distribuíveis.

⁷⁶ Cfr. art. 9.º n.º 1 do RJEP – referindo o preceito que os resultados distribuíveis são determinados “nos termos previstos no contrato de empréstimo participativo ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida”.

⁷⁷ Em sentido diferente, *vide* GROSSMANN (2024), pp. 233 e 234. Embora possamos atender aos argumentos apresentados pelo Autor, nomeadamente quando refere que “[a]demais, quando se olha para o art. 9.º do RJEP, que trata do pagamento da remuneração, este não parece diferenciar qual o tipo de remuneração em causa (seja a remuneração fixa, seja remuneração variável)” cremos que o que subjaz a tal conclusão é o pouco rigor redacional do legislador ao delinear o conceito de “remuneração”.

⁷⁸ Independentemente de ter sido, ou não, esta a intenção do legislador, é premente rever o RJEP, de forma a clarificar a abrangência do conceito de remuneração, determinando, concretamente, se o pagamento da remuneração fixa está, ou não, dependente da existência de resultados distribuíveis.

⁷⁹ O Capital Participativo Açores I é o primeiro instrumento financeiro criado no âmbito da medida Recapitalizar Sistema Empresarial dos Açores do Plano de Recuperação e Resiliência (“PRR”), a ser operacionalizado através do Fundo de Capitalização das Empresas dos Açores (FCEA). O Programa é orientado para as PME da Região e comporta a celebração de contratos de EP, disponibilizados pelo Banco Português de Fomento, através de intermediários financeiros.

⁸⁰ A mesma distingue entre a “[r]emuneração [v]ariável” – cláusula 7.2. – e a “[r]emuneração [f]ixa” – cláusula 7.3. - e enquanto que a primeira “só será exigível na [d]ata de [v]encimento (...), caso a Mutuária por referência a essa data, apresente resultados distribuíveis” o pagamento da segunda não é condicionado à existência de resultados distribuíveis, sendo devido (mensalmente), com referência à taxa anual definida no respetivo Anexo I (disponível em: <https://www.bpfomento.pt/>).

Através do art. 8.º n.º 4, o legislador avançou com um elenco de carácter meramente exemplificativo referente aos indicadores à luz dos quais a remuneração variável pode ser aferida: “volume de negócios, o resultado operacional ou o resultado líquido”. Já o n.º 3 do mesmo preceito prevê que “[a] participação nos resultados pode consistir numa percentagem fixa ou crescente daqueles resultados, ou ser proporcional ao peso do valor nominal do empréstimo participativo no capital próprio do mutuário⁸¹”. Da segunda parte deste n.º 3 decorre a possibilidade da remuneração variável ser progressivamente menos dependente dos resultados auferidos pelo mutuário (passando a componente fixa, se estipulada, a representar uma parcela progressivamente superior na globalidade da remuneração auferida). Praticamente, esta poderá ser uma opção interessante para um mutuante que pretenda financiar uma sociedade que irá implementar um projeto de curto prazo, pretendendo o mutuante ver a sua remuneração dependente desse projeto em maior medida do que à restante atividade do mutuário, tendo as partes as partes interesse, de todo o modo, em que o EP perdure por período superior ao do projeto.

Caso as partes tenham incluído uma remuneração fixa (taxa de juro, a qual, por sua vez, poderá ser fixa ou variável em função de um indexante) no instrumento constitutivo do EP, convocar-se-á o regime do art. 12.º do RJEP, que prevê, na sua alínea a) que, em relação a esta componente, o contrato de EP pode estipular que “os juros do empréstimo participativo são capitalizados, sendo apurados anualmente e em função dos resultados e a sua responsabilidade registada contabilisticamente anualmente para pagamento no futuro”. O art. 560.º do CC consagra, entre nós, o regime geral da proibição do anatocismo⁸², estando a capitalização de juros dependente de uma convenção posterior ao seu vencimento ou de uma notificação judicial feita ao devedor para os capitalizar ou proceder ao seu pagamento sob pena de capitalização (n.º 1), e da observação do período mínimo de um ano para a capitalização dos juros (n.º 2). No plano das operações de concessão de crédito bancário, o legislador consagrou um regime especial de capitalização de juros, decorrente do art. 7.º do Decreto-Lei 58/2013, de 8 de maio, sendo que, havendo conflito entre esta norma e o regime geral do anatocismo decorrente do CC, prevalecerá a primeira⁸³. Uma das particularidades do regime especial aplicável à

⁸¹ Da segunda parte deste preceito denota-se a intenção do legislador em regular, através do RJEP, um instrumento contabilizado no CP do mutuário.

⁸² “O anatocismo (‘nova’ + ‘usura’) consiste na capitalização dos juros de um capital, já vencidos e não entregues, com o fim de os fazer produzir juros” – CAMPOS (1988), p. 38

⁸³ BASTOS (2018), pp. 263 a 266

concessão de crédito prende-se com a possibilidade de capitalizar juros por “convenção das partes, reduzida a escrito⁸⁴”, ou seja, em momento anterior ao vencimento dos juros. A solução consagrada no RJEP segue a mesma linha, permitindo que a capitalização dos juros seja desde logo acordada no instrumento constitutivo do EP.

Nos termos do art. 9.º n.º 4, as partes podem prever que o pagamento da remuneração seja dependente de deliberação prévia da AG do mutuário. Não podemos senão antecipar que a implementação deste preceito na prática comercial seja escassa. Do leque exclusivo de possíveis mutuantes do EP constam entidades que terão, quase que invariavelmente, um poder negocial superior às PME que tenderão a assumir a posição de mutuário. Conforme desenvolveremos *infra*, estando a constituição, na esfera jurídica do mutuário, da obrigação de proceder ao pagamento da remuneração variável dependente da verificação cumulativa dos critérios avançados pelos artigos 9.º n.º 1 e 11.º do RJEP, nomeadamente quanto a esta componente, será improvável que um mutuante venha a aceitar que além da verificação destes requisitos, o pagamento esteja ainda dependente de uma deliberação prévia pela AG do mutuário⁸⁵.

3.2. Reembolso

A noção de reembolso, ainda que intuitiva, encontra-se prevista na segunda parte do art. 8.º n.º 1⁸⁶, correspondendo à devolução do capital mutuado. À luz do art. 10.º n.º 1 do RJEP, o mutuário pode proceder ao reembolso do EP ou à amortização dos títulos representativos de dívida, a todo o tempo, pelo seu valor nominal, acrescido da remuneração fixada no instrumento constitutivo, nos termos do art. 8.º, e não paga (ou seja, a remuneração variável, e se existente, fixa, vencida) e daquela que se venceria até ao início do trimestre em que “ocorra⁸⁷” o reembolso, tomando por referência as respetivas demonstrações financeiras que permitam apurar os resultados. Este preceito padece daquele que cremos ser um mero erro ortográfico, sendo que onde consta “ocorra” dever-se-á ler “ocorreria”. Isto porque na atual redação do preceito, a remuneração que se venceria até ao início do trimestre em que “ocorra” o reembolso, interpretada

⁸⁴ Cfr. art. 7.º n.º 1 do Decreto-Lei 58/2013, de 8 de maio

⁸⁵ Como bem aponta ARTHUR GROSSMANN (2024), p. 223, a dependência do pagamento da remuneração de deliberação prévia da AG do mutuário não afasta a obrigação de proceder ao seu pagamento.

⁸⁶ Ainda que daí decorra uma falta de rigor no enquadramento sistemático desta noção, dizendo o preceito em causa respeito à remuneração.

⁸⁷ Cfr. art. 10.º n.º 1 do RJEP

literalmente, já se encontra abrangida pela remuneração vencida (num cenário de reembolso antecipado). Por “ocorreria” remete-se para o momento em que o reembolso ocorreria nos termos do instrumento constitutivo do EP, caso não fosse feito um reembolso antecipado. À luz deste preceito, conformemente interpretado, o legislador consagrou assim uma penalização ao mutuário pelo reembolso antecipado do EP.

Por fim, apontamos que as partes podem convencionar a existência de um período de carência⁸⁸ e, à semelhança do estatuído relativamente ao pagamento da remuneração (variável), podem fazer depender o reembolso de uma deliberação prévia da AG do mutuário⁸⁹, sendo que aqui reproduzimos as notas já tecidas quanto à expectável aderência do mercado a tal dependência.

3.3. Limites à remuneração e ao reembolso

Nos termos do art. 2.º n.º 1 do RJEP, que prevê a noção de EP, o legislador determinou que a remuneração e reembolso ou amortização “dependem, ainda que parcialmente, do resultado da atividade do mutuário”. Conforme já referimos, as partes podem acordar a existência de uma remuneração fixa (taxa de juro), paga de forma independente dos resultados do mutuário⁹⁰. Como veremos *infra*, à luz do regime estatuído pelo legislador, esta tenderá a ser a única componente do retorno que não está dependente dos resultados do mutuário. Importa para tal, atentar nos limites impostos ao pagamento da remuneração variável e do reembolso.

O pagamento da remuneração variável deverá cumprir com o preceituado nos arts. 9.º n.º 1 e 11.º do RJEP, que deverão ser analisados em sintonia. O primeiro preceito dispõe que o mutuário procederá a este pagamento caso “aufira, nos termos previstos no contrato de empréstimo participativo ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida, resultados distribuíveis”. Conforme já analisámos, o legislador conferiu às partes liberdade para determinar a que indicadores financeiros a remuneração variável é indexada, desde que estes tenham previsão na demonstração de resultados da sociedade⁹¹. Tratando-se a demonstração de resultados de um documento contabilístico que contém informação reportada a um determinado intervalo de tempo, situado entre as datas do

⁸⁸ Cfr. art. 10.º n.º 4 do RJEP

⁸⁹ Cfr. art. 10.º n.º 5 do RJEP

⁹⁰ Cfr. art. 8.º n.º 5 do RJEP

⁹¹ Cfr. art. 8.º n.º 4 do RJEP

balanço, o legislador refere-se aqui a resultados que sejam auferidos pelo mutuário, durante os exercício(s) em que vigore o EP. À luz daquela liberdade, não se descarta a possibilidade das partes acordarem que o montante da remuneração variável seja aferido, por exemplo, à luz das vendas e prestações de serviço realizadas. Por isso, poder-se-á dar o caso de, num determinado exercício, o mutuário auferir resultados líquidos negativos, por qualquer circunstância, e ainda assim ter auferido “resultados distribuíveis” para efeitos do EP, constituindo-se na sua esfera o dever de proceder ao pagamento da remuneração, salvo tal seja impedido pelos limites impostos pelo art. 11.º do RJEP, aos quais nos dedicamos de seguida.

Este último preceito determina que não haverá lugar ao pagamento da remuneração (variável) ou do reembolso, quando: “o capital próprio do mutuário seja ou se tornasse, em virtude do pagamento, inferior à soma do capital social e das reservas” – alínea a) – nem “quando os lucros do exercício sejam necessários para cobrir prejuízos transitados ou para formar ou reconstruir reservas impostas por lei ou pelo contrato de sociedade, aplicando-se o disposto nos artigos 32.º e 33.º do Código das Sociedades Comerciais, com as necessárias adaptações” – alínea b).

Primeiramente, importa precisar, para efeitos da alínea a), a que reservas⁹² se refere o legislador (às obrigatórias (legais e estatutárias) e às facultativas, ou só às primeiras). O contrato de sociedade pode dispor que as reservas obrigatórias devem ser constituídas em montantes superiores àqueles previstos na lei⁹³ e o contrato de sociedade pode ser alterado por deliberação dos sócios, respeitados os requisitos previstos na lei⁹⁴. No entanto, no caso do EP, o art. 13.º, sob a epígrafe de “[p]roibição de redução do capital do mutuário” impõe a este um conjunto de limitações (alvo de subsequente análise⁹⁵), entre as quais, “alterar as condições de repartição de lucro fixadas no contrato de sociedade”. Daqui se depreende que durante o período de vigência do EP, o mutuário não poderá alterar o contrato de sociedade a fim de impor montantes mais elevados de reservas estatutárias. Por contraste, a constituição de reservas facultativas está apenas dependente de

⁹² Vide VASCONCELOS, ROCHA (2018), p. 265 – “As reservas constituem, pois, a diferença positiva entre o património líquido e o capital social. Isto é, abrangem o excesso do ativo líquido sobre o capital social, representando todos os ganhos de valor do património social conservado na própria sociedade por imposição legal ou contratual, ou pela vontade dos sócios”.

⁹³ Cfr. art. 295.º do CSC

⁹⁴ Cfr. arts. 383.º n.º 2 e 386.º n.º 3 para as SA e art. 265.º para as SQ, ambos do CSC

⁹⁵ Vide Ponto 5 da presente Secção

deliberação dos sócios⁹⁶. Assim, admitindo-se que na aceção de “reservas” consagrada na alínea a) do art. 11.º do RJEP se incluem também as reservas facultativas, o preceito facilmente atentaria à tutela dos mutuantes, visto que os mutuários poderiam, no final de cada exercício, deliberar a constituição de reservas facultativas, obstando a que se constituísse na sua esfera o dever de proceder ao pagamento da remuneração variável e do reembolso⁹⁷. O preceito deverá, portanto, ser interpretado restritivamente⁹⁸, abrangendo apenas as reservas obrigatórias (legais e estatutárias), que, somadas ao montante do CS, constituem o limiar abaixo do qual o CP do mutuário não poderá descer em virtude do pagamento. Esta é, em essência, a limitação que já resulta do art. 32.º do CSC, que consagra, entre nós, o princípio da intangibilidade do CS⁹⁹, enquanto medida de segurança dos credores da sociedade, e que, no plano do EP, condiciona o pagamento da remuneração variável e do reembolso ao respeito àquele limiar, por via da alínea b) do art. 11.º do RJEP.

Enquanto que ao art. 32.º subjaz uma noção de lucro de balanço (sobre que já discorremos¹⁰⁰), ao art. 33.º do CSC está implícita noção de lucro de exercício¹⁰¹, estatuidando este preceito, no seu n.º 1, que “não podem ser distribuídos aos sócios os lucros do exercício que sejam necessários para cobrir prejuízos transitados ou para formar ou reconstituir reservas impostas pela lei ou pelo contrato de sociedade” e impedindo ainda o n.º 2 deste preceito que tal distribuição ocorra “enquanto as despesas de constituição, de investigação e de desenvolvimento não estiverem completamente amortizadas, excepto se o montante das reservas livres e dos resultados transitados for, pelo menos, igual ao dessas despesas não amortizadas”.

Assim, relativamente à remuneração variável, o legislador conferiu às partes ampla margem para delinear o que constituem os “resultados distribuíveis”, podendo inclusivamente proceder-se ao seu pagamento mesmo que não exista lucro de exercício. No entanto, não se constituirá esta obrigação (nem a de reembolsar o EP) se não estiverem

⁹⁶ Cfr. arts. 294.º para as SA e 217.º n.º 1 para as SQ, ambos do CSC

⁹⁷ Sem descurar o facto de que tal, ainda assim, levaria eventualmente à constituição na esfera do mutuante do direito de proceder à conversão do EP em CS do mutuário.

⁹⁸ Neste sentido, *vide* LOPES (2023), p. 133 e PESSOA (2022), p. 3

⁹⁹ *Vide*, entre outros, DOMINGUES (2022), pp. 71 e ss.

¹⁰⁰ Cfr. Ponto 4.1. da Secção I

¹⁰¹ *Idem*

verificados os requisitos dos arts. 32.º e 33.º do CSC, aí tipificados quanto à distribuição de bens aos sócios, e aplicáveis ao EP por via do art. 11.º alínea b) do RJEP.

Desta exposição, nomeadamente daquela referente aos termos do art. 11.º do RJEP, conclui-se que as componentes da remuneração variável e do reembolso estão sempre dependentes da atividade do mutuário, na medida em estão invariavelmente vinculadas ao respeito pelos limiares impostos pelos arts. 32.º e 33.º do CSC.

4. Tratamento do empréstimo participativo como capital próprio e em contexto de insolvência

4.1. No plano societário

O art. 2.º n.º 2 do RJEP emprega uma expressão que gera, desde logo, perplexidade, ao prever que os EP são considerados “capital próprio para efeitos de legislação comercial” tal sucedendo “sempre que a respetiva remuneração dependa dos resultados do mutuário e o respetivo reembolso ou amortização dependa do cumprimento dos critérios previstos nos artigos 32.º e 33.º do Código das Sociedades Comerciais”.

A perplexidade no uso daquela expressão advém não só do facto de ser inovadora na regulação de instrumentos financeiros, mas por aparentar implicar um tratamento distinto do mesmo instrumento no plano jurídico e no plano contabilístico. No preâmbulo do diploma, o legislador enquadró o EP como um IQC e aludiu à possibilidade destes investimentos serem contabilizados, total ou parcialmente, como CP, em consonância com o intuito de permitir às empresas alcançar “estruturas de capital mais equilibradas”. Esta realidade só poderá ser alcançada através do EP se as normas contabilísticas aplicáveis permitirem a contabilização do EP, ainda que parcialmente, como CP do mutuário¹⁰². Importa, previamente, atender ao efetivo significado da expressão “para efeitos da legislação comercial”.

O legislador não esclarece o que é a “legislação comercial” e, em primeira leitura (bem como à luz da aparente subjetividade inerente à determinação autónoma pelo intérprete do que é a “legislação comercial”), depreendemos que apenas se pretendeu referir ao CSC, em que lança mão do conceito de “capital próprio” em três preceitos distintos: nos arts. 32.º, 35.º e 171.º. No entanto, não há, efetivamente, nada no RJEP que indicie que ao empregar esta expressão, o legislador não estava igualmente a pretender abranger

¹⁰² O que procuraremos apurar no ponto 5.2 da presente Secção, *infra*.

outros regimes¹⁰³. Crê-se ser defensável propugnar por uma interpretação restritiva do art. 2.º n.º 2, circunscrevendo a “legislação comercial” ao âmbito do CSC, sob pena de gravemente deturpar a aplicação de preceitos normativos iminentemente ligados à contabilidade da sociedade. No entanto, é claro o contra-argumento de que se o legislador quisesse circunscrever a “legislação comercial” ao CSC, teria empregue esta terminologia¹⁰⁴.

Não obstante a falta de clareza do preceito, importa atentar nas repercursões da qualificação do EP como CP para efeitos do CSC, que, como veremos, pressupõe que o EP tenha esta qualificação pela contabilidade. Desde logo, o art. 32.º do CSC, referente ao limite da distribuição de bens aos sócios (sobre o qual já discorremos), densifica o conceito de CP na medida em que preceitua, no seu n.º 1, que tal será o que “resulta das contas elaboradas e aprovadas nos termos legais”. O art. 35.º, por sua vez, impõe apenas um dever de informação aos sócios perante a “perda grave” do CS¹⁰⁵, devendo os gerentes convocar a AG, ou os administradores requerer a convocação da mesma, na qual poderão, ou não, ser adotadas medidas para sanar. Além das “contas de exercício” ou das “contas

¹⁰³ Veja-se a título de exemplo, o preceituado no art. 3.º n.º 1 b) e n.º 2 do Código Fiscal do Investimento, anexo ao Decreto-Lei n.º 162/2014, de 31 de outubro. O n.º 1 preceitua que “[o]s projetos de investimento são elegíveis quando: b) [o]s promotores demonstrem uma situação financeira equilibrada, determinada nos termos do número seguinte”. O n.º 2 por sua vez preceitua que “[p]ara efeitos do disposto na alínea b) do número anterior, considera-se que a situação financeira é equilibrada quando a autonomia financeira, medida pelo rácio entre o capital próprio e o total do ativo líquido, seja igual ou superior a 0,2”. Não é claro, portanto, se um mutuário de um EP deverá considerar o capital mutuado ao abrigo desse contrato como CP para efeitos de aplicação deste rácio (independentemente de como este seja contabilizado no balanço).

¹⁰⁴ Em Espanha, a figura dos *préstamos participativos* foi inicialmente prevista no art. 11 do *Real Decreto-Ley* 8/1983, de 30 de novembro, que viria a ser revogado pelo *Real Decreto-Ley* 27/1984, de 26 de julho. Mais tarde, o art. 20 do *Real Decreto-Ley* 7/1996, de 7 de junho voltou a prever a figura dos *préstamos participativos*. Na redação original da alínea d) deste art. 20, o legislador tinha empregue uma terminologia semelhante à que se denota no RJEP, prevendo que os *préstamos participativos* são considerados como capitais próprios para efeitos da legislação comercial (“[l]os *préstamos participativos* tendrán la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil”). Mais tarde, a *Disposición Adicional Segunda* da *Ley* 10/1996, de 18 de dezembro alterou esta redação, passando os *préstamos participativos* a qualificar-se como património contabilístico (“*patrimonio contable*”) para efeitos de redução do capital social e liquidação da sociedade. A *Disposición Adicional Tercera* da *Ley* 16/2007, de 4 de julho substituiu o termo “contabilístico” (“*contable*”) por “líquido” (“*neto*”), de forma a uniformizar o preceito com a terminologia empregue na *Ley de Sociedades Anónimas – Real Decreto Legislativo* 1564/1989, de 22 de dezembro - e na *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada – Ley* 2/1995, de 23 de março – em vigor àquela data, mas tendo sido posteriormente revogadas pelo *Real Decreto Legislativo* 1/2010, de 2 de julho. *Vide* SANZ (2017), pp. 306-307. Numa revisão do RJEP, urge que o legislador densifique o conceito de “legislação comercial” ou empregue uma terminologia mais precisa, à semelhança do que tem vindo a fazer o legislador espanhol.

¹⁰⁵ Ainda que o modelo inicialmente vigente do art. 35.º do CSC fosse reativo, e não meramente informativo, devendo os administradores propor aos sócios, e estes adotar no prazo de 60 dias após a AG de aprovação das contas – cfr. art. 35.º n.º 3 do CSC, na sua redação original, *vide* DOMINGUES (2022), p. 232 e 233.

intercalares”, o art. 35.º n.º 1 do CSC estatui ainda que a “perda grave” do CS pode ainda ser aferida “havendo em qualquer momento fundadas razões para admitir que essa perda se verifica”, o que não tenderá a descurar a mobilização das normas contabilísticas (sendo à luz das mesmas constituídas “fundadas razões”). Por fim, no âmbito do art. 171.º n.º 2, as SA, SQ e sociedades em comandita por ações devem indicar o montante do CP segundo o “último balanço aprovado”, sempre que este for igual ou inferior a metade do CS. Ainda assumindo o tratamento do EP como CP à luz das normas contabilísticas, não reconhecemos particular mérito ou utilidade na contabilização do EP como CP no âmbito do CSC. Praticamente, tal tratamento conferiria mais poderes aos sócios para distribuir bens societários (art. 32.º), para se afastar ou adiar a situação de perda grave do CS, e a correspondente obrigação de convocação da AG (art. 35.º) e para se afastar ou adiar a obrigação de mencionar o montante do CP em atos externos (art. 171.º n.º 2).

4.2. No plano contabilístico

Tendo o legislador almejado enquadrar o EP como IQC, atendendo à possibilidade deste tipo de instrumentos “ser contabilizado, total ou parcialmente, como capital próprio”, prosseguindo “estruturas de capital mais equilibradas” no tecido empresarial português, e à luz do facto do tratamento do EP como CP no plano do CSC estar dependente desse tratamento pela contabilidade, esta qualificação está no cerne do apuramento da coadunação do RJEP com os objetivos a que o legislador se propôs.

À luz do enquadramento que temos vindo a delinear¹⁰⁶, importa destacar as características do EP que poderiam indiciar o seu tratamento contabilístico, parcialmente¹⁰⁷, como CP. Primeiramente, a constituição da obrigação de proceder ao pagamento da remuneração variável está dependente da existência de lucros distribuíveis (nos termos fixados pelas partes) e, semelhantemente ao reembolso, da verificação dos critérios previstos nos arts. 32.º e 33.º do CSC. Segundamente, o pagamento de ambas estas componentes poderá estar sujeita a uma deliberação prévia da AG do mutuário. No entanto, atentando nos normativos contabilísticos internacionais, depreende-se a inviabilidade desta qualificação, ainda que parcialmente.

¹⁰⁶ Vide Ponto 1 (nomeadamente, notas de rodapé 14 e 17), quanto ao CP e Ponto 2, quanto ao Passivo, ambos da Secção I

¹⁰⁷ Cfr. indicámos, o pagamento da remuneração fixa (taxa de juro), se existente, não estará sujeita aos requisitos impostos pelos arts. 9.º n.º 1 e 11.º (ambos do RJEP) e será por isso sempre reconduzido ao Passivo, à luz dos preceitos contabilísticos que indicámos no Ponto 2 da Secção I.

No plano da IAS 32, o Parágrafo 19 determina desde logo que, salvo nos casos aí previstos¹⁰⁸, “[s]e uma entidade não tiver um direito incondicional de evitar a entrega de caixa ou outro ativo financeiro para liquidar uma obrigação contratual, a obrigação atende à definição de passivo financeiro”.

Conforme temos vindo a dizer, uma vez verificados os requisitos do art. 9.º n.º 1 e do art. 11.º do RJEP, constitui-se na esfera do mutuário a obrigação de pagar a remuneração variável (dependente do cumprimento de ambos os preceitos), bem como o reembolso (dependente apenas do cumprimento do art. 11.º), não sendo esta obrigação afastada pela determinação da sujeição do pagamento a uma deliberação prévia da AG do mutuário (inexistindo um direito incondicional de não a pagar). Mais ainda, o Parágrafo 25 determina que “[u]m instrumento financeiro pode exigir que a entidade entregue caixa ou outro ativo financeiro ou que o liquide de outro modo, de tal forma que ele seria um passivo financeiro no caso da ocorrência ou não ocorrência de eventos futuros incertos (ou no resultado de circunstâncias incertas) que estejam além do controlo tanto do emitente” indicando, entre as possíveis variáveis fora deste controlo, as “receitas futuras, receita líquida ou índice dívida/património líquido do emitente”. O EP, conforme previsto entre nós, tem enquadramento neste preceito, e deste resulta que “o emitente desse instrumento não tem o direito incondicional de evitar a entrega de caixa ou outro ativo financeiro (ou de liquidá-lo de outro modo, de tal forma que ele seria um passivo financeiro). Portanto, ele é um passivo financeiro do emitente¹⁰⁹”.

Neste sentido, a Comissão de Normalização Contabilística emitiu, a 21 de janeiro de 2022, a Orientação Técnica N.º 4, que esclareceu que o tratamento contabilístico dos EP deverá ser feito nos termos previstos pela NCRF 27, e acrescentou que à luz da eventual opção de conversão que se poderá constituir na esfera do mutuante, o mutuário deverá alocar a quantia recebida entre as respetivas componentes (CP e Passivo), determinando primeiramente a quantia do passivo financeiro à luz do justo valor e o montante residual

¹⁰⁸ Casos de instrumentos classificados como instrumentos de património (“*equity*”) de acordo com os parágrafos 16A e 16B ou com os parágrafos 16C e 16D.

¹⁰⁹ Assim só não será: “se a parte da cláusula de liquidação contingente que poderia exigir a liquidação em caixa ou outro ativo financeiro (ou de outro modo, de tal forma que ele seria um passivo financeiro) não for verdadeira” – IAS 32, Parágrafo 25, alínea (a) – “se o emitente puder ser obrigado a liquidar a obrigação em caixa ou outro ativo financeiro (ou de outro modo, de tal forma que seria ele seria um passivo financeiro) apenas no caso de liquidação do emitente” – IAS 32, Parágrafo 25, alínea (b) – ou “se o instrumento tiver todas as características e atender às condições dos parágrafos 16A e 16B” - IAS 32, Parágrafo 25, alínea (c). Das características do EP até agora delineadas, concluímos que o mesmo não se enquadra em nenhuma destas exceções.

ao CP. Praticamente, significa isto que o efetivo aumento do CP do mutuário através do EP ocorrerá apenas mediante a constituição e exercício do direito de conversão em CS do mutuário¹¹⁰.

4.3. Em contexto de insolvência

Em linha com os termos da noção de IQC, em caso de insolvência do mutuário, os empréstimos participativos consideram-se créditos subordinados¹¹¹, pagos apenas após os credores comuns¹¹² tenham sido integralmente pagos¹¹³ e sendo graduados acima dos créditos dos sócios e de outras pessoas especialmente relacionadas com o devedor¹¹⁴.

O elenco de créditos subordinados em contexto de insolvência decorre, entre nós, do art. 48.º do CIRE que, até à entrada em vigor da Lei n.º 9/2022, de 11 de janeiro, suscitava na doutrina amplas discussões em torno da sua natureza taxativa ou indicativa¹¹⁵, tendo esta Lei tornado clara a sua natureza taxativa. Sem descurar o facto de a alínea c) do art. 48.º do CIRE qualificar como créditos subordinados aqueles “cuja subordinação tenha sido acordada pelas partes”, no caso do EP, a qualificação do crédito como subordinado

¹¹⁰ Semelhantemente, pese embora a qualificação como CP tenha sido uma das intenções do legislador francês (cfr. art. L313-14), a decisão 97-15.864 do *Cour de Cassation, Chambre Commerciale* (2000), confirmou judicialmente o tratamento dos *prêt participatifs* como Passivo, desconsiderando o montante que tinha sido mutuado para efeitos de aferir se mais de metade do CS do mutuário tinha sido perdido – vide *BANQUE DE FRANCE* (2022), p. 3. De acordo com o *Conseil National de la Comptabilité* (Conselho Nacional da Contabilidade), independentemente da base de cálculo da remuneração (fixa ou variável) do mutuante, estes serão sempre reconduzidos ao Passivo, sendo a remuneração uma despesa financeira que representa o custo do capital mutuado – vide *idem*, p. 3. Vemos, no entanto, que o Plano da UE não parece acompanhar estas decisões jurisprudenciais. No Parecer do CESE 2023/C 75/05, de 28 de fevereiro de 2023, o CESE refere-se à essencialidade dos empréstimos híbridos serem qualificados como CP e exemplifica o caso dos *prêt participatifs* para este efeito, atentando apenas nas disposições dos artigos L313-14 do *Code monétaire et financier* que determinam a qualificação daquele instrumento como CP para efeitos de avaliação da situação financeira do mutuário – cfr. Ponto 4.2. alínea i) do referido Parecer.

¹¹¹ Vide MARTINS (2022), p. 393 – “Os créditos *subordinados* serão em regra, os identificados no art. 48.º (do CIRE). Não o serão, porém, se beneficiarem de privilégios creditórios gerais ou especiais ou de hipotecas legais, mas em ambos os casos desde que tais garantias não se extingam como efeito da declaração de insolvência (cfr. o art. 47., 4, b))”.

¹¹² Vide MARTINS (2022), p. 407 – “Os créditos comuns constituem uma categoria que poderemos ver como residual, na medida em que o art. 47.º, 4, c), considera comuns os ‘*demais créditos*’ sobre a insolvência. São, por isso, créditos sobre a insolvência que não beneficiam de garantia real, nem de privilégio real, nem são subordinados.”

¹¹³ cfr. art. 177.º n.º 1 do CIRE

¹¹⁴ Cfr. art. 7.º n.º 1 do RJEP

¹¹⁵ *Idem*, p. 396

resultou de uma opção do legislador, pelo que se denota uma dissonância entre o RJEP e o caráter taxativo do art. 48.º do CIRE¹¹⁶.

De todo o modo, determina o RJEP que os créditos do EP são graduados, desde logo acima dos créditos dos sócios, sendo que estes podem, naturalmente, assumir várias formas¹¹⁷. Concretamente, e nos termos do CIRE: créditos por suprimentos – art. 48.º n.º 1 g) –; créditos de sócios considerados pessoas especialmente relacionadas com o devedor (sendo esta pessoa coletiva) – art. 48.º n.º 1 alínea a) e art. 49.º n.º 2 alínea a) – e, por fim, créditos que não se subsumam a alguma destas duas categorias, considerados, por isso, créditos comuns – art. 47.º n.º 4 alínea c) do CIRE. Deste elenco, resulta que o facto do titular do crédito ser sócio não comporta necessariamente a sua subordinação, pelo que, a graduação dos créditos do EP “acima dos créditos dos sócios” deve ser interpretada restritivamente, abrangendo apenas os créditos por suprimentos e os créditos de sócios especialmente relacionados com o devedor (tratando-se este de pessoa coletiva).

Note-se porém que o legislador do RJEP consagrou que os créditos do EP são graduados acima de “outras pessoas especialmente relacionadas com o devedor”, que encontram previsão na alínea a) do art. 48.º do CIRE. Ditando o art. 177.º n.º 1 do CIRE que o pagamento dos créditos subordinados “é efectuado pela ordem segundo a qual esses créditos são indicados no artigo 48.º” infere-se do RJEP que o legislador intencionou que os créditos do EP fossem pagos antes de qualquer outro crédito subordinado.

Enquanto titulares de créditos subordinados, em contexto de insolvência, os mutuantes do EP não terão direito de voto, exceto “quando a deliberação da assembleia de credores incida sobre a aprovação de um plano de insolvência” – art. 73.º n.º 3 do CIRE – nem poderão integrar a comissão de credores – art. 66.º n.º 1 do CIRE.

Por fim, por via do art. 97.º n.º 1 alínea e) do CIRE, com a declaração de insolvência, extinguir-se-ão as “garantias reais sobre bens integrantes da massa insolvente acessórias dos créditos havidos como subordinados”, sendo que esta extinção não depende de quaisquer requisitos, devendo ser efeito imediato da declaração de insolvência¹¹⁸.

¹¹⁶ Considerando que o atual elenco (taxativo) do art. 48.º do CIRE não abre margem para a qualificação subordinada de créditos quanto tal subordinação advenha de outros diplomas legais, só vemos que esta dissonância possa vir a ser resolvida através de uma referência expressa, nesse elenco, à admissibilidade da previsão da natureza subordinada dos créditos pelo legislador noutros diplomas.

¹¹⁷ *Vide* LOPES (2023), pp. 137 e 138

¹¹⁸ BOURA (2022), p. 133

5. Garantias

A primeira parte do art. 9.º n.º 2 do RJEP determina que: “[c]aso o mutuário não proceda ao pagamento da remuneração devida, o mutuante tem direito ao acionamento das garantias prestadas para segurança do empréstimo participativo”. Semelhantemente àquela que depreendemos ter sido a intenção do legislador vertida no art. 9.º n.º 1 (condicionando apenas a componente variável da remuneração à existência de resultados distribuíveis) entendemos que a constituição e o subsequente acionamento de garantias foram concretamente previstos para a componente variável da remuneração. Relativamente a esta, uma vez verificados os critérios do art. 9.º n.º 1 e do art. 11.º do RJEP, constitui-se na esfera do mutuário uma obrigação a proceder ao pagamento e, caso a mesma não seja cumprida, o mutuante poderá acionar as garantias prestadas. Propugnamos no entanto, pela admissibilidade da constituição de garantias relativamente ao pagamento da remuneração fixa, bem do próprio reembolso (pese embora o enquadramento sistemático das garantias no RJEP tenha sido feito no âmbito do art. 9.º, referente ao pagamento da remuneração). Assim, pois, por maioria de razão, podendo a única componente do retorno que está dependente de resultados distribuíveis ser garantida¹¹⁹, não se deverá obstar a que as demais (a remuneração fixa e o reembolso), também o sejam.

O legislador não concretizou que tipo de garantias podem as partes contratar, considerando-se admissível à luz do RJEP, contratar garantias pessoais ou reais. Ao conferir às partes esta autonomia, o legislador determinou, intrinsecamente, que a prestação de garantias não é incompatível com a qualificação do EP como IQC. No entanto, à luz da noção de IQC decorrente da Comunicação da Comissão, citada no preâmbulo do RJEP, por nós já analisada em detalhe¹²⁰, firmamos que a contratação de garantias reais pelo próprio mutuário, ainda que admitida pelo RJEP, tenderá a obstar à qualificação do EP como IQC na aceção europeia.

O RJEP determina ainda que o art. 322.º do CSC não é aplicável ao acionamento de garantias no âmbito do EP¹²¹. cremos aqui que o legislador se refere não só ao

¹¹⁹ Como bem apontam PEDRO MALAQUIAS e JOSÉ ANTÓNIO NOGUEIRA (2022), p. 172, a constituição de garantias sobre a remuneração variável visa garantir o seu pagamento no caso de estarem verificados os requisitos de que a mesma estava dependente, nomeadamente, a obtenção de resultados distribuíveis, e não garantir antecipadamente que determinados resultados vão ser alcançados.

¹²⁰ *Vide* Ponto 4.1. da Secção I

¹²¹ Cfr. art. 9.º n.º 3 do RJEP

acionamento, como à própria prestação das garantias. O n.º 1 deste preceito do CSC proíbe as sociedades de “conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira acções representativas do seu capital”. À luz da natureza convertível do EP, compreende-se a necessidade do legislador de afastar expressamente a prestação e o acionamento de garantias no âmbito de um EP do âmbito de aplicação deste preceito.

6. Limitações adicionais à conduta do mutuário

Cumpra agora relegar a análise predominantemente para o regime fixado pelo art. 13.º do RJEP, que prevê um conjunto de restrições impostas ao mutuário que, salvo autorização expressa do mutuante, o impedirão de agir em determinado sentido durante o período de vigência do EP. O preceito prevê, nomeadamente que durante este período “é vedado ao mutuário alterar as condições de repartição de lucro fixadas no contrato de sociedade, atribuir privilégios às participações sociais existentes, reembolsar suprimentos, prestações acessórias ou suplementares, amortizar participações sociais ou deliberar a redução do seu capital, sem prejuízo do disposto no artigo 16.^{o122}”

Anteriormente, tecemos um breve apontamento referente aos *covenants* enquanto mecanismos idóneos a conferir a terceiros-financiadores influência no governo societário¹²³ e, da leitura do art. 13.º do RJEP, denota-se-lhe uma natureza semelhante, impondo ao mutuário um conjunto de deveres de *non facere*. A estes deveres (de idêntica índole a um *financial covenant* negativo aposto num contrato de crédito¹²⁴) subjaz, em essência, uma intenção de proteger o CP do mutuário. Tal intenção releva-se adequada por duas ordens de razão. A primeira, pelo facto do pagamento da remuneração variável e do reembolso do EP estarem dependentes do respeito pelo limiar imposto tanto pela alínea a) do artigo 11.º do RJEP como pelo artigo 32.º do CSC (por via da alínea b) do artigo 11.º do RJEP). Limiar este composto pelo CS e pelas reservas (legais e estatutárias). A segunda, pelo facto de que, caso estejam verificados os necessários requisitos, o mutuante poderá converter o EP em CS do mutuário, assumindo assim posição na sua

¹²² O art. 16.º do RJEP, sobre o qual nos debruçaremos, prevê uma espécie da operação acordeão, no âmbito da conversão do EP em CS do mutuário.

¹²³ Vide Ponto 2 da Secção I

¹²⁴ Vide OLIVEIRA (2024), p. 161

estrutura societária, tendo por isso interesse na preservação do CP do mutuário até à efetivação da conversão¹²⁵.

Neste quadro, aludimos ainda aos deveres de informação a que o mutuário está sujeito, primeiramente, para efeitos de apuramento da remuneração variável¹²⁶ e ainda para efeitos de elaboração da proposta de conversão do EP em CS do mutuário¹²⁷. Em ambos os casos, naturalmente, o mutuante poderá aproveitar o acesso à informação para monitorizar a atividade do mutuário e aferir a viabilidade da satisfação dos termos do EP, semelhantemente ao que sucederia no caso de um *reporting covenant*¹²⁸.

7. Conversão em capital social

7.1. Enquadramento

Além da execução das garantias prestadas pelo mutuário, o mutuante dispõe ainda de um segundo meio de reação face ao incumprimento dos termos do instrumento constitutivo do EP, podendo, em determinados casos, converter o EP em CS do mutuário. Face aos demais regimes jurídicos de empréstimos participativos além-fronteiras que pontualmente temos vindo a referir¹²⁹, a natureza convertível do EP português é o seu traço distintivo e, como se verá, o RJEP não permite às partes afastar integralmente a possibilidade do direito à conversão se vir a constituir na esfera do mutuante (quer venha ou não a ser exercido)¹³⁰.

O legislador consagrou um limiar mínimo imperativo quanto aos casos em que se constitui um direito à conversão, o que sucederá no caso do reembolso não ter ocorrido na totalidade¹³¹, no caso de a remuneração “devida” não ter sido paga durante mais de 12 meses¹³², seguidos ou interpolados e caso o OA do mutuário não apresente ao mutuante

¹²⁵ Subscrevemos a senda de MARTA BOURA (2022), 134, quando refere que estas limitações deveriam ser alvo de registo comercial.

¹²⁶ Cfr. art. 9.º n.º 6 do RJEP

¹²⁷ Cfr. art. 17.º do RJEP

¹²⁸ OLIVEIRA (2024), p. 160

¹²⁹ Concretamente, os *préstamos participativos*, cfr. previstos em Espanha, no *Real Decreto-ley 7/1996*, de 7 de junho, e os *prêts participatifs*, cfr. previstos em França, nos arts. L313-13 a L313-20 do *Code monétaire et financier*.

¹³⁰ Neste sentido, *vide* Pessoa (2022), p. 12

¹³¹ Cfr. art. 14.º alínea a) do RJEP

¹³² Cfr. art. 14.º alínea b) do RJEP – o legislador refere-se à falta de pagamento da remuneração “devida” como facto constitutivo do direito à conversão. No entanto, como vimos, o pagamento da remuneração variável está dependente da verificação dos critérios avançados nos arts. 9.º n.º 1 e 11.º e, somente

comprovativo da aprovação de contas e depósito na Conservatória do Registo Comercial decorridos 12 meses sobre o prazo legal para o efeito¹³³. O art. 14.º do RJEP prevê que a constituição do direito à conversão pode decorrer de condições mais exigentes do que estas, acordadas entre as partes no instrumento constitutivo do EP¹³⁴ e confere ainda às partes autonomia para fixar outras situações em que se constitua o direito à conversão na esfera do mutuante¹³⁵. No entanto, verificado algum dos casos previstos expressamente no RJEP, o mutuante adquire um direito à conversão do EP em CS do mutuário. Como já referimos, a convertibilidade de um instrumento não é condição essencial para o seu enquadramento como IQC, mas é-lo para o seu enquadramento no RJEP.

Face à exclusividade do leque de possíveis mutuantes, cabe senão questionar a adequação da previsão deste mecanismo de conversão nos termos em que o RJEP o fez. (Re)atente-se na delimitação subjetiva dos possíveis mutuantes do EP, nomeadamente nas instituições de crédito, agora numa perspetiva da possibilidade de detenção de titularidade de participações sociais em sociedades comerciais advinda da conversão do EP em CS do mutuário (que, ainda admissível em determinados casos, pode ser dissonante com o seu objeto social).

Estas instituições, previstas no art. 3.º n.º 1 do RGICSF¹³⁶, estão impedidas de deter, direta ou indiretamente, numa sociedade, por prazo, seguido ou interpolado, superior a três anos, participação que lhes confira mais de 25% dos direitos de voto correspondentes ao capital da sociedade participada¹³⁷. Relativamente às sociedades de capital de risco¹³⁸, este limite é elevado a cinco anos¹³⁹. Tendo a conversão sido feita em capital ordinário do mutuário, iniciar-se-á um *countdown* para que a instituição de crédito transmita a sua participação social. Tratando-se os mutuários de, em essência, PME, usualmente constituídos sob a

verificados estes critérios é que se constitui na esfera do mutuário a obrigação de proceder ao pagamento, tornando-se a remuneração “devida”. cremos que, em linha com o estipulado na alínea a), relativamente ao reembolso (em que o legislador se refere à falta de reembolso por não estarem verificados os requisitos dos arts. 10.º e 11.º) entendemos que a intenção do legislador na alínea b) foi referir-se à ausência de pagamento da remuneração por não estarem verificados, neste caso, os critérios do art. 9.º n.º 1 e 11.º.

¹³³ Cfr. art. 14.º alínea c) do RJEP

¹³⁴ Por exemplo, através da previsão de prazos inferiores àqueles previstos nas alíneas b) e c) do art. 14.º do RJEP

¹³⁵ Cfr. art. 14.º alínea d) do RJEP

¹³⁶ Cfr. art. 3.º n.º 1 alínea a) 1.ª parte do RJEP

¹³⁷ Cfr. art. 101.º n.º 1 do RGICSF

¹³⁸ Cfr. art. 3.º n.º 1 alínea b) do RJEP

¹³⁹ Cfr. art. 101.º n.º 4 do RGICSF

forma de sociedades por quotas, a instituição, posteriormente à conversão, deparar-se-á com o regime de transmissão de quotas do CSC, ao qual já nos referimos¹⁴⁰, que, em regra, faz depender a cessão do consentimento da sociedade. Por contraste, previamente à conversão, a sociedade mutuante podia ceder os créditos do EP a terceiros, nos termos já desenvolvidos¹⁴¹.

Atente-se uma vez mais no Programa do CPA I, nos termos do qual o financiamento por via de EP, sob a forma de mútuo, é celebrado por via de intermediários financeiros, que podem ser, conforme fixado pelo Aviso N.º 03/C05-i04-RAA/2023, instituições de crédito referidas nas alíneas a) a c) do art.º 3.º do RGICSF¹⁴², ou seja, os bancos, as caixas económicas, a Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo, que preencham ainda os demais requisitos fixados no Aviso. Os intermediários financeiros não assumem risco de financiamento ao abrigo do Programa, sendo o EP celebrado entre o Fundo de Capitalização das Empresas dos Açores (mutuante) e os mutuários, pelo que, não se convocará a restrição de detenção de participações sociais em participadas que vigora para as instituições de crédito¹⁴³, caso venha a suceder-se uma conversão do EP em CS do mutuário.

Por fim, será admissível ao mutuário, perante a iminência da constituição na esfera do mutuante de um direito à conversão, celebrar um novo financiamento, até mesmo de um novo EP, a fim de cumprir com os termos acordados no primeiro e impedir a sua conversão. A celebração de contratos de financiamento ou a nova emissão de títulos representativos de dívida durante o período de vigência do EP não é proibida, nem depende do consentimento do mutuante, cfr. o regime do art. 13.º do RJEP. Para mais, prevê o art. 5.º do Diploma que uma das possíveis finalidades do EP é, precisamente, o

¹⁴⁰ Vide Ponto 2 da Secção II

¹⁴¹ *Idem*

¹⁴² Cfr. Ponto 3B do Aviso N.º 03/C05-i04-RAA/2023

¹⁴³ De acordo com o Ponto 3 da Resolução do Conselho do Governo n.º 276/2021 de 22 de novembro de 2021, o Fundo de Capitalização das Empresas dos Açores rege-se pelo disposto no respetivo Regulamento, que consta do Anexo I a essa Resolução. Nos termos do Regulamento, entre os custos de gestão do Fundo, os quais devem ser compensados pela remuneração da sociedade gestora – art. 12.º desse Regulamento – inclui-se a gestão das participações, a sua monitorização, bem como o acompanhamento das sociedades em que o Fundo detenha participações. O art. 17.º n.º 1 do Regulamento prevê, por sua vez, as vias através das quais o Fundo pode investir: instrumentos de capital – alínea a) –; IQC – alínea b) – tais como EP, ou ainda através de uma combinação de ambos estes instrumentos – alínea c). Assim, a detenção de participações pelo Fundo poderá advir não só do investimento direto em instrumentos de capital, como ainda da conversão de IQC (nomeadamente, EP), em CS das empresas mutuárias.

reembolso de dívida anterior¹⁴⁴. Não obstante esta via poder gerar acrescidos problemas de liquidez, nomeadamente à luz do tratamento contabilístico que já vimos estar associado ao EP, a lei não a afasta.

7.2. Do exercício do direito de conversão

Verificado algum dos casos já referidos, ou outros previstos pelas partes no instrumento constitutivo do EP, e optando o mutuante por exercer o direito à conversão, o processo de conversão normalmente será iniciado com a solicitação, pelo mutuante ao mutuário, da informação necessária à elaboração da proposta de conversão¹⁴⁵⁻¹⁴⁶. Caso as partes tenham expressamente previsto no instrumento constitutivo do EP a obrigação do mutuário de, nessa circunstância, prestar as informações solicitadas pelo mutuante, a obrigação poderá assumir a natureza de um autêntico *reporting covenant*, revestindo a inércia do mutuário um caso de incumprimento do contrato de EP ou das condições dos títulos representativos de dívida. Já à luz do regime previsto no RJEP, se, após solicitada e a contar dessa data, a informação não for prestada ao mutuante no prazo de 10 dias, o valor da participação no CS do mutuante será aferido pelo ROC¹⁴⁷, em função das últimas contas aprovadas, ou de outro valor determinado pelo mesmo, atendendo à informação que tenha disponível sobre o mutuário, quando considere que o valor da participação aferido em função das últimas contas aprovadas não se revela apropriado¹⁴⁸.

O aumento de CS do mutuário resultante da conversão “pode ser precedido de uma redução prévia para cobertura de prejuízos, incluindo para zero ou para outro montante inferior ao mínimo estabelecido na lei para o respetivo tipo de sociedade, por iniciativa do mutuante, caso seja de presumir que, em caso de liquidação integral do património da

¹⁴⁴ Cfr. art. 5.º alínea c) do RJEP

¹⁴⁵ Cfr. art. 17.º n.º1 do RJEP

¹⁴⁶ Proposta que terá de atender aos requisitos impostos pelo art. 15.º n.º 2 do RJEP, devendo: “a) [d]escrever o conteúdo concreto da operação; b) [q]uando aplicável, prever a redução do capital social do mutuário e respetiva justificação, nos termos do número anterior; c) [p]rever o montante do aumento do capital social a subscrever pelo mutuante, mediante a conversão do empréstimo participativo ou dos títulos representativos de dívida de que seja titular em participações sociais, bem como a fundamentação do rácio de conversão do empréstimo em capital social; d) [i]ncluir um projeto de alteração dos estatutos da sociedade, podendo prever a transformação da sociedade noutra de tipo distinto, bem como a exclusão de todos os sócios, desde que as participações sejam destituídas de qualquer valor”.

¹⁴⁷ À elaboração do relatório do ROC, aplica-se supletivamente o regime da verificação das entradas em espécie previsto no art. 28.º do CSC – cfr. art. 15.º n.º 1 do RJEP.

¹⁴⁸ Cfr. art. 17.º n.º 2 do RJEP

sociedade, não subsistiria qualquer remanescente a distribuir pelos sócios¹⁴⁹”. O fenómeno aqui subjacente é o da operação-acordeão ou operação-harmónio, que se traduz numa redução do CS, seguida e condicionada de um subsequente aumento do mesmo¹⁵⁰.

A operação-acordeão decorrente do art. 16.º n.º1 do RJEP apenas pode ser despoletada caso o mutuante possa presumir que o mutuário se encontra numa situação de CP negativo (em que o valor do património passivo supera o valor do património ativo), presunção que poderá, naturalmente, advir da análise das últimas contas aprovadas do mutuário¹⁵¹. Nesta circunstância, o regime do art. 21.º n.º 2 do RJEP, que estatui que a participação social do mutuário decorrente da conversão do EP é proporcional ao valor do empréstimo não pago, acrescido do valor nominal das remunerações que não hajam sido pagas, relativamente ao CP do mutuário nas últimas contas aprovadas, é inaplicável, pela operação envolver um denominador negativo. Assim, caso o CP do mutuário seja negativo à data do exercício do direito à conversão pelo mutuante, cremos poder mobilizar-se analogicamente o regime previsto na segunda parte do art. 17.º n.º 2 do RJEP (aplicável aos casos em que a informação do mutuário em vista à elaboração da proposta de conversão não foi prestada num prazo de 10 dias), que prevê que o ROC pode atender a outros indicadores, não decorrentes das últimas contas aprovadas, quando considere que o valor da participação aferido em função das mesmas não se revela apropriado.

Os sócios do mutuário gozam de um direito de preferência no aumento de capital¹⁵², devendo, nesse caso, os montantes correspondentes às novas entradas aplicar-se na amortização dos créditos do EP que, de outra forma, seriam convertidos em CS. Caso qualquer sócio não exerça este direito de preferência, os demais poderão subscrever a parte do capital que caberia ao primeiro, na proporção das suas participações¹⁵³. Caso não haja intenção dos sócios de subscrever novas entradas no montante correspondente aos

¹⁴⁹ Cfr. art. 16.º n.º 1 do RJEP

¹⁵⁰ A doutrina não é unânime quanto à admissibilidade da redução do CS a zero no âmbito de uma operação-acordeão, ainda que, no caso concreto do RJEP, o legislador a tenha expressamente previsto. Sobre esta questão *vide*, entre outros, VASCONCELOS (2006), p. 309 e ss.

¹⁵¹ Não obstante o dever de prestação de informação decorrente do art. 17.º n.º 1 do RJEP para efeitos de elaboração da proposta de conversão.

¹⁵² Cfr. art. 19.º n.º 1 do RJEP

¹⁵³ Cfr. art. 19.º n.º 2 do RJEP

créditos do EP a serem convertidos, o valor das novas entradas efetivamente realizadas será aplicado na amortização daqueles créditos¹⁵⁴.

Por fim, o legislador não impôs que a conversão em CS do mutuário tenha necessariamente de ser em capital ordinário, considerando-se admissível que a proposta de conversão apresentada (ou o direito potestativo consagrado no instrumento constitutivo do EP) preveja a conversão em capital preferencial, sobre o qual já discorremos¹⁵⁵. No plano das SA, as ações preferenciais sem direito de voto conferem ao titular um direito a um dividendo prioritário, e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade¹⁵⁶. No reverso, não conferem direito de voto, o que, teoricamente, permitiria às instituições de crédito e às sociedades de capital de risco obstar às limitações decorrentes dos arts. 101.º n.º 1 e n.º 4, respetivamente, ambos do RGICSF, referentes à detenção, direta ou indiretamente, de participações sociais com direito de voto¹⁵⁷. Note-se que, no plano das obrigações convertíveis, o legislador consagra expressamente que a conversão daí resultante pode ser feita em ações ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto¹⁵⁸⁻¹⁵⁹.

7.3. Da deliberação da assembleia geral do mutuário

Uma vez recebida a proposta de conversão em CS, o mutuário deverá convocar uma AG, no prazo de 60 dias, com o objetivo de aprovar ou recusar a proposta de conversão¹⁶⁰, estipulando o RJEP uma presunção ilidível da aprovação¹⁶¹ e remetendo ainda para os termos dos arts. 4.º a 6.º do RJCCC¹⁶². Não encontramos no RJEP, nem nestes preceitos do RJCCC, qualquer referência aos quóruns constitutivos e deliberativos para a aprovação

¹⁵⁴ Cfr. art. 20.º do RJEP

¹⁵⁵ *Vide* Ponto 4.1. da Secção 1

¹⁵⁶ Cfr. art. 341.º n.º 2 do CSC – Podendo ainda conferir, se o contrato de sociedade assim o determinar, o direito a um dividendo adicional.

¹⁵⁷ Sobre a admissibilidade da exclusão do direito de voto associado à quota, no âmbito das SQ, *vide* PESSOA (2021), pp. 104 e ss.

¹⁵⁸ Cfr. art. 365.º n.º 2 do CSC

¹⁵⁹ O Decreto-Lei n.º 160/87, de 3 de abril, no seu artigo único estabeleceu que “[a]s sociedades por quotas podem emitir obrigações, devendo observar-se, na parte aplicável, as disposições legais relativas às emissões de obrigações das sociedades anónimas”. No entanto, a doutrina não é integralmente a favor desta solução. *Vide*, entre outros, CÂMARA (2018), p. 151.

¹⁶⁰ Cfr. art. 18.º n.º 1 do RJEP

¹⁶¹ Cfr. art. 18.º n.º 2 do RJEP

¹⁶² Criado pela Lei n.º 7/2018, de 02 de Março.

da proposta. Estando agora em causa a efetiva concretização daquela que era, desde início, uma mera possibilidade (o ingresso de novos sócios), entendemos serem aplicáveis os requisitos impostos às alterações do contrato de sociedade, semelhantemente ao que propugnámos relativamente à contratação do EP¹⁶³. Após a apresentação da proposta, nada parece obstar a que o mutuário salde parte dos créditos¹⁶⁴ do EP, pelo menos até a deliberação em AG ser tomada, uma vez que, encontrando-se vencidos, o dever de proceder ao seu pagamento não se extingue com a apresentação da proposta de conversão. Cfr. o disposto no art. 4.º n.º 2 do RJCCC, o mutuário poderá ainda acordar com o mutuante eventuais modificações à proposta.

Não se tendo realizado a AG, não aprovando esta a conversão, ou ainda não tendo a deliberação de aprovação da proposta sido executada, num prazo de 90 dias a contar da data de receção da proposta, poderá o mutuante requerer ao tribunal competente para o processo de insolvência o suprimento judicial da deliberação de alteração social¹⁶⁵.

Aqui chegados, concluímos que subjacente à conversão do EP em CS do mutuário está um processo complexo, moroso e ao qual dificilmente prevemos disponibilidade pelos mutuantes para se sujeitarem, devendo estes optar pela previsão de um direito potestativo à conversão no instrumento constitutivo do EP.

7.4. Do direito potestativo à conversão

O art. 15.º n.º 4 do RJEP permite às partes fixar no contrato ou nas condições dos títulos representativos de dívida que o mutuante disporá de um direito potestativo à conversão, se tal for permitido pelo contrato de sociedade. Neste ponto, o preceito remete para o art. 366.º do CSC, referente à deliberação de emissão de obrigações convertíveis, que por sua vez determina que esta deliberação é tomada pela maioria que o contrato de sociedade especifique, mas não poderá ser inferior à exigida para a deliberação de aumento de capital por novas entradas. Para este efeito, o RJEP impõe os requisitos de deliberação que desde logo propugnámos estarem subjacentes à própria contratação do EP¹⁶⁶, independentemente do contrato ou das condições dos títulos representativos de dívida preverem um direito potestativo à conversão.

¹⁶³ Vide Ponto 1 da Secção II

¹⁶⁴ Vide ORLANDO VOGLER GUINÉ (2018), p. 309, em comentário ao art. 4.º n.º 1 do RJCCC

¹⁶⁵ Cfr. art. 4.º n.º 3 e art. 5.º do RJCCC

¹⁶⁶ Vide Ponto 1 da Secção II

Conclusão

Os IQC surgem no plano da UE como uma solução potencialmente idónea a colmatar a subcapitalização do tecido empresarial da UE, nomeadamente à luz do facto de poderem ser contabilizados, ainda que parcialmente, como CP. A noção de IQC deve, no entanto, ser alvo de um cuidada dissecação, predominantemente por legisladores nacionais que visem regular instrumentos financeiros que se enquadrem como IQC. Analisada esta noção, bem como a Comunicação da Comissão em que se insere, concluímos pelo afastamento da possibilidade das entidades financiadas contratarem garantias reais no âmbito destes instrumentos. Atentando no plano nacional, e no almejo do legislador em enquadrar os EP como IQC, vemos que o regime de garantias consagrado no RJEP pode, efetivamente, vir a obstar à qualificação do EP como um IQC, à luz da faculdade que o legislador conferiu ao mutuário para contratar garantias reais.

As demais disposições do RJEP, por sua vez, consagram várias decisões do legislador que tenderão a obstar à utilidade do EP no mercado, entre as quais, o estrito leque de entidades idóneas a assumir a posição de mutuante (não obstante o leque de possíveis cessionários ser mais alargado) e a necessária convertibilidade do EP. Quanto à segunda, face aos contornos que o típico empréstimo participativo tinha vindo a assumir noutros OJ, notámos que o legislador nacional optou por consagrar um conjunto de condições que serão, independentemente das estipulações das partes, factos constitutivos de direitos subjetivos à conversão do EP em CS do mutuário. Esta escolha comportou nomeadamente um acréscimo nas formalidades subjacentes à contratação do EP na esfera do mutuário, a previsão de um conjunto de restrições à sua conduta durante o período de vigência do EP, e impediu que este fosse celebrado, nomeadamente, por ENI. Mais ainda, os termos nos quais o mecanismo de conversão foi previsto, e a morosidade que lhe está subjacente, tenderão a ser sinal de que as partes que façam uso desta figura tenderão simplesmente a prever um direito potestativo à conversão no instrumento constitutivo. Propugnámos, por todas estas razões, que a convertibilidade do EP em CS deveria ter sido deixada na autonomia das partes.

Ademais, o enquadramento do EP nos normativos contabilísticos reconduzem-no ao Passivo, ocorrendo o aumento do CP do mutuário apenas com a conversão do EP em CS, com a diluição das participações sociais e possível perda de controlo que daí advém. Ainda que o tratamento do EP como CP no âmbito da “legislação comercial” fosse apenas referente ao plano do CSC, também este estava dependente de que o EP fosse tratado

como CP pela contabilidade. Por fim, terminologicamente, o legislador deixou ao intérprete um conjunto de decisões que deveriam ter sido alvo de resposta expressa, nomeadamente na aplicação (ou não, como propugnámos) dos limites impostos à “remuneração” à sua componente fixa, se existente.

Não descurando o mérito da iniciativa legislativa vertida no RJEP, uma vez volvidos mais de dois anos desde a sua entrada em vigor, urge que o legislador o reveja, nomeadamente coadunando-o com a noção da UE de IQC no seu regime de garantias e revendo os termos que apontámos como potencialmente detratores da sua utilidade no mercado.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, 2024, *Curso de Direito Comercial, Volume II*, 8ª Edição, Almedina, Coimbra

BAŃKOWSKA, Katarzyna, FERRANDO, Annalisa, GARCIA, Juan Angel, 2020, *Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data*, in <https://www.ecb.europa.eu/> (15.04.2024)

BANQUE DE FRANCE, 2022, *Les prêts participatifs*, in <https://www.banque-france.fr/> (20.05.2024)

BASTOS, Miguel Brito, 2018, “Capitalização de juros em contratos de concessão de crédito bancário” in *III Congresso de direito bancário / Luís Miguel Pestana de Vasconcelos* (coord.), Almedina, Coimbra pp. 259-307

BOURA, Marta, 2022, “O regime jurídico dos empréstimos participativos: comentário ao Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XIV (2022), Número 1, pp. 127-137

CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina

CAMPOS, Diogo, 1988, “Anatocismo - Regras e usos particulares do Comércio”, *Separata da Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 48 (1988), pp. 37 e ss.

CARVALHO, Ricardo Alexandre de, 2011, “Os direitos especiais dos sócios nas sociedades por quotas”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), Número 4, pp. 1073-1127

COELHO, Diogo, 2015, “Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII (2015), Número 3/4, pp. 793-833

CORDINA, Corinne, 2024, *Pequenas e médias empresas*, in <https://www.europarl.europa.eu/> (20.08.2024)

CORTEZ, Jorge Simões, com a colaboração de LEITE, Inês pinto, 2012, “As formalidades da transmissão de quotas e ações no Direito Português: dos princípios à prática” in *Questões de direito societário em Portugal e no Brasil*, Fábio Ulhoa Coelho, Maria de Fátima Ribeiro (coord.), Almedina, pp. 313-344

-
- COSTA, Mário Júlio de Almeida, 2018, *Noções Fundamentais de Direito Civil*, 7.^a Edição, Almedina
- CUNHA, Paulo Olavo, 2019, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.^a ed., Almedina
- DOMINGUES, Paulo de Tarso, 2022, *O Financiamento Societário pelos Sócios (e o seu Reverso)*, 2.^a ed., Almedina
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020, Economic Bulletin, in <https://www.ecb.europa.eu/> (20.08.2024)
- FI-COMPASS, 2022, Quasi-equity finance for SMEs, A fi-compass model financial instrument, in <https://www.fi-compass.eu/> (10.03.2024)
- GROSSMANN, Arthur, 2024, “Empréstimos participativos: uma tentativa frustrada de contribuir para a redução do sobreendividamento das empresas”, *Direito das Sociedades em Revista*, Volume 31 (2024), pp. 208-252
- GUINÉ, Orlando Vogler, 2018, “Comentários preliminares ao Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X (2018), Número 2, pp. 289-317
- KATSINIS, A. *et alii*, 2024, *Annual Report on European SMEs 2023/2024*, in [European Commission, official website - European Commission \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/) (22.06.2024)
- KRAEMER-EIS, Helmut, *et alii*, 2023 *The European Small Business Finance Outlook 2023*, in <https://www.eif.org/> (17.08.2024)
- LOPES, Inês Dias, 2023, “Empréstimos participativos: uma visão sobre o Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XV (2023), n. 1, pp. 113-146
- MALAQUIAS, Pedro Ferreira, NOGUEIRA, José António Reymão, 2022, “O Novo Regime Jurídico Dos Empréstimos Participativos - Breve Resenha e Apreciação Crítica”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, Número 58 (2022), pp. 166-174
- MARTINS, Alexandre de Soveral, 2022, *Um Curso de Direito da Insolvência Volume I*, 4.^a ed., Almedina
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2024, *Manual de Corporate Finance*, 3.^a ed., Almedina

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2009, “Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I (2009), Número 1, pp. 95-133

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

PESSOA, Diogo, 2021, *Das ações preferenciais sem direito de voto: os aspectos críticos de um regime imperativo-rígido*, Universidade Católica Editora

PESSOA, Diogo, 2022, *The New Portuguese Framework of Participative Loans – Some Questions and Perplexities*, in <https://www.ssrn.com/> (02.02.2024)

PINTO, Alexandre Cardoso Correia da Mota, 2002, *Do Contrato de Suprimento: O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Almedina, Coimbra

SANZ, Margarita Viñuelas, 2017, “Los Préstamos Participativos”, *Revista de Derecho Mercantil*, Volume 305 (2017), pp. 305-357

VASCONCELOS, Paulo, ROCHA, Ana Paula, 2018, “As reservas nas sociedades comerciais: noção e impactos fiscais em IRC”, *Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas*, Número 30 (2018), pp. 253-275

VASCONCELOS, Pedro Pais de, 2006, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.^a ed., Almedina

Jurisprudência

Acórdão do TRL de 05/12/2011 (Arêlo Manso), in <http://www.dgsi.pt>

Decisão 97-15.864 do *Cour de Cassation, Chambre Commerciale* de 06.06.2000 (M. Dumas), in <https://www.legifrance.gouv.fr/>