

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito



**Empréstimos Participativos: uma tentativa de contribuir para a redução
do sobreendividamento das empresas e a sua verdadeira efetividade**

Arthur Ramagem Grossmann

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial, realizada sob orientação do

Senhor Professor Doutor Rui Pinto Duarte

Lisboa, abril de 2023

Palavras-chave: Empréstimos Participativos. Conversão. Mútuo parciário. Código das Sociedades Comerciais. Capital próprio. Títulos de dívida.

RESUMO

Em 2014, a Comissão Europeia, numa comunicação que aprovava as orientações relativas aos auxílios de Estado para a promoção dos investimentos de financiamento de risco (2014/C 19/04), considerou compatível com o mercado interno a concessão de auxílios, nomeadamente investimentos de quase capital, que visem o desenvolvimento de certas atividades económicas, com maior enfoque nas PME. Desde então, alguns ordenamentos jurídicos europeus passaram a consagrar a figura dos empréstimos participativos, com mecanismos mais ou menos semelhantes entre si. O presente estudo visará o DL n.º 11/2022, de 12 de janeiro, que introduziu aquela figura no ordenamento jurídico português.

Conforme se pretenderá demonstrar, um significativo número de empresas portuguesas depara-se com sérios problemas de rácio de endividamento elevado, o que, para a grande maioria, significa uma acrescida dificuldade, quer ao nível da prossecução das suas atividades sociais, quer na tentativa de se manterem financeiramente viáveis (principalmente nos primeiros anos de atividade). Este fenómeno levou a que se regulasse a figura dos empréstimos participativos, que tenta ser alternativa às formas tradicionais de financiamento das empresas, sobretudo ao financiamento que é feito através de empréstimos bancários. Pretende-se, com o presente estudo, descrever brevemente o diploma dos empréstimos participativos, enquadrar o mesmo em termos de política económica – atendendo à finalidade da consagração da figura na ordem jurídica nacional – e refletir sobre o problema da (sub)capitalização das empresas portuguesas.

Posteriormente, com o objetivo de melhor compreender o diploma e a sua efetividade, analisar-se-á um ponto fundamental: o alcance do diploma no plano societário, designadamente a correta interpretação do seu art. 2.º, n.º 2. Assim, procurar-se-á determinar qual a amplitude e o sentido daquele preceito quando refere que os “(...) empréstimos participativos são considerados como capital próprio para efeitos da legislação comercial (...)”, nomeadamente se o montante mutuado deverá ser considerado para efeitos de normas contabilísticas, ou se se tratará apenas de um conceito limitado ao campo do CIRE e do CSC.

Por fim, debruçar-se-á mais atentamente sobre a vertente contratual dos empréstimos participativos.

Ao longo da primeira parte da análise da vertente contratual deste tipo de empréstimo, descrever-se-ão as regras do diploma e, principalmente, discutir-se-ão algumas das questões por resolver: quando o mutuário estiver em condições de reembolsar o mutuante, este tem um direito de exigir a quantia devida, ou, pelo contrário, deve, como única solução, esperar até poder converter o crédito em capital? Quais são as reservas previstas no art. 11.º, n.º 1, alínea a) do diploma a respeito do limite à remuneração e/ou reembolso? Relativamente à remuneração fixa (juro), haverá algum limite a ser imposto, ou ficará esta questão no âmbito da autonomia privada das partes? Estará a concessão deste tipo de empréstimo restringida aos mutuantes mencionados no art. 3.º do diploma?

Finalmente, num segundo momento da análise da vertente contratual do empréstimo participativo, procurar-se-á definir a natureza jurídica do mesmo, designadamente, saber se é reconduzível ao mútuo parciário e/ou à associação em participação, figuras contratuais pré-existentes.

ABSTRACT

In 2014, the European Commission, in a communication approving the guidelines on state aid to promote risk-financing investments (2014/C 19/04), considered compatible with the internal market the granting of aid, including quasi-equity investments, aimed at developing certain economic activities, with a greater focus on SMEs. Since then, some European legal systems have established the figure of participative loans, with more or less similar mechanisms. The present study will address Decree-Law no. 11/2022, of 12 January, which introduced the figure in the Portuguese legal system.

As it will be demonstrated, a significant number of Portuguese companies face serious problems with a high debt ratio, which, for the vast majority, means an added difficulty, both in terms of pursuing their corporate activities and in trying to remain financially viable (mainly in the first years of activity). This phenomenon has led to the regulation of the figure of the participative loans, which aims to be an alternative to the traditional ways of financing companies, mainly the financing that is done through bank loans. The purpose of this study is to describe briefly the diploma of participative loans and to contextualise it in terms of economic policy – considering the purpose of the consecration of the figure in the national legal system –, and to reflect on the problem of the (under)capitalisation of Portuguese companies.

Subsequently, with the purpose of better understanding the diploma of participative loans and its effectiveness, a key point will be analysed: the scope of the diploma in the corporate plan, namely the correct interpretation of its article 2, no. 2. Therefore, it will be sought to determine the scope and meaning of that provision when it states that "(...) shareholders' loans are considered as shareholders' equity for the purposes of commercial law (...)", namely if the amount lent should be considered for the purposes of accounting rules or if it is only a concept limited to the field of the Portuguese Insolvency and Corporate Recovery Code ("CIRE") and the Portuguese Commercial Companies Code ("CSC").

Finally, a closer look will be given to the contractual aspect of participatory loans.

Throughout the first part of the analysis of the contractual aspect of this type of loan, the rules of the diploma will be described and, mainly, some of the unresolved issues will be discussed: When the borrower can repay the lender, does the lender have a right to demand the amount owed, or, on the contrary, should the only solution be to wait until the credit can be converted into capital? What are the reserves provided for in article 11(1)(a) of the diploma

concerning the limitation to remuneration and/or reimbursement? Regarding the fixed remuneration (interest), is there any limit to be imposed or is this issue left to the parties' autonomy? Will the granting of this type of loan be restricted to the lenders mentioned in article 3 of the diploma?

Finally, in a second stage of the analysis of the contractual aspect of the participative loan, we will try to define its legal nature, namely, to know if it may be characterised as *profit-participating loan* (*mútuo parcíario*) and/or *silent partnership* (*associação em participação*), pre-existing contractual figures.

Índice

1. Breve descrição e enquadramento do diploma dos empréstimos participativos	9
1.1. Enquadramento do diploma no contexto político-económico	9
1.2. Breve descrição do diploma	11
2. Alcance do diploma no plano societário	17
2.1. Alcance do diploma no plano contabilístico	17
2.2. A inspiração do diploma português e a evolução dos <i>préstamos participativos</i> no Direito espanhol	22
2.3. Alcance do diploma noutros planos	24
3. O regime dos contratos de empréstimo participativo	26
3.1. Descrição problematizante das regras do diploma	27
3.1.1. Partes elegíveis para a contratação dos empréstimos participativos	27
3.1.2. Remuneração	30
3.1.3. Limites à remuneração e ao reembolso	32
3.1.4. Conversão	33
3.1.5. Âmbito de aplicação do RJEP	36
3.2. Recondutibilidade do empréstimo participativo a tipos contratuais anteriores	37
3.2.1. Associação em participação	39
3.2.2. Mútuo parciário	43
4. Conclusão	46
5. Bibliografia	49

Lista de siglas e abreviaturas

AG - Assembleia Geral

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CC – Código Civil

CP – Capital(is) Próprio(s)

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CRC – Código do Registo Comercial

CNC – Comissão de Normalização Contabilística

DL – Decreto-Lei

EC – Estrutura Conceptual

EP – Empréstimo(s) Participativo(s)

IAS – *International Accounting Standard*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IFRS – *International Financial Reporting Standard*

NCRF – Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro

PME – Pequenas e Médias Empresas

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

ROC - Revisor Oficial de Contas

RJCCC – Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital

RJEP - Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos

SIGI - Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária

SIMFE - Sociedades de Investimento Mobiliário para Fomento da Economia

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

1. Breve descrição e enquadramento do diploma dos empréstimos participativos

1.1. Enquadramento do diploma no contexto político-económico

Em 2014, a Comissão Europeia, numa comunicação que aprovava as orientações relativas aos auxílios de Estado para a promoção dos investimentos de financiamento de risco (2014/C 19/04), considerou ser compatível com o mercado interno a concessão de auxílios estatais, nomeadamente investimentos de quase capital, que visem o desenvolvimento de certas atividades económicas, com maior enfoque nas PME. Desde então, alguns ordenamentos jurídicos europeus consagraram a figura dos EP, com mecanismos mais ou menos semelhantes entre si¹.

O tema do presente estudo é o EP tal como introduzido no ordenamento jurídico português pelo DL n.º 11/2022, de 12 de janeiro. Como se pode ler no preâmbulo daquele diploma, o RJEP foi criado com a finalidade de facilitar “o acesso das PME ao mercado de capitais, bem como a necessidade de prosseguir a trajetória de melhoria do quadro de apoio ao investimento e capitalização das empresas”².

O problema da subcapitalização tem sido, há muitos anos, objeto de estudo em alguns países³, entre eles Portugal⁴. Ora, a subcapitalização de uma empresa ocorre quando “o valor do seu capital próprio [é] inferior ao tido por exigível, de acordo com um certo critério ou para a consecução de um determinado fim”⁵. Tendo em conta o âmbito do presente trabalho, não se cuidará de aprofundar aqui a razão por detrás do referido fenómeno⁶, restringindo-se a análise,

¹ *Prêts participatifs*, no direito francês, no direito espanhol, *préstamos participativos*, entre outros.

² Esta preocupação já se notava noutras medidas adotadas pelo governo (XXI Governo Constitucional), na esteira do Programa Capitalizar, aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, de 18 de agosto, visando a adoção de medidas concretas que permitam formas alternativas de alavancagem do financiamento e do investimento privado, bem como de dinamização do mercado de capitais, nomeadamente o DL n.º 77/2017, de 30 de junho, no qual se consagra a figura das SIMFE, o DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro, que aprova o regime das SIGI, a Lei n.º 7/2017, de 2 de março, que aprova o RJCCC, e o DL n.º 79/2017, de 30 de junho, a propósito de um “*mecanismo simplificado de aumento de capital por conversão de suprimentos*”, que alterou os arts 87.º e 89.º do CSC.

³ É possível encontrar textos que se debruçam, por exemplo, sobre a questão da responsabilidade dos *shareholders* em casos de *undercapitalization*. A título de exemplo, veja-se, GELB (1982), pp.1-22, THOMPSON (2005), pp. 619-635. Sobre autores estrangeiros que abordam o tema da subcapitalização leia-se DUARTE (2011), p. 1066 e DOMINGUES (2021), pp. 15 e ss.

⁴ Cfr. DUARTE (2011), p. 1066.

⁵ Cfr. DUARTE (2011), p. 1066.

⁶ Este tópico tem sido abordado por alguns autores, nomeadamente MARIA FÁTIMA DE RIBEIRO, que refere que a subcapitalização das empresas está relacionada com o facto de o legislador português nunca ter exigido aos sócios a obrigação de dotar as sociedades com “capital mínimo materialmente adequado” para exercer a atividade para a qual são criadas - RIBEIRO (2016), p. 25. Por outro lado, alguma doutrina refere-se à subcapitalização como “o

num primeiro momento, àquela que é a “fotografia” do cenário empresarial português atual para, posteriormente, se entrar na figura inovadora trazida pelo DL de janeiro de 2022.

A figura dos EP vem na esteira de preocupações no quadro da economia empresarial portuguesa, designadamente tendo em conta o elevado número de sobreendividamento das empresas do setor privado⁷ que se tem verificado desde há já alguns anos (especialmente das sociedades não financeiras), para além de uma forte dependência do crédito bancário, sobretudo de curto prazo. Números divulgados pelo Banco de Portugal⁸, a propósito das sociedades não financeiras em Portugal, indicam um cenário medíocre em que mais de um quarto (27%) das empresas apresentavam capitais próprios negativos em 2020⁹. Por conseguinte, a dívida remunerada¹⁰ permaneceu como a principal fonte de financiamento alheio das empresas no mesmo ano, ao representar 54% do passivo agregado das empresas não financeiras (52%, em 2019).

Mesmo se nos situarmos nas estatísticas pré-pandémicas, que apresentavam a evolução do financiamento das empresas em anos de “normalidade” – que, diga-se, vinha decrescendo em número de empréstimos totais na última década –, é possível, ainda assim, observar uma forte dependência, por parte das empresas¹¹, do crédito bancário¹².

preço a pagar” pela liberdade de iniciativa económica e liberdade de financiamento. Neste sentido, PINTO (2022), p. 97.

⁷ Em França, os *prêts participatifs* foram criados pela *loi du 13 juillet 1978*, no intuito de financiar a longo prazo as PME (cfr. *Code Monétaire et Financier* (CMF), *articles* L313-13 à L313-20). Foram esquecidos até 2008, ano em que a crise económica mundial fez o país sentir a necessidade de regressar à figura e apoiar as empresas através daqueles empréstimos – sobretudo empresas estatais e, em grande medida, fabricantes de automóveis. Com a mais recente crise pandémica causada pelo coronavírus, iniciou-se um novo projeto de investimento às empresas francesas (*Les prêts participatifs relance* (PPR)), impulsionado (e garantido parcialmente) pelo Estado francês e a terminar no fim de 2023. Sobre os *prêts participatifs*, vide Banque de France (2021). Sobre o PPR em si, consultar <https://www.economie.gouv.fr/plan-de-relance/mesures/prets-participatifs-relance> e a resposta da Comissão Europeia (C(2021) 1554 final) quanto à notificação do Estado francês para a implementação dessa medida, disponível em https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases1/202110/292992_2252971_42_2.pdf.

⁸ Cfr. Banco de Portugal (2020), p. 31.

⁹ Um ponto percentual acima em relação a 2019. Há que ter em conta, no entanto, que se tratou de um ano excepcional, dado o início da crise pandémica.

¹⁰ A dívida remunerada, nos termos do estudo, correspondente “ao conjunto dos financiamentos remunerados obtidos, designadamente, através da emissão de títulos de dívida, empréstimos junto de instituições de crédito e sociedades financeiras, financiamentos junto de empresas do grupo e outros financiamentos obtidos” - Banco de Portugal (2020) p. 32, nota 15.

¹¹ Principalmente as PME, que até o final do ano de 2021 eram responsáveis por 51% dos empréstimos concedidos. Neste sentido, Banco de Portugal (2020), p. 39.

¹² Cfr. KARMAKAR (2019), pp. 147-157. Do estudo retira-se, *a contrario*, a importância de fontes alternativas de financiamento, sob pena de agravar, em tempos de crise, a dependência do financiamento bancário.

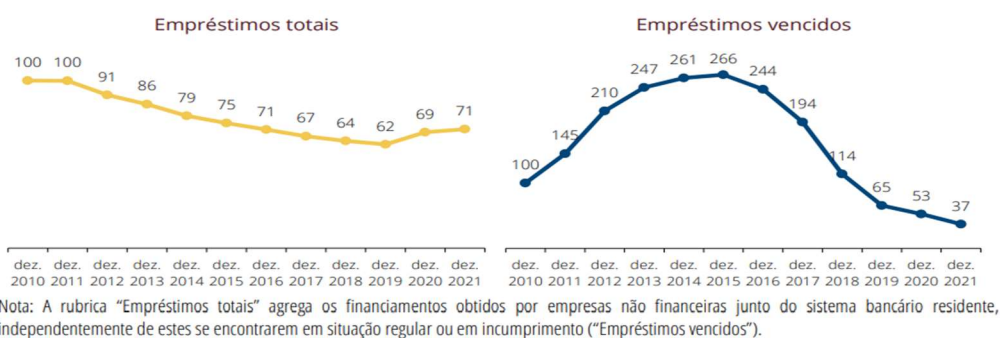


Figura 1 – Gráfico do financiamento obtido junto do sistema bancário residente e respetivos empréstimos vencidos (final de 2010=100, valores em fim de período)
Fonte: BDP

O mesmo estudo demonstra ainda que apenas 44% das empresas com atividade no país existem há mais de 10 anos – um dado que revela dificuldades para a maioria das empresas em se manterem ativas¹³.

É, portanto, neste contexto que o RJEP tenta, de alguma forma, contribuir para a solução dos problemas financeiros (incluindo na sua expressão contabilística) das empresas, possibilitando mais uma alternativa de financiamento que permita, por um lado, que sociedades não financeiras, sobretudo PME¹⁴, se capitalizem na fase inicial das suas vidas, com a benesse de se vincularem a um reembolso e remuneração condicionada aos seus resultados e, por outro lado, não ter uma diluição (inicial) das participações sociais dos sócios na empresa mutuária relativamente ao capital social.

1.2. Breve descrição do diploma

Reservando as críticas para uma fase posterior, começar-se-á por uma breve descrição do RJEP.

Como primeira noção de EP, temos que é “um contrato de crédito oneroso, sob a forma de mútuo ou sob a forma de títulos representativos de dívida, cuja remuneração e reembolso

¹³ A pandemia do coronavírus veio acentuar o desequilíbrio financeiro das empresas, tornando mais oneroso o cumprimento dos compromissos assumidos com mutuantes. Na detalhada análise feita pelo BdP, em 2020, mais de um terço das empresas (36%) não gerou EBITDA suficiente para cobrir os gastos de financiamento, proporção nove pontos percentuais superior à observada em 2019 - Banco de Portugal (2020), p. 36.

¹⁴ A assimetria de informação, custo de transações e outros fatores fazem com que as PME sejam mais prejudicadas no acesso ao financiamento. Sobre a matéria e sobre os benefícios dos EP, *vide* BERTONI, MARTÍ e REVERTE, (2017), pp. 3-21.

ou amortização dependem, ainda que parcialmente, do resultado da atividade do mutuário e cujo valor em dívida pode ser convertido em capital social do mutuário”¹⁵. O EP junta-se a outros tipos de financiamentos híbridos¹⁶, entre o CP e a dívida, chamados de “investimento de quase-capital”.

Para ser considerado, nos termos do RJEP, como CP para efeitos da legislação comercial – e aqui se encontra uma das principais particularidades deste regime –, é necessário que o empréstimo respeite algumas condições, tais como, (i) a remuneração devida ao mutuante depender dos resultados do mutuário e (ii) o reembolso ou amortização depender dos critérios previstos nos arts. 32.º e 33.º do CSC. Importa igualmente referir a graduação deste tipo de empréstimo numa situação de insolvência do mutuário, adiantando-se que o mesmo é considerado como crédito subordinado^{17/18}, com a ligeira vantagem (se assim se puder qualificar) de estar graduado acima dos créditos dos sócios e de outras pessoas especialmente relacionadas com o devedor^{19/20}.

Relativamente às partes possíveis neste tipo de contrato, temos, como mutuantes, um elenco que é, ao que tudo indica, exaustivo. Atentando-se no art. 3.º n.º 1 do RJEP, os mutuantes podem ser (i) instituições de crédito e sociedades financeiras previstas no art. 3.º e no n.º 1 do art. 6.º do RGICSF, (ii) organismos de investimento alternativo especializado de créditos, de capital de risco e de empreendedorismo social²¹, (iii) sociedades de investimento mobiliário para fomento da economia²², (iv) o Fundo de Capitalização e Resiliência²³ e (v) outras entidades que estejam habilitadas à concessão de crédito a título profissional.

¹⁵ Cfr. art. 2.º, n.º 2 do RJEP.

¹⁶ A literatura jurídica e económica utiliza muitas vezes o termo *mezzanine* como sinónimo do termo *híbrido*. Contudo, alguma doutrina, como é o caso de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, explica uma possível diferenciação: o termo *híbrido* aplica-se preferencialmente “quando se trata de produtos oferecidos diretamente num mercado público de capitais, enquanto a utilização do termo *mezzanine* abrange tanto os produtos oferecidos nesse mercado como em termos privados” – OLIVEIRA (2017), p. 151. Para mais, cfr. <https://www.hmbo.pt/financiamento-mezzanine/>.

¹⁷ Cfr. art. 7.º do RJEP.

¹⁸ No direito francês, *article* L313-15 do CMF, os créditos participativos são pagos depois dos credores privilegiados ou quirografários. No direito espanhol, a *Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15ª*, de 24 de novembro de 2020 (número 2504/2020) considerou a interpretação do *artículo* 281.º, n.º 1.2 *del Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo*, que aprova o texto consolidado da Ley Concursal, como créditos subordinados.

¹⁹ Os créditos subordinados estão elencados, taxativamente, no art. 48.º do CIRE, sendo de acionar àquele elenco, nos termos do art. 7.º do RJEP, este novo crédito.

²⁰ O que implicará, nos termos do art. 97.º, n.º 1, alínea e) do CIRE, a extinção das garantias reais com a eventual declaração de insolvência do mutuário.

²¹ Cfr. Lei n.º 18/2015, de 4 de março, na sua redação atual.

²² Cfr. DL n.º 77/2017, de 30 de junho, na sua redação atual.

²³ Cfr. DL n.º 63/2021, de 28 de julho.

Quando se passa para o lado dos mutuários, aqui sim, temos um universo muito mais abrangente, já que pode ser mutuário qualquer sociedade comercial do setor não financeiro^{24/25}.

Quanto à forma exigida para a contratação dos EP, esta varia consoante o empréstimo seja realizado sob a forma de mútuo ou de emissão de títulos representativos de dívida. No primeiro caso, os EP deverão ser celebrados por escrito²⁶, ao passo que no segundo será aplicável o regime da emissão de valores mobiliários²⁷. Além da necessidade de o contrato do EP ou a emissão de títulos representativos de dívida mencionarem expressamente a sujeição ao RJEP, a celebração do empréstimo requer deliberação prévia, expressa e favorável da AG do mutuário²⁸, salvo quando a contratação dos EP seja feita durante a pendência de um processo de reestruturação de empresas previsto no CIRE²⁹.

Ao tratar da finalidade dos EP, o diploma, no seu art. 5.º, deixa-a na autonomia privada, podendo ser escolhida qualquer finalidade, desde que compatível com o objeto social ou política de investimento do mutuante e do mutuário e com a demais legislação aplicável. Não obstante, o RJEP adianta algumas finalidades possíveis, como o financiamento de investimento, o reforço de fundo de maneio ou o reembolso de dívida anterior.

O EP é oneroso e a sua remuneração pode ser exclusiva ou parcialmente³⁰ indexada a uma participação nos resultados do mutuário, fixada pelas partes no contrato³¹. Tal participação nos resultados pode consistir numa percentagem fixa ou crescente daqueles resultados, ou ser

²⁴ Cfr. art. 3.º, n.º 2 do RJEP. Repare-se que o RJCCC, para o qual remete o RJEP no seu art. 18.º, n.º 3, restringe o seu âmbito de aplicação aos créditos que sejam iguais ou superiores a € 1.000.000,00, o que faz com que alguns autores indaguem o porquê de ser da norma e se o legislador assumiu que as PME não teriam capacidade para lidarem com eventuais litígios e/ou se defenderem dos credores no contexto do RJCCC. Curiosamente, o RJEP, criado com foco nas PME, faz remissão para, nomeadamente, o processo (abreviado) de suprimimento judicial que, aos olhos de alguma doutrina, é inconstitucional, nomeadamente por “não assegurar a tutela jurisdicional efetiva de todos os intervenientes e o exercício pleno do contraditório e do direito de defesa” - DINIS e CORDAS (2019), pp. 45 e ss, MARTINS (2018), p. 43.

²⁵ Adere-se à opinião de ORLANDO VOGLER GUINÉ, a respeito do RJCCC, quando refere a limitação do mesmo às sociedades financeiras é sobretudo por razões prudenciais, sistémicas, jurídicas e por estarem sujeitas a uma regulamentação complexa a nível de direito europeu, recaindo sobre tais sociedades regimes próprios de intervenção regulatória e liquidação, não compatibilizando incluí-las no RJCCC, e, no nosso caso, no RJEP - GUINÉ (2018), p. 293 e DINIS e CORDAS (2019), p. 47, nota 5.

²⁶ Em sentido diverso da liberdade de forma estabelecida no Código Comercial quanto aos empréstimos mercantis (cfr. arts. 394.º e ss.), salvo os juros, que seriam sempre reduzidos a escrito nos termos do art. 102.º, § 1.º. Compreende-se a exigência formal do RJEP, tendo em conta a complexidade do regime de conversão, prova do uso do RJEP e para uma maior proteção do credor/potencial acionista da mutuária (cfr. p. ex., o art. 13.º do RJEP).

²⁷ Cfr. art. 4.º, n.º 2 do RJEP.

²⁸ O diploma não menciona a maioria necessária para efeitos desta deliberação. Desenvolver-se-á adiante no presente estudo.

²⁹ Cfr. art. 4.º, n.º 3 do RJEP.

³⁰ Podendo a esta parte ser ainda indexada uma componente adicional de taxa de juro (cfr. o art. 8.º, n.º 5 do RJEP).

³¹ Cfr. art. 8.º, n.º 2 do RJEP.

proporcional ao peso do valor nominal do EP no CP do mutuário³². Dito de outro modo, sendo a remuneração atrelada ao desempenho do mutuário – seja este desempenho traduzido no volume de negócios³³, no resultado operacional ou no resultado líquido³⁴ –, caso a empresa contraente do empréstimo tenha uma situação financeira aquém dos mínimos estabelecidos nos arts. 9.º, n.º 1 e 11.º, ou seja, (i) quando o CP do mutuário seja ou se torne, em virtude do pagamento, inferior à soma do capital social e das reservas ou (ii) 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, não há lugar ao pagamento da remuneração. Aqui está uma primeira vantagem para a empresa mutuária que vê o pagamento da remuneração adaptado ao seu progresso financeiro.

Quanto ao reembolso, que se traduz exclusivamente na devolução do capital mutuado³⁵, e que também obedece aos limites mencionados do art. 11.º, o mutuário pode efetuar-lo a todo tempo, pelo valor nominal, acrescido da remuneração inicialmente prevista e da que se venceria até ao início do trimestre em que ocorra o reembolso.

Uma medida de grande importância para a proteção do crédito do mutuante é a proibição consagrada no art. 13.º do RJEP. Salvo autorização expressa do mutuante, esta norma impede o mutuário de “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”³⁶, englobando nesta proibição de redução do capital social do mutuário “eventuais ações próprias e outros instrumentos de capital próprio e prémios de emissão”. Acredita-se ser razoável o que diz MARTA BOURA³⁷ quando refere que, tendo em conta as restrições previstas no art. 13.º, feitas no intuito de evitar a subcapitalização do mutuário e frustrar o crédito do mutuante, deve-se proceder ao registo comercial³⁸ dos EP, de forma a facilitar o controlo destas proibições³⁹. De modo a reforçar a posição creditícia do mutuante, o RJEP atribui a

³² Cfr. art. 8.º, n.º 3 RJEP.

³³ O critério para mensuração do volume de negócios será o das últimas contas de exercício individuais aprovadas, depositadas, em princípio, na conservatória do registo comercial.

³⁴ Cfr. art. 8.º, n.º 4 do RJEP.

³⁵ Cfr. art. 8.º, n.º 1 do RJEP, que define a remuneração e o reembolso.

³⁶ À semelhança do art. 13.º, o art. 368.º, n.º 1 do CSC, a propósito das obrigações convertíveis em ações, impede a sociedade emitente de “alterar as condições de repartição de lucros fixados no contrato de sociedade, distribuir aos accionistas as ações próprias, a qualquer título, amortizar ações ou reduzir o capital mediante reembolso e atribuir privilégios às ações existentes”.

³⁷ BOURA (2022), p. 134.

³⁸ Sobre o registo comercial, *vide* CORDEIRO (2022), pp. 443 e ss.

³⁹ Cfr. art. 3.º, n.º 1, alínea l) do CRC, que impõe a obrigatoriedade de registo da emissão de obrigações quando realizada através de uma oferta particular. As obrigações serão abordadas adiante. Não obstante, adiante-se a sua

possibilidade de este exigir uma auditoria à situação financeira do mutuário e de poder converter o crédito em capital social sempre que o órgão de administração do mutuário não apresente ao mutuante comprovativo da aprovação de contas e depósito na Conservatória do Registo Comercial decorridos 12 meses sobre o prazo legal para o efeito⁴⁰.

Finalmente, a possibilidade de conversão⁴¹ do EP em capital social, consagrada no capítulo III do RJEP, é uma outra especialidade deste diploma⁴². As partes podem livremente estipular condições (mais exigentes) no contrato ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida a propósito do direito de conversão⁴³. Além disso, o mutuante terá sempre o direito à conversão quando (i) o reembolso não tenha ocorrido na totalidade, decorrido o prazo de reembolso fixado pelas partes no contrato ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida, (ii) caso o mutuário não haja pago a remuneração devida durante mais de 12 meses, seguidos ou interpolados, ou, como já referido, (iii) caso o órgão de administração do mutuário não apresente ao mutuante comprovativo da aprovação de contas e depósito na Conservatória do Registo Comercial decorridos 12 meses sobre o prazo legal para o efeito^{44/45}. Uma vez verificado algum destes requisitos, o mutuante pode apresentar uma proposta de conversão do EP em capital social ao mutuário, acompanhado do relatório do ROC⁴⁶, aplicando-se o que estiver disposto no contrato de EP ou nas condições de emissão dos

semelhança com os EP quanto à funcionalidade e, até mesmo, consoante o caso concreto em que sejam emitidas, às características, entre elas, a possibilidade de conversão em participações sociais no capital social do mutuário/credor obrigacionista e participação nos seus resultados.

⁴⁰ Cfr. arts. 9.º, n.ºs 5 e 6 e 14.º, alínea c) do RJEP.

⁴¹ Também designada de *debt equity swap*, *debt to equity swap* ou DES, esta operação tem sido muito usado mundialmente, visto ser um “instrumento que permite, de forma rápida e expedita, moderar e combater o sobreendividamento societário” – DOMINGUES (2019), p. 80.

⁴² Não encontramos esta especialidade noutros ordenamentos como, por exemplo, no ordenamento francês ou espanhol, tendo-se criado uma característica inovadora nos EP português.

⁴³ Cfr. art. 14.º do RJEP.

⁴⁴ Cfr. art. 14.º, alíneas a) a c) do RJEP.

⁴⁵ Note-se, quando se compara o RJEP com o RJCCC, no seu artigo 3º, a propósito da proposta de conversão, a diferença: neste último, os critérios referem-se às condições de liquidez e contabilísticas da empresa devedora, ao passo que naquele são fixados com base no cumprimento das obrigações pela mutuária.

⁴⁶ Tendo em conta uma eventual falta de coincidência entre o valor nominal do crédito e o seu valor real, o legislador fez bem ao distanciar-se da solução criada pelo DL n.º 79/2017, introduzida nos arts. 87.º e 89.º do CSC, a propósito da conversão de suprimentos em capital social pelo(s) sócio(s) controlador(es) nas sociedades por quotas (e só as sociedades por quotas), em que basta para a conversão uma declaração do contabilista da sociedade – desviando, assim, da regra plasmada no art. 28.º do CSC, a respeito das entradas em espécie. Como aponta alguma doutrina, o relatório do ROC é a solução que melhor tutela os interesses envolvidos, conferindo uma maior proteção à sociedade, aos seus credores e restantes sócios, para além da eventual responsabilização solidária do sócio minoritário. Neste sentido, *vide* TRIUNFANTE (2018), p. 285 e RIBEIRO (2019), p. 58. Sobre o regime da conversão de créditos de suprimentos em capital social, *vide* BOAS (2021), pp. 76 e ss., DOMINGUES (2017), pp.157 e ss., e TRIUNFANTE (2018), pp. 285 e ss.

títulos representativos de dívida⁴⁷. Em alternativa, nos termos do n.º 4, caso seja permitido pelo contrato ou através de deliberação da AG (nos termos do art. 366.º do CSC), podem as partes estabelecer que o mutuante tem um direito potestativo de conversão⁴⁸, derogando o previsto nos arts. 15.º a 20.º do RJEP⁴⁹.

⁴⁷ Cfr. art. 15.º, n.ºs 1 e 2 do RJEP. Numa indagação igualmente válida para o presente trabalho: sobre quem caberá a escolha do ROC para efeitos da avaliação do crédito no âmbito do RJCCC? Neste sentido, *vide* GUINÉ (2018), pp. 302 e 303.

⁴⁸ Devem as partes definir expressamente as circunstâncias e os termos a que o exercício de tal direito deverá obedecer.

⁴⁹ Nomeadamente o direito de preferência de sócios ou acionistas, previsto no art. 19.º do diploma.

2. Alcance do diploma no plano societário

Dispõe o art. 2.º, n.º 2 do RJEP, que “[os] empréstimos participativos são considerados capital próprio para efeitos da legislação comercial”⁵⁰ caso respeitem os pressupostos mencionados no ponto anterior. É, assim, essencial tentar perceber o que se deve entender por “para efeitos de legislação comercial”, uma vez que esta expressão acaba por ser muito ampla, dificultando a sua interpretação.

Torna-se, assim, imperativo definir o âmbito de aplicação do diploma. Mais ainda se se tiver em conta que, dependendo do seu âmbito de aplicação – i.e., se aplicável para efeitos de normas contabilísticas, de dissolução da sociedade, de distribuição de dividendos, de insolvência, etc. –, o RJEP poderá tornar-se mais ou menos apelativo para as empresas (mutuárias) e para os agentes financiadores do mercado. Comece-se, então, com um dos pontos mais questionáveis do diploma e, crê-se, um dos mais importantes: afinal, o capital mutuado é efetivamente considerado, para todos os efeitos, como CP?

2.1. Alcance do diploma no plano contabilístico

De modo a atingir o objetivo de proporcionar informação sobre a posição financeira/patrimonial de uma entidade no fim do período de relato, as empresas mutuárias devem elaborar (pelo menos, uma vez por ano⁵¹) o seu balanço⁵². Trata-se de um documento de grande importância, nomeadamente para efeitos do CSC, visto que a previsão (e estatuição) de muitas normas deste código tem por base as informações de uma empresa que só nesse documento se encontrem disponíveis para consulta, para além de ser um relevante elemento de análise pelas instituições financeiras no momento de concederem (ou não) eventuais financiamentos às empresas. Sendo assim, a elaboração do balanço baseia-se num conjunto de normas que permite uma linguagem conhecida quer pela empresa, quer pelos utilizadores externos (que irão tomar decisões com base nessa informação). Em primeiro lugar, quando se fala de normas de contabilidade, importa referir as *International Financial Reporting Standards* (IFRS) – normas internacionais de contabilidade emitidas pelo *International*

⁵⁰ No direito francês, de uma forma mais direta, o *article* L313-14 do CMF afirma equiparar os *prêts participatifs* a capital próprio, dizendo que “[i]ls sont, au regard de l’appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, assimilés à des fonds propres”.

⁵¹ Cfr. arts. 65.º e ss. do CSC, em especial arts. 65.º e 70.º.

⁵² Este documento é a “coluna vertebral” de uma empresa: no balanço observamos, num determinado momento, os seus ativos e passivos, a liquidez da empresa, as suas fontes de financiamento, o seu resultado líquido, etc.

Accounting Standards Board (IASB)⁵³. A crescente relevância do IASB⁵⁴ no cenário internacional sente-se em Portugal que, desde 2005, passou a impor⁵⁵ que as empresas cujos valores mobiliários (ações ou obrigações) fossem admitidos à cotação em bolsa passassem a preparar as suas demonstrações financeiras de acordo com o previsto nas IFRS^{56/57}. A manifestação da importância do referido órgão e das normas por este emitidas também é percebida no Sistema Nacional de Contabilidade (SNC)⁵⁸, cujo conteúdo está, de certa forma, alinhado com o que se encontra nas IFRS⁵⁹, fazendo com que, indiretamente, o restante das empresas também estejam sujeitas às IFRS⁶⁰. Dentro dos instrumentos contabilísticos do SNC, deve-se analisar, para efeitos do presente estudo, a Estrutura Conceptual (EC)⁶¹ e as Normas Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF)⁶².

Dito isto, importa “dissecar” o instrumento dos EP para que seja possível, numa segunda fase, imputar o respetivo montante ou no CP ou no passivo da empresa, consoante a classificação a que se chegue.

Salientando novamente o referido no preâmbulo do RJEP, os EP são (em teoria) instrumentos de quase-capital, ou seja, são instrumentos que podem ser contabilizados, total ou parcialmente, como CP⁶³. Nos termos da EC, CP é “o interesse residual nos activos da entidade depois de deduzir todos os seus passivos”, ao passo que passivo “é uma obrigação presente da entidade proveniente de acontecimentos passados, da liquidação da qual se espera que resulte um exfluxo de recursos da entidade incorporando benefícios económicos”⁶⁴. O parágrafo 5.º da NCRF 27 dá uma definição diferente de passivo financeiro. Porém, retira-se do mesmo parágrafo um outro critério importante que é o da *obrigação* de entregar (ou trocar

⁵³ Organismo sediado em Londres. Para maior detalhe consultar informação online em <https://www.ifrs.org/>.

⁵⁴ A sua importância resulta evidente no Regulamento (CE) n.º 1126/2008, de 3 de novembro, que passou a adotar uma extensa lista de normas do IAS e IFRS, emitidas pelo IASB.

⁵⁵ Cfr. Regulamento n.º 1606/2002, de 19 de julho e art. 4.º do DL que aprova o SNC.

⁵⁶ Cfr. IAS 33, *Resultados por ação*, ponto 2.

⁵⁷ As empresas não cotadas em bolsa também podem preparar as demonstrações financeiras de acordo com as IFRS, desde que as referidas demonstrações financeiras estejam sujeitas a certificação legal de contas.

⁵⁸ Aprovado pelo DL n.º 158/2009.

⁵⁹ Em 2010, as empresas portuguesas foram obrigadas a aplicar o SNC (que sofreu uma revisão em 2015, de forma a transpor a Diretiva n.º 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho, cujo objetivo era precisamente atingir uma maior harmonização entre os Estados-Membros da UE).

⁶⁰ Para maior detalhe, *vide* ISIDRO (2017).

⁶¹ Disponível em http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/SNC_EC.pdf.

⁶² Disponível em https://www.cnc.min-financas.pt/Instrumentos_snc2016.html.

⁶³ Neste sentido, pode ler-se no preâmbulo do RJEP que “[o]s 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 preferencial”.

⁶⁴ Cfr. parágrafo 49 da EC.

com) a contraparte algo (dinheiro, ativos ou passivos financeiros em condições potencialmente desfavoráveis para a entidade, não derivados por instrumentos de CP, etc.).

Olhando às normas internacionais, os *International Accounting Standards* (IAS)⁶⁵, em particular o IAS 32⁶⁶, as definições que nele constam assemelham-se às previstas no NCRF. Assim, está-se perante um passivo financeiro sempre que haja uma *obrigação* contratual, uma *obrigação* de entregar dinheiro ou uma *obrigação* de entregar outro instrumento financeiro para outra entidade (e com as outras possibilidades acima mencionadas)⁶⁷. O parágrafo 17 daquela norma destaca, aliás, quando se estaria perante uma situação de *não* obrigação contratual: uma característica crítica na diferenciação de um passivo financeiro de um instrumento de CP é a existência de uma obrigação contratual de uma das partes do instrumento financeiro, o emitente, quer de entregar dinheiro ou outro ativo financeiro à outra parte, o titular, quer de trocar ativos financeiros ou passivos financeiros com o titular, sob condições que são potencialmente desfavoráveis para o emissor. Apesar de o detentor de um instrumento de CP poder ter direito a receber uma parte (*pro rata*) de quaisquer dividendos ou outras distribuições de capital, o emitente não tem uma obrigação contratual de fazer tais distribuições, uma vez que não se lhe pode ser exigido que entregue dinheiro ou outro ativo financeiro a outra parte (tradução livre do parágrafo 17).

Um ponto a destacar do IAS 32 é o que se encontra no seu parágrafo 25 que refere que um instrumento financeiro que apenas permita exigir o pagamento no caso de um evento futuro e incerto, nomeadamente receitas do emitente, rendimento líquido ou rácio de endividamento em capital, e que fuja do controlo do emitente, não deixa, ainda assim, de ser considerado um passivo financeiro, dado que o emitente não tem o direito incondicional de evitar a entrega do dinheiro ou de outro ativo financeiro uma vez verificado o evento futuro e incerto.

Tendo-se olhado às normas contabilísticas, cumpre analisar o RJEP. Este diploma afirma que os EP serão considerados CP se a respetiva remuneração depender dos resultados do mutuário e se a remuneração e reembolso respeitarem o disposto nos arts. 32.º e 33.º do CSC. A letra da lei induz a crer que, uma vez respeitados os pressupostos do art. 2.º, n.º 2, o capital mutuado será efetivamente contabilizado no CP da empresa. Use-se, então, as normas até aqui analisadas e aplique-se as mesmas ao caso em mãos.

⁶⁵ Normas de contabilidade também emitidas pelo IASB.

⁶⁶ Epígrafe “Instrumentos Financeiros: Apresentação”, parágrafo 11.

⁶⁷ Noção de CP similar à constante da EC (parágrafo 11): “An equity instrument is any contract that evidences a residual interest in the assets of an entity after deducting all of its liabilities”.

Os n.ºs 1 e 2 do art. 9.º descrevem, de uma forma não tão clara, que caso aqueles requisitos se verificarem, o mutuário *procede* ao pagamento da remuneração *devida* “nos termos previstos no contrato” ou “nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida”, sob pena de ter as garantias por si prestadas acionadas ou estar sujeito à conversão do montante em falta em capital social. Como se percebe, o carácter de obrigatoriedade é patente. À parte mutuária dos EP não é concedido um direito de recusa caso haja resultados distribuíveis, já que, caso houvesse tal direito, não seria concedido ao mutuante a via executória das garantias prestadas pelo devedor ou a possibilidade de conversão, demonstrando que a empresa que contraiu o financiamento *deve* pagar, nos termos do contrato, assim que preencher os pressupostos elencados pelo diploma⁶⁸.

Poder-se-ia tentar ligar a característica de o reembolso e a remuneração estarem dependentes de resultados que podem nunca acontecer a um aspeto de incerteza desse retorno, remontando a uma componente de instrumento de CP – parecido, aliás, com o que ocorre na restituição das prestações suplementares⁶⁹. Acontece que, como mencionado a propósito do parágrafo 25 do IAS 32, o facto de a remuneração e reembolso do mutuante dependerem dos resultados do mutuário, por si só, não afasta a obrigação de pagar, dado que, no momento em que o mutuário preencha esses critérios, *terá* de proceder ao pagamento^{70/71}.

Acresce que o facto de os arts. 9.º, n.º 4 e art. 10.º, n.º 5 do RJEP permitirem uma deliberação prévia da AG antes da remuneração e/ou reembolso não afasta a imperatividade da vinculação ao pagamento. Na opinião de DIOGO PESSOA⁷², nos casos em que a possibilidade de haver deliberação prévia da AG não foi estipulada no contrato, o devedor deve pagar. O

⁶⁸ Parece, pelo menos, indiscutível que a taxa de juro – fixa, previamente estabelecida e não indexada aos resultados da empresa – a que se refere o n.º 5 do art. 8.º do RJEP é uma componente passiva.

⁶⁹ Cfr. art. 213.º do CSC, em particular, o n.º 1. Parece que o legislador quis inspirar-se na previsão do art. 213.º a propósito das prestações suplementares, tendo em conta que (i) as prestações suplementares “só podem ser restituídas aos sócios desde que a situação líquida não fique inferior à soma do capital e da reserva legal” (n.º 1), e (ii) “[a] restituição das prestações suplementares depende de deliberação dos sócios” (n.º 2).

⁷⁰ Também AG25 do IAS 32, a respeito das ações preferenciais, demonstra que a incapacidade do emitente (leia-se, no caso, mutuário) satisfazer uma obrigação de resgatar uma ação preferencial quando contratualmente exigido para o fazer, seja por falta de fundos, uma restrição estatutária ou lucros ou reservas insuficientes, não afasta a obrigação.

⁷¹ Considerando que o diploma concede um certo grau de autonomia privada às partes, poderíamos tentar conjecturar, a respeito da remuneração (art. 9.º, n.º 4 do RJEP), um cenário (improvável) em que as partes acordam caber, única e exclusivamente, ao mutuário a decisão de pagar (ou *não* pagar) ou a decisão de *quando* pagar, sem que da decisão de não pagar atribua a possibilidade do mutuante acionar as garantias ou o direito à conversão do n.º 3 do mesmo artigo. Só assim se concebe uma eventual consonância com as normas de contabilidade descritas, permitindo imputar a remuneração no CP do balanço da empresa. Acredita-se ser aplicável o mesmo raciocínio ao nível do reembolso, sem prejuízo do contrato ou das condições de emissão preverem o direito do mutuante exigir a todo tempo a restituição do reembolso (art. 10.º, n.º 2 do RJEP).

⁷² Cfr. PESSOA (2022), pp. 9 e 10.

raciocínio deve, no entanto, ir mais longe, verificando a obrigação de pagamento, seja quando tal deliberação não estiver prevista no contrato, seja *com* a sua previsão nos mesmos. Ora, a estipulação dessa possibilidade permite *apenas* trazer à competência dos acionistas a análise e decisão de pagamento (ou não pagamento), bem como a delimitação das condições em que o mesmo seria efetuado. É manifesto que a decisão de pagamento (ou não pagamento) da remuneração pelo mutuário tem consequências relevantes. O não pagamento⁷³ pode, desde logo, dar lugar à entrada de novo(s) acionista(s) na sociedade⁷⁴ e eventual diluição proporcional das suas participações no capital social⁷⁵. MARTA BOURA⁷⁶ mostra-nos que não é uma repercussão futura indiferente na vida societária de uma empresa, defendendo a exigência de uma maioria na AG, igual à maioria exigida para alteração do contrato, aquando da celebração do contrato dos EP⁷⁷. A Autora fundamenta a sua posição no facto de a decisão de contratar este tipo de empréstimo, no qual há a possibilidade de conversão e possível redução⁷⁸ proporcional das participações sociais no capital social da mutuatária, gerar um potencial desequilíbrio numa eventual alteração da estrutura acionista do mutuário. Assim, parece evidente que, uma vez verificados os requisitos de pagamento do reembolso e/ou remuneração, o mutuário *deve* proceder ao pagamento, independentemente de estar, ou não, previsto no contrato de EP a possibilidade de deliberação prévia pela AG.

Decorre do que vem sendo exposto que o RJEP deixa muitas dúvidas em aberto. Foi, portanto, na tentativa de sanar essas dúvidas, que a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) estabeleceu, através da Orientação Técnica n.º 4, que os EP devem ser contabilizados nos termos do NCRF 27, nomeadamente o parágrafo 21, à luz do qual, estando-se perante um instrumento composto⁷⁹, deve-se “alocar a quantia recebida entre as respetivas componentes [a saber, passivo ou CP]”, devendo-se primeiro determinar a quantia exata do passivo financeiro para depois imputar o montante residual à componente de CP. Ora, como exposto durante o presente ponto, ao aplicar aquela norma ao caso concreto, resulta evidente que a remuneração fixa consagrada no RJEP deverá ser contabilizada no passivo da sociedade mutuatária. E, ao que

⁷³ Em caso de não pagamento o mutuante adimplente pode também optar por acionar as garantias prestadas pelo mutuário, ao abrigo do art. 9.º, n.º 2 do RJEP.

⁷⁴ O capítulo III do diploma explicita o procedimento a ser seguido para tal conversão.

⁷⁵ Cfr. art. 19.º do RJEP.

⁷⁶ Cfr. BOURA (2022), p. 130.

⁷⁷ Deliberação que deve ser prévia e favorável à contratação do EP (art. 4.º, n.º 2 do RJEP).

⁷⁸ Sob pena de uma expropriação forçada sem justa indemnização, a proposta que inclua a redução deve ser devidamente justificada, contendo uma demonstração do valor das participações sociais – cfr. DOMINGUES (2019), p. 89.

⁷⁹ Tal como refere o parágrafo 21 do NCRF 27, “(...) como sejam instrumentos de dívida com opção de conversão ou obrigações com warrant ou qualquer outro instrumento que combine instrumentos de capital próprio com passivos financeiros (...)”.

tudo indica, a remuneração indexada aos resultados também deverá ser imputada na mesma rubrica⁸⁰. Em suma, parece que a expressão “para efeitos da legislação comercial” que consta no art. 2.º, n.º 2 do diploma não inclui o plano da contabilidade^{81/82}.

Resulta claro do diploma a existência de uma obrigação contratual por parte do mutuário de restituir o montante recebido e de remunerar o mutuante, sem prejuízo de estar impossibilitado de o fazer por não preencher os requisitos impostos pelo mesmo. Aparenta ser uma tentativa de aproximar o instituto dos EP do regime das prestações suplementares⁸³, embora, diga-se, de uma forma bastante infeliz, uma vez que as prestações suplementares têm um forte carácter de estabilidade e de não obrigação de restituição⁸⁴.

Por que razão, então, o diploma padece dessas falhas? E de onde surgiu a inspiração para uma norma (tão) equívoca?

2.2. A inspiração do diploma português e a evolução dos *préstamos participativos* no Direito espanhol

De forma a entender a redação do RJEP, é necessário olhar ao preâmbulo do mesmo. Nele é mencionada a existência do instrumento dos EP noutros ordenamentos jurídicos, pelo que, com toda a certeza, podemos dizer que o legislador tinha conhecimento do regime noutros países. De entre eles, importa analisar o ordenamento jurídico espanhol, no qual o legislador português parece ter-se apoiado para elaborar o RJEP.

⁸⁰ Aliás, numa situação similar ao que aqui se passa, como exposto a nota 50, o CMF estabelece que o montante mutuado deve ser equiparado, ao nível do balanço, a CP. No entanto, jurídica e contabilisticamente não parece ser o caso, tendo em conta, respetivamente, o que foi proferido pela *Cour de Cassation* em 2000 (cfr. *Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 6 juin 2000, 97-15.864*), que considerou justificada a decisão dos juízes da Relação de não levar em consideração o valor do empréstimo patrimonial para o cálculo do património, e a *Conseil National de Comptabilité*, que também considera os EP como dívida para o mutuário, enquadrando-os no art. 941-16, classe 16, do plano geral de contas (“*plan comptable général*”), *règlement ANC N° 2014-03*, registando numa linha específica do balanço (*compte 1675*).

⁸¹ Ou seja, apenas na eventual conversão do crédito em capital social da mutuária é que se terá, de facto, um efetivo combate ao sobreendividamento, passando o montante do passivo (a definir pelo ROC) para o CP da sociedade.

⁸² Inclusive, o art. 67.º, n.º 12, alínea a) do CIRC é claro ao dizer que são considerados gastos de financiamento, passíveis de dedução e determinação do lucro tributável da mutuária, até ao montante previsto no n.º 1 do artigo, os juros de empréstimos devidos à remuneração de capitais alheios, nos quais se incluem os EP. Sabe-se que a norma do CIRC já existia aquando da entrada em vigor do RJEP. Não obstante, basta olhar para a doutrina para confirmar que as características presentes na norma do CIRC são as que a doutrina usava para caracterizar os EP. Neste sentido, *vide OLIVEIRA (2017)*, p. 172.

⁸³ Cfr. nota 69.

⁸⁴ Para mais informações, *vide CUNHA (2019)*, pp. 318 e ss.

No dia 7 de junho de 1996 foi aprovado o *Real Decreto-ley 7/1996*⁸⁵, que visava incrementar a ajuda e subsídios estatais a distintos setores da economia espanhola⁸⁶, trazendo uma alteração substancial na política legislativa do país. Referia o art. 20.º daquele diploma que “[l]os préstamos participativos tendrán la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil”. Como se percebe, trata-se da mesma redação utilizada pelo legislador português no art. 2.º, n.º 2 do RJEP. Sucede que, pouco tempo depois da elaboração do *Real Decreto-ley 7/1996*, foi aprovada uma nova lei, a *Ley 10/1996, de 18 de diciembre, de Medidas fiscales urgentes sobre corrección de la doble imposición interna intersocietaria y sobre incentivos a la internacionalización de las empresas*⁸⁷ que alterou a redação original e que passou a referir que: “[l]os préstamos participativos se considerarán patrimonio contable a los efectos de reducción del capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil”⁸⁸.

Resulta daqui, mais que evidente, que o legislador espanhol retificou o corpo da norma, de forma a deixar claro que os *préstamos participativos* são considerados, de uma perspectiva contabilística, como instrumentos de dívida, no geral, e tratados como CP para efeitos (única e exclusivamente) de redução do capital⁸⁹ e liquidação da sociedade^{90/91}. Todavia, diferentemente do previsto no direito espanhol, quando, resultando das contas de exercício ou de contas intercalares, metade do capital social se encontrar perdido⁹², o direito português não exige, de facto, a dissolução da sociedade ou redução do capital social⁹³. Na verdade, o art. 35.º do CSC apenas obriga os administradores, com base nos documentos financeiros, a convocarem (ou os gerentes convocarem de imediato) a AG e os sócios para que estes deliberem tomar *ou não*⁹⁴ uma das três possíveis decisões elencadas no n.º 3 do mesmo artigo: (i) reduzir o capital social, (ii) dissolver a sociedade ou (iii) a realização pelos sócios de novas

⁸⁵ Disponível para consulta em <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1996-13002>.

⁸⁶ Para mais informações sobre a evolução dos EP em Espanha, *vide* COLINO (2007) e VIÑUELAS (2017), pp. 305 – 357.

⁸⁷ Disponível para consulta em <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1996-28330>.

⁸⁸ Citando o regime fiscal para fundamentar a correta alteração da lei, *cfr.* NAVARRO (1998), pp. 217 e ss.

⁸⁹ Art. 327.º da *Ley de Sociedades de Capital*, disponível em <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>.

⁹⁰ Art. 363.º da *Ley de Sociedades de Capital*, disponível em <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>.

⁹¹ Sobre o tema, *vide* LABATUT SERER (2019).

⁹² Ou, nos termos do artigo 35.º do CSC, “havendo em qualquer momento fundadas razões para admitir que essa perda se verifica”.

⁹³ Sobre esse assunto, *vide* DOMINGUES (2021), pp. 230 ss.

⁹⁴ Reiterando a posição da maioria da doutrina de que não há obrigatoriedade de os acionistas tomarem uma decisão, *vide* PESSOA (2022), p. 16.

entradas para reforço da cobertura do capital⁹⁵. Por conseguinte, o regime espanhol dos *préstamos participativos* tem, ao nível das situações anteriormente elencadas, e por comparação com regime português, uma relevância prática muito maior para as empresas.

Poder-se-ia conceber, de forma semelhante ao que é feito pelo legislador do país vizinho, que o RJEP possa ser considerado para os efeitos do disposto no art. 35.º do CSC. Porém, ao ler os seus considerandos, não parece ser essa a intenção do legislador português, desde logo, porque o instituto do art. 35.º do CSC em nada se relaciona com o problema de sobreendividamento de uma empresa, relevando apenas para efeitos de obrigatoriedade de convocação da AG pelo administrador.

2.3. Alcance do diploma noutros planos

O conceito de CP é referido a propósito do art. 32.º do CSC, relativo à distribuição de bens aos sócios. O diploma dos EP não veda a utilização do capital para efeitos de distribuição aos sócios, mas apenas a alteração das regras de repartição de lucros fixadas no contrato de sociedade⁹⁶. Com efeito, não parece existir, para efeitos comerciais, uma proibição de distribuição, caso o CP da empresa ultrapasse os limites impostos pelo art. 32.º do CSC. Em qualquer caso, sempre se poderá questionar: faria sentido ser aquele um objetivo a almejar por parte legislador português? É que a utilização dos EP para distribuição de bens aos sócios poderia, de forma contraditória, resultar em problemas de tesouraria da empresa, podendo mesmo fazer que a mesma retornasse a uma situação de sobreendividamento, da qual pretendia sair.

Teria então o legislador português a intenção de considerar os EP para efeitos de insolvência? Adere-se, aqui, à posição de DIOGO PESSOA quando analisa o art. 3.º do CIRE e conclui que “*the loss of 100% of the equity does not give rise, by itself, in the Portuguese legal system, to any reaction. Over-indebtedness is only foreseen if the liabilities significantly exceed the assets*”⁹⁷. *Moreover, we are not aware of any insolvency declared only for this reason (i.e., without meeting also the cash-flow criterion for insolvency)*”⁹⁸. A este respeito, acrescentou bem o Autor ao referir que, se fosse essa a intenção do diploma, bastaria que o legislador tivesse

⁹⁵ Havendo, contudo, a obrigação de referir em atos externos a inferioridade da metade do capital social nos termos do art. 171.º do CSC.

⁹⁶ Cfr. art. 13.º do RJEP. A interpretar o artigo de forma cautelosa, *vide* PESSOA (2022), p. 16, nota 31.

⁹⁷ E, mesmo assim, a última parte do n.º 2 do art. 3.º do CIRE exige que seja contabilizado “segundo as normas contabilísticas aplicáveis”, o que já se viu que não seria possível nos termos do RJEP.

⁹⁸ Cfr. PESSOA (2022), p. 17.

remetido o escopo do EP para a alínea c) do n.º 3 do art. 3.º do CIRE, nos termos da qual não se incluem no passivo “dívidas que apenas hajam de ser pagas à custa de fundos distribuíveis ou do activo restante depois de satisfeitos ou acautelados os direitos dos demais credores do devedor”.

Em face do exposto, há, então, que concluir que era intenção do legislador português contabilizar o EP no CP para efeitos de contabilidade da empresa – ainda que a mesma pareça não ter sido alcançada. Com efeito, parece que o diploma quis aproximar-se das características e formalismos dos instrumentos de CP existentes no nosso ordenamento, sem, no entanto, ter tido a preocupação de analisar os requisitos fundamentais das normas contabilísticas. Para além disso, uma leitura atenta do preâmbulo daquele diploma parece indiciar que o mesmo se baseou na legislação de outros ordenamentos, designadamente no diploma espanhol, cuja letra da lei conduz a um escopo de aplicação muito limitado e com finalidades específicas.

Tudo somado, o diploma dos EP apresenta-se como uma construção normativa estranha e de difícil interpretação⁹⁹. O alcance do diploma no plano societário poderá, a final, ficar reduzido às normas do CSC anteriormente referidas, sendo esta, como facilmente se entende, uma solução que esvazia, em grande parte, um diploma que se queria relevante e atrativo para as empresas que procuram formas alternativas de financiamento capazes de atenuar o seu sobreendividamento.

⁹⁹ “Even here the wording of the Portuguese legislator was unhappy, even if compared with the former Spanish one, because the Spanish legislator said that these loans are deemed as equity for commercial purposes. The Portuguese one, redundantly, said that these loans shall be deemed as equity if they fulfill two characteristics. Do these characteristics have a qualifying relevance outside this decree-law?” - PESSOA (2022), p. 19.

3. O regime dos contratos de empréstimo participativo

Tendo sido analisada a sua vertente societária, cumpre agora perspetivar o RJEP na sua vertente contratual. Nestes termos, tratar-se-á de tecer algumas considerações sobre os pontos problematizantes do regime dos EP e enquadrá-lo nos tipos contratuais existentes no ordenamento jurídico português.

Tal como já referido, o diploma dos EP foi criado pelo legislador português com a nóbrega tentativa de melhorar o cenário empresarial português, com o objetivo de viabilizar novas formas de financiamento que não prejudicassem os *ratios* financeiros das empresas e que fossem, ao mesmo tempo, atrativas para as empresas que procuram evitar os financiamentos bancários tradicionais. Todavia, o RJEP com que nos deparamos padece de várias incongruências, normas inacabadas e regras que, tal como se pretende demonstrar, acabam por ter o efeito contrário ao pretendido pelo legislador, i.e., o de atrair o mutuante e mutuário para o escopo do RJEP.

Assim, no intuito de “cativar” os agentes económicos e empresas a regularem as suas relações com base no diploma, citar-se-á, à medida que forem abordados os diferentes pontos merecedores de crítica do RJEP, o regime de um outro instrumento jurídico que, à semelhança do EP, é utilizado para as empresas se financiarem no mercado financeiro, substituindo os meios tradicionais de financiamento, e tem ganhado crescente espaço no mercado de capitais: as *obrigações*¹⁰⁰.

Avance-se, então, para descrição das regras do diploma dos EP, sob uma lupa crítica, de forma a tentar identificar os problemas e, se possível, as soluções.

¹⁰⁰ As obrigações são valores mobiliários (art. 1.º do Código dos Valores Mobiliários) cuja emissão tem a vantagem de “constituir uma forma segura, estável e flexível de obter recursos, permitindo adaptar as características dos empréstimos às necessidades concretas da empresa” – OLIVEIRA (2017), p. 142. Esta vantagem fez com que este valor mobiliário tenha ganhado cada vez mais espaço no financiamento das empresas a nível nacional e mundial – ALMEIDA (2022), p. 61. As obrigações são valores mobiliários que permitem às empresas (não se cuida aqui das emitidas por outras entidades, nomeadamente pelo Estado) se financiarem através da emissão dessas obrigações e subsequente subscrição por parte dos investidores(-obrigacionistas) que as subscrevem com a contrapartida de entregar capital àquela sociedade emitente. Por sua vez, o obrigacionista adquire um direito de crédito. i.e., o direito ao reembolso e o direito aos juros sobre a sociedade emitente (art. 348.º, n.º 1 do CSC) – ANTUNES (2007) p. 139.

3.1. Descrição problematizante das regras do diploma

3.1.1. Partes elegíveis para a contratação dos empréstimos participativos

A respeito das regras do diploma dos EP, um aspeto importante a ser tido em conta é a questão das partes elegíveis. Os mutuários, elencados no ponto 1.2 do presente estudo, podem ser quaisquer sociedades comerciais do setor não financeiro (n.º 2 do art. 3.º), pelo que há um universo muito vasto de empresas que podem pertencer ao lado da parte financiada. Do outro lado, quando falamos dos mutuantes, o número de empresas elegíveis diminui drasticamente¹⁰¹, o que acaba por causar uma certa surpresa. Tendo em conta que um dos objetivos do legislador é o de reduzir a “dependência do financiamento do sistema bancário”¹⁰², aparenta aquela ser uma limitação com um efeito perverso, já que os EP poderiam tornar-se atrativos para um universo mais vasto e para mais tipos de investidores que se interessassem na possibilidade de uma eventual conversão no capital social da mutuatária^{103/104}. Questiona-se: seria, então, prudente, alargar as entidades elegíveis como mutuantes?

Para que as entidades que procuram alocar o seu capital de investimento utilizem o RJEP, é imperativo que os EP tenham um regime que, à semelhança de outros instrumentos jurídicos que permitem um financiamento alternativo ao sistema bancário, seja competitivo em termos de benefícios¹⁰⁵ e simplicidade para aqueles que procuram investir. Tendo em conta a possibilidade de o contrato de EP ser celebrado sob a forma de títulos representativos de dívida¹⁰⁶, importa agora fazer referência, numa análise comparativa, aos “títulos representativos de um mútuo emitidos em massa pela sociedade” e que conferem, na mesma emissão, “direitos de crédito iguais para o mesmo valor nominal”¹⁰⁷: as *obrigações*¹⁰⁸.

Olhando às entidades habilitadas a emitir as obrigações¹⁰⁹, conclui-se que a lei acaba por ir de encontro com o RJEP, englobando um vastíssimo universo de sociedades emitentes. Com

¹⁰¹ Cfr. art. 3.º, n.º 1 do RJEP.

¹⁰² Cfr. preâmbulo do DL n.º 11/2022.

¹⁰³ “Em especial, atenta a evolução da designada «democratização do acesso ao mercado de capitais» – em linha, aliás, com as recentes orientações europeias –, seria, talvez, de esperar que o legislador contemplasse um conjunto mais diversificado de potenciais mutuantes que pudessem igualmente aproveitar uma posição privilegiada de investimento nestas sociedades. Na verdade, é este direito de conversão que determina particulares inovações nesta figura jurídica e, de igual forma, que a torna especialmente atrativa” - BOURA (2022), p. 131.

¹⁰⁴ No direito espanhol, basta ser uma *entidad prestamista*. Neste sentido, vide NAVARRO (1998), p. 213.

¹⁰⁵ Um fator crucial e decisivo da escolha do tipo de financiamento (que, por razões de escopo do presente trabalho, não será analisado) é a incidência tributária sobre a transação em causa.

¹⁰⁶ Cfr. art. 2.º, n.º 1 do RJEP.

¹⁰⁷ Cfr. ALMEIDA (2022), p. 61.

¹⁰⁸ Para uma abordagem abrangente do tema, vide ANTUNES (2020), pp. 136 e ss.

¹⁰⁹ No caso dos EP, os “mutuários”.

efeito, estão autorizadas a emitir obrigações (i) as sociedades anónimas¹¹⁰, (ii) as sociedades em comandita por ações¹¹¹, (iii) as sociedades por quotas¹¹², (iv) as cooperativas¹¹³, (v) os Agrupamentos Complementares de Empresas (ACE) e Agrupamentos Europeus de Interesse Económico (AEIE)¹¹⁴ e (vi) as instituições de crédito¹¹⁵. Por outro lado, a lei não restringe o universo possível de investidores-subscritores¹¹⁶ deste tipo de valor mobiliário¹¹⁷, diferentemente, tal como se viu, do que acontece no RJEP. Assim, quando uma empresa pretende financiar-se através da emissão de obrigações, ainda que estejamos a falar de uma oferta particular de obrigações, a empresa emitente pode acordar a subscrição com a contraparte que pretender, o que, evidentemente, amplia significativamente a probabilidade de captar financiadores cujos interesses estejam alinhados com a potencial financiada.

Tal ampliação não violaria *per se* o princípio da exclusividade¹¹⁸, consagrado no art. 8.º do RGICSF¹¹⁹, já que essa exclusividade se refere à possibilidade de conceder crédito a título profissional, i.e., conceder crédito ao público¹²⁰ (a um número irrestrito e indeterminado/indeterminável de pessoas)¹²¹, ao passo que aqui apenas se pretende permitir

¹¹⁰ Desde que o contrato de sociedade esteja definitivamente registado há mais de um ano, nos termos do art. 348.º, n.º 2 do CSC, com algumas exceções a essa exigência encontradas no n.º 2 do mesmo artigo.

¹¹¹ Cfr. art. 478.º do CSC.

¹¹² Nos termos do DL n.º 160/87, de 3 de abril.

¹¹³ Cfr. art. 95.º do Código Cooperativo (Lei n.º 119/2015, de 31 de agosto com as alterações da Lei n.º 66/2017, de 9 de agosto).

¹¹⁴ Base II n.º 4, da Lei n.º 4/73, de 4 de junho e art. 7.º do DL n.º 148/90, de 9 de maio, respetivamente.

¹¹⁵ Nos termos do RGICSF.

¹¹⁶ No caso do RJEP, os “mutuantes”. Os subscritores também são comumente chamados de “credores obrigacionistas”.

¹¹⁷ A lei apenas tem a cautela de definir se a oferta dos valores mobiliários em causa se trata, ou não, de uma oferta particular ou pública, aplicando diferentes regimes consoante o universo de destinatários a que se refere. O artigo 109.º do Código dos Valores Mobiliários, que remete para o Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, esclarece, no seu art. 2.º, alínea d), quando estamos diante de uma oferta pública de valores mobiliários.

¹¹⁸ “Equivale isto a dizer que a *medula própria da actividade de intermediação da instituição de crédito está na prática habitual e coordenada de actos de recepção de disponibilidades monetárias do público* [ou seja, recepção do público de depósitos ou outros fundos reembolsáveis] e na concessão por conta própria de crédito e financiamento ao público, falando-se mesmo dela como *monopólio ou princípio da exclusividade (...)*” – SILVA (2001), p. 180.

¹¹⁹ O n.º 2 do art. 8.º do RGICSF dispõe que “[s]ó as instituições de crédito e as sociedades financeiras podem exercer, a título profissional, as atividades referidas nas alíneas b) a i) e q) a s) do n.º 1 do art. 4.º, com exceção da consultoria referida na alínea i)”. A alínea b) do número 1 do art. 4.º, por sua vez, estabelece que apenas os bancos podem efetuar “[o]perações de crédito, incluindo concessão de garantias e outros compromissos, locação financeira e factoring”.

¹²⁰ “A chave da concessão de crédito, para efeitos de localização de uma instituição de crédito, para efeitos de localização de uma instituição de crédito está, na indeterminação dos beneficiários. No fundo, o crédito é concedido ao público” – CORDEIRO (2018), p. 1127. Neste sentido, *vide* ANTUNES (2020), pp. 136 e ss.

¹²¹ Critério que se retira *a contrario* do art. 9.º, n.º 2 do RGICSF. Importa referir o art. 3.º da Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de março de 2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício (“Directiva de Codificação Bancária”), que não impõe essa exigência de restringir a concessão de crédito a título profissional apenas às instituições de crédito, sendo um caso de *gold plating* do legislador português.

que outras sociedades não financeiras tenham a possibilidade de utilizar o regime dos EP e aplicar as suas regras ao contrato de empréstimo que pretendam celebrar – como, desde logo, já poderiam fazer ao abrigo da autonomia privada¹²². Acresce que, curiosamente, quando regula a transmissibilidade dos créditos emergentes dos contratos de EP¹²³, o diploma parece permitir a sua cessão a quaisquer terceiros, englobados ou não no elenco que se encontra no diploma – o que vem reforçar a posição de alargar o âmbito dos mutuantes logo na génese do EP. Facilmente se conclui que o leque de investidores permitidos pelo RJEP restringe e dificulta o objetivo de atingir o que vem proposto nos considerandos do diploma, para além de “boicotar” o acesso por parte de investidores que poderiam estar, de facto, interessados na celebração de um EP nos termos do RJEP. Dito isto, requer-se uma ampliação do número de entidades mutuantes elencadas no diploma dos EP.

Finalmente, não poderá deixar de se abordar um ponto que, crê-se, não se qualifica tanto como uma regra problematizante prevista no RJEP (visto não se tratar um problema do diploma em si), mas sim como uma questão a ser tida em conta, na medida em que configura uma restrição relevante para as instituições de crédito enquanto mutuantes.

Ora, quando estiver em causa, do lado do mutuante, uma instituição de crédito, importa ter presente uma relevante “barreira”¹²⁴ legal relativamente às participações detidas pela instituição de crédito no capital social de uma sociedade não financeira: é que nos termos do art. 101.º do RGICSF, uma instituição de crédito não pode deter, direta ou indiretamente, numa sociedade não financeira, por prazo superior a três anos, uma participação que lhe confira mais de 25% dos direitos de voto, correspondentes ao capital da sociedade participada¹²⁵. Este limite

¹²² À semelhança da lei portuguesa, o *article* L511-5 do CMF proíbe expressamente qualquer pessoa que não seja uma *établissement de crédit* ou uma *société de financement* de transacionar créditos *régulièrement* (“à titre habituel”), salvo algumas exceções previstas no *article* L511-6. Comparando com a letra da nossa lei, o escopo da proibição francesa afigura-se muito mais amplo e incerto, permitindo interpretações ainda mais restritivas – sobre esse termo infeliz e vago na lei francesa, cfr. DELMAS-MARSALET (2016), p. 4. Ainda assim, o *article* L511-6, n.º 6 do CMF permite expressamente que as entidades elegíveis para concederem os *prêts participatifs* concluam operações de crédito, nomeadamente, “outras sociedades comerciais” (“*les autres sociétés commerciales*”) (cfr. *article* L313-13), o que indica a intenção de o legislador francês demonstrar que os *prêts participatifs* não se enquadram no âmbito exclusivo da concessão de crédito *a título profissional* (como alguns grupos de trabalho em França propõem alterar o preceito) reservado às instituições de crédito e sociedades financeiras.

¹²³ Cfr. art. 6.º do RJEP.

¹²⁴ Ou, melhor dizendo, um *limite prudencial* – SILVA (2001), p. 265.

¹²⁵ Antes da revogação do art. 100.º do RGICSF, pelo DL n.º 157/2014, existiam outros dois limites prudenciais impostos às instituições de crédito, os quais estabeleciam (i) um limite máximo de detenção (direta ou indireta) de participação que não ultrapassasse os 15% dos fundos próprios da instituição de crédito em causa e (ii) o conjunto das participações qualificadas não financeiras não ultrapassasse 60% dos fundos próprios da instituição de crédito em causa. Para mais informações sobre esses dois limites que à época existiam, vide SILVA (2001), pp. 263 e 264.

de 25% não se encontra previsto na Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de março de 2000, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e ao seu exercício (“Directiva de Codificação Bancária”)¹²⁶. No entanto, como esta é uma Directiva mínima, os Estados-membros podem impor regras mais estritas. Essas regras são, por sua vez, “naturalmente inoponíveis a instituições de crédito (com participações não financeiras superiores a 25%) de outros Estados-membros que operem no nosso país ao abrigo da liberdade de estabelecimento (sucursais) ou da livre prestação de serviços”¹²⁷.

Importa referir que se encontra prevista no Anteprojeto do Código da Atividade Bancária¹²⁸ – o qual, uma vez em vigor, substituirá o RGICSF –, concretamente no art. 270.º, uma alteração do limite máximo de 25% para 20%, reduzindo ainda mais a percentagem de detenção de participação pelas instituições de crédito no capital social das empresas não financeiras. Dito por outras palavras, prevê-se no Anteprojeto do Código da Atividade Bancária um obstáculo ainda maior para as instituições de crédito mutuantes que, independentemente do valor do empréstimo, vão sempre deparar-se com aquele limite legal ao efetivarem a conversão em capital social, nos termos do art. 21.º do RJEP.

3.1.2. Remuneração

Resulta evidente que o indexamento (total ou parcial) da remuneração aos resultados do mutuário é um dos traços característicos dos EP – não vá o termo “participativos” levar qualquer leitor em erro. Assim, o facto de ser possível existir uma remuneração fixa¹²⁹ não permite, porém, que as partes acordem uma componente fixa igual ou superior à componente indexada, pois que tal defraudaria o espírito da lei e o próprio objetivo do DL de dar uma maior “maleabilidade” à parte mutuária (na grande maioria dos casos PME) que precisa de ter uma estabilidade de caixa e tesouraria para se manter viável financeiramente nos primeiros anos de atividade.

A respeito da capitalização dos juros, a alínea a) do art. 12.º do RJEP encontra-se em linha com o limite encontrado no art. 560.º do CC, o qual dispõe que “[s]ó podem ser capitalizados os juros correspondentes ao período mínimo de um ano”. O art. 12.º do RJEP,

¹²⁶ Disponível em EUR-Lex - 32000L0012 - PT (europa.eu).

¹²⁷ Cfr. SILVA (2001), p. 265.

¹²⁸ Disponível em Anexo I - Anteprojeto de Código da Atividade Bancária - Consulta Pública (bportugal.pt).

¹²⁹ Ao abrigo do art. 8.º, n.ºs 2 e 5 do RJEP que, como demonstra o n.º 5, se traduz numa taxa de juro, devida nos termos definidos no contrato.

que trata da contabilização dos juros, prevê na sua alínea c) uma possibilidade de estipular no contrato que o valor global do mesmo tenha uma taxa interna de rentabilidade mínima para o mutuante, o que pode ser uma opção interessante para reter valor na componente de juros, mas não deverá subverter a lógica da relevância de indexação da remuneração aos resultados.

Surge, assim, no RJEP, uma possibilidade de remuneração certa ao mutuante – que suporta o risco do financiamento (em particular, da remuneração) – que permitiria, ainda que residualmente, um retorno previsível do seu investimento. Não é isto, no entanto, o que parece resultar da letra da lei. Com efeito, quando olhamos para o art. 9.º do RJEP¹³⁰, que trata do pagamento da remuneração, este não parece diferenciar qual o tipo de remuneração em causa (seja a remuneração fixa, seja a remuneração variável). O n.º 1 do mesmo artigo diz, única e exclusivamente, que o mutuário deve proceder ao pagamento da remuneração (sem mais), caso este aufera resultados distribuíveis, o que leva a crer que o legislador não pretendeu obrigar o mutuário a pagar a taxa de juro passível de prejudicar a liquidez da empresa. Assim, a empresa devedora deve apenas pagar a taxa de juro nos mesmos termos que a remuneração variável, ou seja, apenas (e caso) aufera resultados distribuíveis. Dito de outra forma, não existindo lucros de exercício, ou, existindo, se os mesmos não forem distribuíveis¹³¹, o mutuário não poderá proceder ao pagamento da remuneração fixa estabelecida.

Para além dos juros, há igualmente que atentar na remuneração principal, i.e., a variável. Como explica MIGUEL BRITO BASTOS¹³², nos contratos comutativos, mais concretamente, nos contratos de mútuo – em que o mutuante é, em regra, remunerado através do juro pela disponibilização temporária do seu capital –, o ordenamento jurídico português dá vestígios de uma conceção dos juros como um rendimento injustificado¹³³, nomeadamente, na proibição do anatocismo (art. 569.º, n.º 1 do CC), nos limites à capitalização de juros (art. 560.º, n.º 2 do CC) e no regime dos juros usurários (art. 1146.º do CC). Acontece que o regime agora exposto é regulado pelo legislador sob a ótica de os juros serem a única remuneração do mutuante por ter disponibilizado o capital, mas, no caso de o empréstimo ter, para além do juro fixado, uma remuneração variável, diz o Autor que essas normas (relativas aos juros) “deverão ser analogicamente aplicadas à relação entre disponibilização do capital e remuneração

¹³⁰ Que aqui transcrevemos o seu n.º 1: “O mutuário procede ao pagamento da **remuneração caso este aufera**, nos termos previstos no contrato de empréstimo participativo ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida, **resultados distribuíveis**” (itálico e sublinhado nosso).

¹³¹ Cfr. o art. 11.º do RJEP.

¹³² Cfr. BASTOS (2015), pp. 165 e ss.

¹³³ A propósito da usura no Direito romano e as proibições judaica, canónica e corânica dos juros, e sobre a evolução lusófona do mútuo e dos juros, vide CORDEIRO (2018), pp.199 e ss. e pp. 211, respetivamente.

parciária”¹³⁴. Isto, somado com a *ratio legis* do RJEP, faz com que se deva ter em conta, aquando da celebração do contrato de EP, o valor a ser mutuado e o montante auferido pela empresa mutuária nos últimos anos, de forma a que as partes estabeleçam ou, melhor dizendo, que o mutuante decida (por ser, na maioria das vezes, a parte com maior poder de negociação) uma taxa razoável a ser indexada aos resultados do mutuário, sob pena de tangenciar, analogicamente, as regras agora analisadas.

3.1.3. Limites à remuneração e ao reembolso

Dispõe a alínea a) do art. 11.º do RJEP, a respeito dos limites à remuneração e ao reembolso, que não é permitido ao mutuário reembolsar ou pagar a remuneração ao mutuante quando, ao fazê-lo, o CP fique inferior à soma do capital social e das reservas. Questiona-se: estamos a falar de que tipo de reservas? Reservas livres, reservas legais, ou de ambas? O diploma não especifica. Indiscutível, porém, é o facto de que as reservas legais são sempre um limite-referência mínimo quando o mutuário analisa a sua obrigação de reembolsar e remunerar o mutuante, tendo em conta o espírito da lei e a intenção do legislador em proteger a liquidez da empresa que contrai o EP. Como fundamento do englobamento das reservas livres no limite previsto na alínea a) do art. 11.º do RJEP, poder-se-ia fazer valer do argumento de que as reservas livres se encontram expressamente mencionadas pelo legislador na alínea b) do mesmo artigo, a propósito da aplicação dos lucros de exercício pela sociedade mutuária para a cobertura de prejuízos transitados ou para formar reservas legais ou contratuais. No entanto, bem analisado, aquele argumento pode também ser usado em sentido contrário. Neste sentido, sempre se poderá dizer que é precisamente pelo facto de o legislador português (i) não ter especificado, para a alínea a) do art. 11.º do RJEP os tipos de reservas em causa, não obstante tê-lo feito para a alínea b) do mesmo artigo, e (ii) não ter remetido, à semelhança do que fez na alínea b), para os arts. 32.º e 33.º do CSC¹³⁵, que se deve concluir que não estão englobadas no limite previsto na alínea a) do artigo 11.º do RJEP, as “reservas que o contrato não permite distribuir”.

¹³⁴ Quanto ao termo *parciário*, adianta-se que o mesmo se refere às cláusulas que estabelecem a remuneração do mutuante em função dos lucros ou resultados a serem auferidos (ou não) pelo mutuário.

¹³⁵ O art. 32.º do CSC faz referência expressa à proibição de distribuição aos sócios bens da sociedade quando o capital próprio fique, com essa distribuição, inferior à soma do capital social e das reservas legais e livres que estejam estipuladas no contrato, enquanto que o art. 33.º diz, de forma semelhante à alínea b) do art. 11.º do RJEP, que não podem ser distribuídos os lucros de exercício quando sejam necessários para cobrir prejuízos transitados ou para formar ou reconstituir reservas legais ou livres.

Acresce que um tal entendimento poderia resultar numa negligência dos interesses do mutuante, os quais, ainda que não se assumam, na esfera do legislador, como interesses principais, também devem ser atendidos e tutelados – como, aliás, ocorre por vezes ao longo do diploma, e de que é exemplo o art. 13.º, sobre o qual já se discorreu. Reitera-se, aqui, a necessidade de encontrar, no âmbito do DL, o equilíbrio ideal entre, por um lado, os interesses do mutuário, que precisa do financiamento para a promoção da sua atividade, e, por outro lado, os interesses do mutuante, designadamente o interesse em reaver o seu investimento, ainda que sob termos mais condicionados do que nos empréstimos típicos.

Assim, crê-se prudente adotar uma interpretação restritiva do conceito de “reservas”, previsto na alínea a) do artigo 11.º do RJEP, e, nessa medida, concluir que o mesmo engloba apenas as reservas legais¹³⁶. Uma solução diferente não só subverteria a lógica do diploma de permitir a viabilidade financeira das empresas, evitando o sobreendividamento, como também originaria a possibilidade de os mutuários contornarem/adiarem a sua obrigação de reembolso e remuneração à entidade mutuante – o art. 13.º do RJEP não impede que mutuário altere os valores relativos às reservas livres. Assim, bastaria aumentar significativamente o montante das reservas contratuais, para que, consoante o valor a ser pago ao mutuante, fosse acionada, no momento do pagamento, a alínea b) do art.11.º do RJEP.

3.1.4. Conversão

Transitando para um aspeto de especial relevância no RJEP, a conversão do empréstimo ou dos títulos representativos de dívida em capital social apresenta-se como um processo moroso e complexo. Olhando à letra do diploma dos EP¹³⁷, o mutuante só terá a possibilidade de proceder à proposta de conversão, nomeadamente, quando “o mutuário não haja pago a remuneração devida durante mais de 12 meses, seguidos ou interpolados, em determinado período fixado no contrato ou nas condições de emissão dos títulos representativos de

¹³⁶ Como diz DIOGO PESSOA, numa posição com que concordamos: “*Article 11.º, a) says that no payment or reimbursement can be made if, after such payment, the equity falls below the sum of share capital plus reserves. A question arises. Which reserves? All of them? If so, why? Or just the non-distributable reserves? Why can't the reimbursement be paid at the cost of free reserves? We think that the only logical interpretation requires a restrictive understanding, therefore reading non-distributable reserves*” – PESSOA (2022), p. 2.

¹³⁷ Cfr. arts. 14.º a 20.º do RJEP. Em particular, para o argumento em questão, os arts. 14.º e 15.º do RJEP.

dívida”¹³⁸. Usar-se-á, então, para efeitos comparativos, o caso dos títulos representativos de dívida do RJEP¹³⁹.

Quando se analisa o regime dos títulos representativos de dívida previsto no diploma dos EP, por comparação com outros regimes de títulos representativos de dívida que vigoram no ordenamento jurídico português, concluímos que o legislador demonstra uma certa desconexão com a realidade prática-jurídica. A propósito da deliberação (por parte dos acionistas da emitente) de emissão de obrigações convertíveis em ações^{140/141}, é possível, olhando ao disposto no art. 366.º do CSC, concretamente, no seu n.º 2 – que refere que a proposta de deliberação de emissão de obrigações deve indicar especificamente as bases e os termos da conversão –, perceber a vantagem/eficiência deste regime em comparação com o RJEP. Ao contrário deste último, aquele confere uma liberdade de estipulação contratual pelas partes relativamente ao conteúdo, prazo e termos da conversão da obrigação em capital social do emitente, ou seja, as partes podem acordar o tempo e condições necessárias para que o credor obrigacionista possa converter as obrigações que subscreveu em ações da empresa emitente. É, portanto, flagrante a diferença entre os dois regimes ao nível da conceção daquele que é o lapso temporal necessário para que o mutuante possa acionar a conversão do mútuo em capital social. De tal forma que se crê ser imperioso, em nome da celeridade e da autonomia negocial das partes, reformular o artigo 14.º do RJEP. Crê-se, mesmo, que em eventual caso de reforma do regime o legislador deve ir na esteira do regime estabelecido no CSC para emissão de obrigações convertíveis em ações.

À morosidade do processo de conversão acresce a sua complexidade – mais um obstáculo à sua adesão na prática comercial. É que ultrapassada a questão da verificação de algum dos pressupostos exigidos para requerer a conversão do EP em capital social da empresa mutuária, vem o art. 15.º do RJEP tratar da proposta de conversão em capital social.

¹³⁸ O art. 14º do RJEP elenca todas as possibilidades para a conversão.

¹³⁹ Aqui é indiferente tratar-se de títulos representativos de dívida ou tipos contratuais, já que o objetivo é comparar criticamente o regime do diploma com outros instrumentos já conhecidos, pelo que se escolhe o primeiro por proximidade com o regime das obrigações.

¹⁴⁰ Ao abrigo do princípio geral da liberdade de conformação do conteúdo obrigacionista consagrado no art. 360.º do CSC, uma das diferentes modalidades que as obrigações podem revestir são as *obrigações convertíveis em ações* (cfr. arts. 360.º e ss do CSC, em especial, arts. 360.º, n.º 1, alínea c), 365.º e 366.º do CSC); títulos representativos de dívida cujos conteúdos permitem atribuir à parte investidora/financiadora a possibilidade de, se for assim acordado entre as partes, converter o valor em falta em capital social da sociedade emitente das obrigações - lá está, o art. 366.º do CSC dá enorme liberdade de estipulação contratual às partes.

¹⁴¹ “As obrigações convertíveis em acção são uma forma de recolha de capitais que proporciona um certo aliciamento para os investidores, uma vez mantêm a segurança da restituição do capital mutuado, se assim quiserem, com a faculdade de converterem a relação de mútuo em societária” – ALMEIDA (2022), pp. 69 e ss.

O n.º 2 do art. 15.º estabelece um regime supletivo nos termos do qual – no silêncio do contrato de sociedade, ou não sendo autorizado, nos termos do art. 366.º do CSC¹⁴², estabelecer no contrato que o mutuante tem um direito potestativo à conversão do empréstimo participativo em capital social do mutuário, nas circunstâncias e nos termos definidos expressamente pelas partes –, o mutuante apresentará uma proposta de conversão que incluirá, nomeadamente, (i) o conteúdo concreto da operação, (ii) o montante do aumento de capital social a subscrever pelo mutuante mediante a conversão e (iii) o projeto de alteração dos estatutos da sociedade¹⁴³. Posteriormente, uma vez feita a proposta de conversão pelo mutuante e enviada ao mutuário, este deverá convocar *imediatamente*¹⁴⁴ uma AG com o objetivo de aprovar ou recusar as deliberações na referida proposta¹⁴⁵. Ora, ao comparar este regime com o regime das obrigações convertíveis¹⁴⁶, percebe-se a existência, no primeiro, de uma duplicação ineficiente do processo societário na conversão dos EP, ao ter de fazer preceder a conversão *per se* de uma proposta de conversão pelo mutuante, seguida de uma deliberação da AG do mutuário (nos termos do art. 18.º). Adicionalmente, quer se fale nos EP sob a forma de títulos representativos de dívida, quer se refira aos EP sob a forma de mútuo, o direito de preferência¹⁴⁷ sempre deveria ser acolhido ou suprimido no momento da emissão do título e não, como previsto no diploma dos EP, na fase da conversão¹⁴⁸.

Todavia, em alternativa ao regime supletivo estabelecido no n.º 2 do artigo 15.º do RJEP, vem o n.º 4 do mesmo artigo estabelecer que “se tal for permitido pelo contrato de sociedade do mutuário ou autorizado nos termos do disposto no artigo 366.º do Código das Sociedades

¹⁴² “(...) ou seja, a deliberação deverá ser tomada pela maioria prevista no contrato de sociedade, sendo certo que não poderá ser inferior à exigida para a deliberação de aumento de capital por novas entradas” – BOURA (2022), p. 136.

¹⁴³ Sem prejuízo de o RJEP ter diferentes requisitos para a conversão, este e outros preceitos são em grande medida retirados do RJCCC (p. ex., o art. 3.º, n.ºs 7, 8 e 10, a propósito da redução prévia do capital social e da proposta de conversão pelos credores da sociedade em causa). Sobre a deliberação dos sócios, eventual suprimimento judicial e aquisição subsequente do capital (art. 18.º, n.º 3 do RJEP) e as questões que daí derivam, nomeadamente, a (in)constitucionalidade da redução prévia do capital social, transformação da sociedade e exclusão de sócios, *vide* DINIS e CORDAS (2019), pp. 56-60, DOMINGUES (2019), pp. 85 e ss e GUINÉ (2018), pp. 287 - 317.

¹⁴⁴ O termo demonstra a urgência sentida pelo legislador na matéria. No entanto, parece ser razoável a avaliação prévia (nem que seja de um ponto de vista meramente formal) que os requisitos se encontram preenchidos antes da sua convocação. E, numa situação concreta duvidosa, transporta-se para o RJEP o que nos diz ORLANDO GUINÉ, a respeito do RJCCC: “convocando assim a assembleia [quem tenha a legitimidade], mas transmitindo aos sócios as dúvidas ou questões resultantes dessa avaliação, deixando a estes o papel de soberanamente decidir”, podendo haver situações extremas que nem sequer justifiquem a convocação – GUINÉ (2018), p. 309.

¹⁴⁵ Em sintonia com o supracitado a propósito do quórum a existir aquando da celebração do contrato de EP, ORLANDO GUINÉ refere, a propósito da deliberação de aprovação ou recusa da conversão pelos sócios, a exigência de uma maioria idêntica à que o CSC impõe para as alterações estatutárias - GUINÉ (2018), p. 309.

¹⁴⁶ Cfr. em especial os arts. 365.º a 367.º do CSC.

¹⁴⁷ Sobre o direito de preferência e o valor pelo qual é feita a eventual amortização (no caso de ser exercido pelos sócios), *vide* GUINÉ (2018), pp. 307 e 308.

¹⁴⁸ Estabelecido no art. 19.º do RJEP.

Comerciais, com as necessárias adaptações” podem as partes estabelecer um direito potestativo à conversão do EP, nas circunstâncias e nos termos por si expressamente definidos. Demonstrada a complexidade do regime supletivo (n.º 2 do artigo 15.º do RJEP), parece notório que a opção mais simplificada para as partes será esta última (n.º 4 do artigo 15.º do RJEP), que faz depender a conversão dos termos contratualmente acordados.

Finalmente, dar aqui nota de que a proposta de conversão não tem efeito suspensivo da obrigação do mutuário de pagar o crédito devido, pelo que este pode sempre reembolsar e remunerar o mutuante nos termos contratados e, com isso, fazer com que não se verifiquem os pressupostos previstos nas alíneas a) e b) do artigo 14.º do RJEP¹⁴⁹, relacionados com o lapso temporal necessário para que o mutuante possa acionar a conversão do mútuo em capital social.

3.1.5. Âmbito de aplicação do RJEP

Urge atentar numa última questão: com a entrada em vigor do RJEP, passarão todos os contratos cujo conteúdo remeta para os EP a ser obrigatoriamente regulados pelas regras daquele diploma?

Como melhor se detalhará no ponto 3.2, adiante, encontram-se já difundidos no mercado, e são já conhecidos pela doutrina nacional, tipos contratuais nos quais o retorno remuneratório do mutuante depende dos resultados do mutuário, para além de serem (em alguns casos) considerados instrumentos de CP. A autonomia privada já previa e permitia aqueles tipos de contratos (com mais ou menos semelhanças entre si). De tal modo que é possível questionar se o regime dos EP é de imperativa aplicação e se sobrepõe à liberdade contratual – com enfoque nas liberdades de estipulação e de escolha das partes¹⁵⁰ –, ou se, pelo contrário, a eventual aplicação a um contrato de conteúdo distinto das normas previstas no diploma se traduziria numa mera, e possível, escolha pela não aplicação do regime dos EP ao contrato em questão.

Ora, resulta claro, à luz do disposto no n.º 3 do art. 2.º do RJEP, que as regras do diploma apenas serão aplicadas caso as partes mencionem expressamente a sujeição do contrato ou emissão dos títulos em causa ao RJEP. O objetivo do legislador português foi o de viabilizar uma alternativa às formas de financiamento já existentes, com a inovação, adiante mais bem detalhada, de poder converter o montante não pago pelo mutuário em capital social. Com efeito,

¹⁴⁹ Já em relação à alínea c) do preceito, levanta-se a questão de saber se não deverá ser sanado o pressuposto antes dos 12 meses ou, diferentemente, se se poderá sanar o mesmo já tendo sido feita a proposta de conversão.

¹⁵⁰ Ao abrigo do art. 405.º do CC.

não parece ter sido intenção do legislador português impor o RJEP como único meio recorrível. Assim, crê-se que quando as partes, ao celebrarem o contrato, não mencionem expressamente a sujeição ao regime jurídico dos EP, a consequência será apenas o afastamento daquele regime¹⁵¹, mantendo-se o contrato válido nos termos gerais do direito e ao abrigo da liberdade contratual, com as devidas ressalvas legais, designadamente, consoante o caso concreto, a natureza profissional do agente económico.

3.2. Recondutibilidade do empréstimo participativo a tipos contratuais anteriores

“Como qualificar um contrato pelo qual um comerciante recebe de outra pessoa uma quantia monetária, com vista a usá-la na sua atividade profissional, obrigando-se a pagar o dobro num certo lapso de tempo?”¹⁵²

A indagação feita por RUI PINTO DUARTE mantém-se pertinente e oportuna perante a figura dos EP: qual é, juridicamente, a natureza dos EP? Um mútuo? Um mútuo parcíario? Uma associação em participação? Por mais que a letra do RJEP refira expressamente a figura do mútuo, resulta, do exposto até ao momento, que não é certo que não haja uma outra figura jurídica com características e pressupostos mais próximos do regime encontrado no diploma de 11 de janeiro de 2022.

Tendo analisado o regime plasmado no diploma dos EP e as suas regras problematizantes, proceder-se-á, num último ponto, a uma exposição de tipos contratuais que, ao abrigo da autonomia privada, eram já celebrados no intuito de, à semelhança do que acontece com o RJEP, permitirem ao “investidor” participar nos resultados da atividade prosseguida pela pessoa (singular ou coletiva) “investida”, para, de seguida, reconduzir alguma(s) dessa(s) figura(s) ao regime dos EP.

Olhando para o RJEP, está-se diante de um contrato em que, de um lado, uma sociedade comercial (não financeira) prossegue a sua atividade económica e, do outro lado, uma outra entidade (das elencadas do art. 3.º do RJEP) financia aquela, fazendo depender a sua remuneração e reembolso dos resultados da atividade da mesma. Ora, perante esta definição, salta imediatamente à mente um negócio jurídico com características convergentes à enunciadas: o *contrato parcíario*.

¹⁵¹ O que não quer dizer que não se possa fazer *cherry picking* das regras que as partes entenderem como interessantes para estipularem no contrato, ao abrigo da autonomia privada.

¹⁵² Cfr. DUARTE (2022), p. 676.

Os contratos parciários são contratos em que há um "negócio jurídico em que um sujeito se compromete a realizar certa prestação em troca de uma qualquer participação nos lucros que a contraparte obtenha em consequência dessa prestação – *rectius*, da actividade de aproveitamento, exploração ou «rendibilização» dessa prestação (...)”^{153/154}, i.e., em que se determina a contrapartida dessa prestação mediante a atribuição de um direito de participar nos lucros frutos dessa referida actividade. Quanto à prestação em si (que seria a do mutuante¹⁵⁵), esta pode ser de qualquer tipo¹⁵⁶ – próprias dos contratos comutativos¹⁵⁷ –, configurando prestações típicas ou essenciais de outros contratos típicos (como compra e venda, locação, mútuo, etc.)¹⁵⁸. Os contratos parciários são cada vez mais utilizados no tráfego comercial, nos quais se apõe num contrato a chamada “cláusula parciária”^{159/160}. Assim, em qualquer contrato parciário “há um capital fornecido [nomeadamente, dinheiro emprestado] ou serviço prestado, que outro sujeito utiliza e rentabiliza, gerando lucros (...)”¹⁶¹. Neste tipo de contrato, o sujeito que fornece o capital ou presta o serviço tem todo o interesse na maximização da actividade económica do sujeito investido, já que lhe caberá a parcela de lucro correspondente à sua participação¹⁶².

Com essa natureza “mista”¹⁶³ - em que, por um lado, há elementos do contrato de sociedade, ao retribuir mediante participação nos lucros, e, por outro, há elementos desse outro

¹⁵³ Cfr. COELHO (2014), pp. 279 e 280.

¹⁵⁴ Exemplos de negócios parciários são os casos das parcerias agrícola, pecuária, marítima e da associação à quota – cfr. CUNHA (2021), p. 320.

¹⁵⁵ Ou, como diz FRANCISCO COELHO, o parceiro “passivo”, em contraposição com o parceiro “activo”, que prossegue a actividade geradora dos lucros – COELHO (2014), pp. 279 e 280.

¹⁵⁶ Entrega de coisa fungível, transferência de propriedade ou uso da coisa, prestação de serviço, etc.

¹⁵⁷ Aqueles “(...) em que um sujeito realiza uma dada prestação mediante uma retribuição que seja dada à sua retribuição *previamente determinada*, mantendo-se *afastado* da utilização ou da rentabilização que seja dada à sua prestação ou ao objecto desta” – COELHO (2014), p. 283.

¹⁵⁸ Ou seja, é um negócio de troca (quanto à causa) com uma prestação certa de um lado (p. ex., do mutuante) e de outro lado uma prestação indeterminada (e determinável) com base nos resultados da actividade (p. ex., do mutuário), sendo um negócio *per relationem* e um *negócio aleatório*.

¹⁵⁹ Isto é, a cláusula em que se estabelece o direito de participação nos lucros (ou também nas perdas).

¹⁶⁰ A título de exemplo (interessante), *vide* arts. 1121.º a 1128.º do CC a propósito do contrato de parceria pecuária, em que há uma locação produtiva: ou seja, o locatário [parceiro pensador] cria, pensa e vigia o(s) animal(is) entregues pelo locador [parceiro proprietário], com vista a repartirem os lucros (em certa proporção) entre si. MENEZES CORDEIRO refere a semelhança com o disposto no art. 980.º CC, a propósito do contrato de sociedade e a repartição dos lucros, distinguindo, no entanto, por não haver propriamente o exercício em comum de uma certa actividade económica – CORDEIRO (2018), pp. 35 e ss.

¹⁶¹ Cfr. COELHO (2014), pp. 281 e 282.

¹⁶² Cfr. PINHEIRO (2003), p. 159, a propósito de outros contratos que, não sendo tradicionalmente inseridos na noção de negócio parciário, preveem uma atribuição patrimonial (ou conjunto de atribuições patrimoniais) remunerada em função dos resultados obtidos.

¹⁶³ Para FRANCISCO COELHO, não se está diante de um contrato misto *em sentido estrito*, como defende grande parte da doutrina germânica, mas sim diante de um contrato misto dotado de “*configuração própria*”, em que “a uma prestação «principal» correspondente a determinado tipo contratual contrapor-se-ia uma *contraprestação* correspondente à *forma de retribuição* típica do contrato de sociedade (a participação nos lucros) (...) [e,] por outro lado, o contrato parciário (...) representa uma categoria de algum modo *intermédia* entre o *puro* contrato

tipo contratual com a prestação (dentro das possíveis) a realizar pelo contraente -, as normas de um e de outro tipo contratual concorrem na determinação do regime do concreto contrato parciário em causa.

3.2.1. Associação em participação¹⁶⁴

A associação em participação¹⁶⁵ pode ser definida como um “contrato¹⁶⁶ pelo qual alguém [associado] se associa a outrem que exerce uma actividade económica [associante], obrigando-se a contribuir para essa actividade com uma prestação de natureza patrimonial e ficando, em contrapartida, a comungar nos resultados da mesma actividade”^{167/168}. Como explicam alguns Autores¹⁶⁹, nomeadamente JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, esta figura “tem a si subjacente uma enorme gama de *finalidades* possíveis, mormente a realização de investimentos e financiamentos rápidos e simples (desprovidos de formalidades especiais) e a preservação do secretismo negocial (mantendo oculta a identidade do partícipe)”¹⁷⁰. Refira-se que a associação em participação não envolve a criação de um novo ente jurídico e que nem sempre é uma forma de cooperação entre as empresas, visto que o associado pode ser um investidor que não exerça uma actividade comercial, ao invés de uma empresa. Certo é que o associante será sempre um comerciante¹⁷¹ – a associação como um negócio jurídico comercial –, antes de mais pela

comutativo (...) e o *puro contrato societário (...)*” – COELHO, (2014), p. 283. LUÍS DE LIMA PINHEIRO diferencia consoante se entenda que a cláusula parciária é elemento característico, designadamente, do contrato (típico) de sociedade ou não - só podendo falar de um contrato misto caso se conclua ser um elemento característico do mesmo. Noutros casos, como é o caso da parceria pecuária, ainda que haja elementos de outros contratos, é ele próprio um contrato típico. Defendendo ser o contrato parciário uma forma de transição entre o contrato de cooperação e o contrato comutativo (com maior pendor para este último, em relação à sua estrutura obrigacional), *vide* PINHEIRO (2003), pp. 159 e ss.

¹⁶⁴ Sabe-se da discussão pela doutrina nacional e internacional acerca da recondução (ou não) da associação em participação aos negócios parciários ou às sociedades – veja, por exemplo, VENTURA (1969), pp. 84 e 85, ao enquadrar os negócios parciários como negócios comutativos e afastar a associação em participação dos negócios parciários pelo facto de aquela ter o elemento “fim comum”, e DUARTE (2010), p. 149. Todavia, tendo conta que o objetivo deste subcapítulo é o de apenas encontrar um tipo contratual reconduzível aos EP, não será desenvolvida a temática da natureza jurídica da associação em participação.

¹⁶⁵ Ou, como era designado pelo Código Comercial de 1888, “conta em participação”.

¹⁶⁶ Negócio jurídico bilateral – o que já a distingue, p. ex., do contrato de sociedade.

¹⁶⁷ Cfr. DUARTE (2010), p. 144.

¹⁶⁸ A associação estabelece relações jurídicas entre o sócio e o associado, mas não entre o associado e a sociedade da qual faz parte aquele sócio. Em linha com alguma doutrina alemã e italiana, RAÚL VENTURA defende que a associação em participação se diferencia da associação à quota, nomeadamente, pelo facto de a primeira ter por objeto uma empresa comercial em sentido lato, ao passo que a segunda tem por objeto “a participação do associante numa sociedade”. Para mais pontos comparativos entre as duas figuras, cfr. VENTURA (1968), pp. 56-61.

¹⁶⁹ Cfr. CUNHA (2021), p. 317, CORREIA (1994), pp. 218 e ss e CORREIA (2018), p. 194.

¹⁷⁰ Cfr. ANTUNES (2009), pp. 406 e 407.

¹⁷¹ O “[c]omerciantes é quem, enquadrando-se numa das duas categorias do art. 13.º, seja titular de uma empresa que exerça uma das actividades comerciais, tais como as qualificam o art. 230.º do Código Comercial e as demais disposições avulsas que caracterizam e englobam no direito comercial certas actividades económicas” – CORREIA

expressa qualificação do associante como tal¹⁷². Quando falamos do associado, o DL n.º 231/81, de 28 de julho, que regula o Regime do Consórcio e a Associação em Participação, não prevê qualquer regulação sobre aquele. Não obstante, antes da entrada em vigor do referido diploma, dispunha da seguinte forma o, até então, art. 225.º do Código Comercial (agora revogado): “a conta em participação [leia-se, associação em participação] pode formar-se entre um comerciante ou outra pessoa não comerciante, não podendo, porém, esta celebrar as transacções”^{173/174}. Ora, nos termos do RJEP, o mutuário (leia-se, pseudo associante) deve ser uma sociedade comercial (do setor não financeiro), pelo que um comerciante individual não se configura como entidade habilitada para o efeito, e o mutuante (leia-se, pseudo associado) deve ser uma das entidades que estejam habilitadas à concessão de crédito a título profissional, pelo que um investidor pessoa singular, por exemplo, está, desde logo, descartado enquanto parte elegível.

Na celebração de um contrato de associação em participação existe liberdade de forma, salvo se a natureza dos bens com que o associado contribuir exigir forma especial, nos termos do art. 23.º, n.º 1 do DL n.º 231/81. Comparativamente, o art. 4.º do RJEP estabelece que os EP sob a forma de mútuo são celebrados por escrito e os realizados através de emissão de títulos representativos de dívida seguem o regime aplicável à emissão de valores mobiliários. Na associação em participação, diferentemente do que acontece nos EP, o associado, em regra, *participa* nas perdas resultantes do exercício da atividade económica do associante. Já o mutuante nos EP, apenas se vê no risco de perder o montante que empresta ao mutuário¹⁷⁵. No entanto, sempre se diga que partes num contrato de associação em participação podem, ao abrigo de uma cláusula contratual, reduzida a escrito¹⁷⁶, excluir o associado das perdas resultantes do exercício da atividade económica do associante e da cláusula que lhe atribua

(2018), p. 76. Importante notar também que “*é comerciante a pessoa que exerce pessoalmente e a título profissional o comércio ou em cujo nome ele é exercido*” – ABREU (2022), pp. 105 e ss.

¹⁷² Cfr. art. 21.º do DL n.º 231/81. Não só em Portugal, mas também em Espanha (art. 239.º e ss. do Código de Comércio) e na Alemanha (§ 230 e ss. do HGB) o associante é qualificado como comerciante. E, como acrescenta ENGRÁCIA ANTUNES, a lei estabelece uma noção ampla de associante, pelo que pode parecer vir a enquadrar (ainda que de forma marginal), “qualquer indivíduo que exerça uma atividade económica, ainda que de forma não profissional ou fora do quadro de uma organização empresarial (cf., todavia, art. 25.º, n.º 6)” – ANTUNES (2022), p. 409.

¹⁷³ De notar, porém, que este art. 225.º não era pacífico, com a jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça já tendo decidido em sentido contrário, como é o caso do acórdão de 18 de julho de 1933, ano 47, pág. 238, cuja sentença estabelecia que “se o sócio ostensivo não era comerciante, ficou-o sendo desde o início até ao fim da associação”. Para mais informações, *vide* VENTURA (1969), p. 98.

¹⁷⁴ Podendo ser um ou vários (associações plurais). Deverá, contudo, preencher o requisito de comerciante nos casos de associações recíprocas.

¹⁷⁵ Como mostra a regra do art. 25.º, n.º 1 do DL n.º 231/81.

¹⁷⁶ Cfr. art. 23.º, n.º 2 do DL n.º 231/81.

responsabilidade ilimitada nas mesmas perdas. Acresce que, tal como acontece com os EP¹⁷⁷, a associação em participação não está sujeita a qualquer tipo de registo¹⁷⁸.

Na associação em participação, a prestação do associado abrange contribuições das mais variadas espécies, com o pressuposto último de revestirem natureza patrimonial¹⁷⁹. Assim sendo, poderá estar em causa, designadamente, dinheiro, bens¹⁸⁰ ou até mesmo a prestação de um serviço¹⁸¹. Já o regime do mútuo, previsto no CC, apenas se refere a dinheiro ou coisa fungível¹⁸² enquanto contribuições do mutuante, pelo que a entrega de bens não fungíveis ou a prestação de um serviço estariam afastadas. Estando em causa uma contribuição através de bens, poder-se-á estar perante a transferência, para o associante, do direito de propriedade sobre os mesmos ou perante a mera atribuição, ao associante, do uso ou fruição dos bens, podendo o associado, nesta última opção, manter o direito de propriedade na sua esfera jurídica e reivindicá-lo de terceiros¹⁸³. Em suma, na associação em participação, um direito, seja qual for, deve ingressar no património do associante, estabelecendo-se por referência ao direito transmitido um valor monetário¹⁸⁴. Quanto aos lucros, eles são de repartição obrigatória com o associado num contrato de associação em participação. As partes têm a liberdade de estabelecer, tanto para o lucro, como para a perda, um regime próprio, resultante de convenção expressa ou das circunstâncias do contrato¹⁸⁵. Do lado do associante, o art. 26.º do DL n.º 231/81 refere que o associante tem o dever de, nomeadamente, prosseguir de forma normal a atividade da forma como fazia antes do contrato ser celebrado¹⁸⁶, prestar informações justificadas consoante o caso concreto ao associado¹⁸⁷ e não concorrer participando em atividades concorrentes com a da empresa associada. Além disso, o associante está obrigado a

¹⁷⁷ Não obstante o entendimento de sujeitar os EP ao registo comercial, já previamente abordado.

¹⁷⁸ Neste sentido RUI PINTO DUARTE refere que “(...) não dando lugar a uma nova entidade jurídica, não há qualquer razão que imponha o registo do contrato” – DUARTE (2010), p. 146.

¹⁷⁹ Cfr. art. 24.º, n.º 1 do DL n.º 231/81.

¹⁸⁰ A título de exemplo de contribuições de *bens*, temos “o contrato de fornecimento com cláusulas e condições tais que signifique uma vantagem para o associante (...); créditos do associado sobre o associante, que muda de título, passando a constituir contribuições para a associação (...); a assunção por parte do associado duma dívida do associante para com terceiro; a abertura de crédito do associado a favor do associante; a prestação de garantia real ou pessoal a um débito do associante; a remissão dum crédito do associado sobre o associante (...)” – VENTURA (1969), pp. 113 e 114.

¹⁸¹ Cfr. VENTURA (1969), pp. 116 e 117.

¹⁸² Cfr. art. 1142.º do CC.

¹⁸³ E, nessa linha, o direito de propriedade está ao alcance de pretensões executivas dos credores do *associado*, e não pode o associante alienar o bem, sob pena de estar a alienar algo que não tem o direito de propriedade sobre. Para mais informações, *vide* VENTURA (1969), p. 115.

¹⁸⁴ Cfr. art. 24.º, n.º 1 e 4 do DL n.º 231/81.

¹⁸⁵ Cfr. art. 25.º, n.º 1 do DL n.º 231/81.

¹⁸⁶ Não colocando, assim, “em cheque bases essenciais da associação” – ANTUNES (2009), p. 411.

¹⁸⁷ O art. 17.º do RJEP consagra o dever de prestar informações ao mutuante.

prestar contas nas épocas legais ou contratualmente fixadas¹⁸⁸. Por fim, a associação pode vir a extinguir-se, entre outros, pelos factos (extintivos) previstos no contrato¹⁸⁹, pela completa realização do seu objeto ou impossibilidade de realização do mesmo¹⁹⁰ e, pela confusão das posições de associante e associado¹⁹¹ – confusão esta que não se concebe suceder no âmbito dos EP, tendo em conta a clara divisão entre credor e devedor da relação contratual.

Ora, numa primeira análise, vê-se que (i) as partes elegíveis para celebrar um e outro tipo de contrato não são idênticas, (ii) diferentemente do que acontece no EP, na associação em participação o associado pode participar nas perdas; (iii) na associação em participação o associante tem obrigação de não concorrência com o associado e (iii) o objeto possível no caso dos EP é mais limitado do que o objeto possível no caso do contrato de associação em participação¹⁹².

Resulta também claro que na associação em participação o objetivo é que o associado invista na *atividade* do associante – que, como diz PAULO OLAVO CUNHA, é o que “dá a cara”¹⁹³ –, participando depois nos resultados por este obtidos. Adiantando o que será dito adiante a propósito do mútuo parciário¹⁹⁴, a doutrina alemã¹⁹⁵ diferencia o mútuo parciário da associação em participação através do *animus contrahendae societatis*, ou seja, a vontade dos contraentes em realizarem um fim comum¹⁹⁶. Caso haja esse *animus*, estamos perante uma associação em participação (*stille Gesellschaft*), caso contrário, i.e., caso se trate de uma simples situação de investimento financeiro, em que temos, de um lado, um credor e, do outro lado, um devedor, numa relação puramente creditícia (sem “*teor societário*”), então estamos diante de um mútuo parciário¹⁹⁷. Se se olhar com base nesse entendimento, ao analisar as partes elegíveis pelo diploma dos EP, somado às finalidades exemplificadas no diploma do RJEP¹⁹⁸ (financiamento

¹⁸⁸ Cfr. art. 31.º, n.º 1 do DL n.º 231/81. Sendo associante uma sociedade comercial, vigora o prazo de apresentação das contas à assembleia geral (n.º 2 do mesmo artigo).

¹⁸⁹ Cfr. art. 29.º, n.º 1 do DL n.º 231/81.

¹⁹⁰ Cfr. art. 27.º, alíneas a) e b) do DL n.º 231/81.

¹⁹¹ Cfr. art. 27.º, alínea e) do DL n.º 231/81.

¹⁹² Reconhece-se, ainda assim, que grande parte das regras do DL n.º 231/81 são supletivas e que o facto de o DL n.º 231/81 abranger um âmbito de aplicação maior do que o âmbito dos EP não impede a recondução das características dos EP ao escopo do referido DL.

¹⁹³ Cfr. CUNHA (2021), p. 317.

¹⁹⁴ A propósito das distinções em relação mútuo parciário (quando referente aos lucros de uma quota), *vide* VENTURA (1968), pp. 68 e 69.

¹⁹⁵ Sobre a doutrina alemã, *vide* Duarte (2022), p. 678, nota 47.

¹⁹⁶ Fim comum que é afastado quando o contrato afasta a partilha da perda pelo associado, que volta, portanto, a dificultar a diferenciação de ambos para grande parte da doutrina.

¹⁹⁷ Para mais, *vide* VENTURA (1968), p. 87.

¹⁹⁸ No seu art. 5.º.

e reforço de caixa), concluir-se-ia que o RJEP não reconduz a um carácter *associativo*¹⁹⁹ dos empréstimos a serem concedidos, mas tão só a perspetivação de um lucro maior do que aquele que seria obtido através do recurso aos tradicionais juros fixos e de uma eventual (financeira e estratégica) conversão no capital social do mutuário. O regime da associação em participação tem a tal vertente jussocietária²⁰⁰, uma vez que o associante tem de cumprir, nos termos do disposto no art. 26.º do DL n.º 231/81, com uma série de deveres relativos à forma de gerência da sua atividade – olhe-se, neste particular, ao disposto na alínea b) daquele artigo, que obriga o associante a continuar com a sua atividade tal com o fazia antes da celebração do negócio²⁰¹.

3.2.2. Mútuo parciário

O mútuo parciário^{202/203}, como o próprio nome indica, encontra-se dentro dos contratos parciários, cuja definição foi já adiantada. Nestes, os contraentes podem estabelecer uma retribuição (no caso dos EP, chamada de remuneração) que seja em parte “constituída pela forma comum (comutativa) de retribuição (...) e noutra parte constituída por aquela participação nos resultados (...)” – como no caso do mútuo parciário, já que a sua retribuição seria “igualmente constituída por uma parcela fixa (juro) e uma parcela variável (o lucro obtido pelo “investimento” do montante “mutuado”)²⁰⁴. Sendo utilizado para diferentes tipos de negócio²⁰⁵, o mútuo parciário é um subtipo de contrato de mútuo no qual se estabelece uma cláusula em que a remuneração do mutuante é indexada aos lucros (ou outros resultados patrimoniais positivos) gerados pela empresa mutuária.

¹⁹⁹ Muito embora o associado aja em *nome próprio* aquando da conclusão dos negócios jurídicos – mesmo dentro do escopo das atividades englobadas nos interesses do partícipe (cfr. CORREIA (1994), p. 219) –, como reforça PAULO OLAVO CUNHA, está em causa um contrato que reveste, por um lado, natureza negocial, mas simultaneamente associativa, “de partilha de esforços, para realizar uma determinada atividade de carácter económico”, o que a enquadra na categoria de contratos associativos – CUNHA (2021), p. 320.

²⁰⁰ Quando a doutrina alemã compara o mútuo parciário com a associação em participação chega a essa conclusão. Para mais informações sobre a natureza societária da associação em participação, vide DUARTE (2022), p. 676, nota 47.

²⁰¹ Acredita-se que isto é diferente do interesse do mutuante na administração ou fiscalização da atividade do mutuário, visto que estes últimos se apresentam como *direitos correlativos* (como lhes chama RAÚL VENTURA; *Kontrollrechte*, na doutrina alemã), são limitados e não de escopo obrigacional-impositivo, como acontece com os deveres do associante oriundos do contrato de associação em participação.

²⁰² No direito estrangeiro, as expressões *partiarische Darlehen*, *mutuo parziario*, *préstamo participativo*, *participating loan*, etc.

²⁰³ No entendimento de MIGUEL BRITO BASTOS, é uma expressão mais rigorosa do que mútuo participativo, tendo em conta que este último aproxima, lexicalmente, dos mútuos de participações sociais – BASTOS (2015), p. 165, nota 336.

²⁰⁴ Cfr. COELHO (2014), p. 284.

²⁰⁵ Tem-se em mente, designadamente, créditos de saneamento, operações de *project finance*, etc.

Assim, existe uma relação sinalagmática entre a disponibilização temporária do capital e a possibilidade de distribuição de lucros; no entanto, o mutuante suporta o risco de não receber qualquer remuneração no caso de o mutuário não auferir nenhum resultado. Importa dizer que tal obrigação de remuneração variável não se confunde com juros, visto que o conceito de juros é muitas vezes definido como uma “remuneração pela disponibilização temporária do capital *que seja independente dos lucros do mutuário*”²⁰⁶ – aliás, quando olhamos ao RJEP, vemos que a remuneração pode ser composta por uma parte variável (indexada aos resultados) e uma parte fixa (aqui já sendo os juros). A propósito da remuneração dos EP, já se referiu a posição de MIGUEL BRITO BASTOS acerca da aplicação analógica das regras dos juros à definição dos valores remuneratórios a serem indexados relativamente à componente variável do mútuo, visto que os EP podem conter, para além da remuneração variável, a remuneração fixa (os juros). Ao abrigo da autonomia privada, o contrato de mútuo parciário permite uma ampla margem de estipulação – ao nível da escolha das partes, montantes, termos em que é celebrado, etc. Com efeito, deixa-se às partes contraentes a liberdade de estipularem o conteúdo do contrato (naturalmente, sem prejuízo do dever de obediência aos limites gerais do direito).

Em suma, com o diploma dos EP, crê-se que o legislador português pretendeu incentivar e regular uma forma de mútuo parciário. O RJEP configura um mútuo (parciário) em que uma das entidades mutuantes disponibiliza o seu capital temporariamente sendo, em contrapartida, remunerada com base nos resultados da empresa mutuária, podendo a sua retribuição constituir numa parcela fixa e uma parcela variável, para além do reembolso que teria direito. Assim, pelo confronto das regras do diploma dos EP com o que foi descrito anteriormente, parece ser seguro e pacífico qualificar o contrato dos EP como uma forma de mútuo parciário. Por outro lado, em relação à associação em participação, a recondução dos EP a esse tipo contratual variará consoante a posição que se tomar relativamente à separação entre as duas figuras (mútuo parciário e associação em participação). Se se adotar a posição da diferenciação consoante existência ou não do *animus contrahendae societatis*²⁰⁷, autonomizando o mútuo parciário em relação da associação em participação, estar-se-ia, unicamente, perante um caso de mútuo parciário. Em contrapartida, para a doutrina que entende que a distinção jurídica entre

²⁰⁶ Cfr. BASTOS (2015), p. 165.

²⁰⁷ Cfr. PINHEIRO (2003), a propósito da posição de parte da doutrina alemã quanto à inexistência de uma “comunhão de fim” nos contratos parciários (p. 162, nota 471) e, ao referir a relação das partes na associação em participação, menciona que o associante “se vincula *perante o associado* não só a exercer a actividade convencionada, mas também a fazê-lo segundo um certo padrão de diligência gestória, atendendo ao interesse do associante como se a empresa fosse explorada por uma sociedade por ambos comparticipada e como se as cláusulas do contrato de associação em participação integrassem o respectivo contrato de sociedade” (p. 168).

as duas figuras poderá difícil e ténue²⁰⁸, o silogismo levaria, como se percebe, a enquadrar o contrato dos EP em ambas as figuras, qualificando-o como uma forma de mútuo parciário e de associação em participação.

²⁰⁸ A título de exemplo, cfr. DUARTE (2022), pp. 678 e 679, ao se posicionar pela não autonomização das duas figuras, principalmente em Portugal, tendo em conta a possibilidade de se estipular no contrato de que o associado não responde pelas perdas. No direito italiano, como refere RAÚL VENTURA, há corrente doutrinária que chega ao ponto de negar a “possibilidade jurídica do chamado mútuo parciário e o [reconduzir] à associação em participação, com exclusão de perdas” – VENTURA (1969), p. 88.

4. Conclusão

Em Portugal, o regime jurídico dos EP foi aprovado, no início de 2022, pelo DL n.º 11/2022, através do qual o legislador procurou viabilizar uma fonte inovadora de financiamento alternativa das empresas, mormente, as PME, que reduzisse a sua dependência do financiamento do sistema bancário e facilitasse o seu acesso ao mercado de capitais. Nessa perspetiva, atribuem-se ao legislador português os devidos méritos pelo acolhimento das orientações gerais da Comissão relativas aos auxílios estatais.

Crê-se que, do ponto de vista das entidades mutuantes, subsistam argumentos que as levam a ponderar a aplicação do RJEP, designadamente, a possibilidade de capitalização dos juros, as garantias adicionais conferidas pelos empréstimos participativos, as expectativas de crescimento económico da empresa investida e, com isso, um acréscimo da sua remuneração, entre outros. Adicionalmente, há que atentar na inovação relevante que o RJEP introduziu no ordenamento jurídico português (designadamente, por comparação com a figura tradicional do mútuo parciário): a possibilidade de converter o montante mutuado em capital social do mutuário, uma interessante alternativa às obrigações convertíveis.

Neste ponto, o diploma poderia ter a virtude de despertar o especial interesse dos organismos de investimento de capital de risco²⁰⁹, sobretudo ao nível do planeamento de operações de investimento²¹⁰, principalmente em relação às PME – empresas cujo nível de sofisticação não viabiliza, em regra, o financiamento através da emissão de obrigações –, pelo que o RJEP poderia significar para aquelas empresas mais uma forma de promoção de investimento. Se, num olhar de relance, se reconhece a boa intenção do legislador português, uma análise crítica e detalhada daquele diploma conduz, porém, à conclusão, crê-se, um tanto desanimadora, de que aquilo que pretendia ser uma figura atenuante do problema de subcapitalização das PME será, ao que tudo indica – não obstante o seu carácter, em certos aspetos, inovador –, uma figura desajustada à finalidade que quer cumprir.

²⁰⁹ Considera-se investimento em capital de risco a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização – cfr. Regime Jurídico do Capital de Risco, aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, que regula a atividade de capital de risco. Para mais informações sobre as operações de capital de risco e os seus agentes, *vide* CÂMARA (2018), pp. 935 e ss.

²¹⁰ Geralmente, as instituições de capital de risco influenciam na gestão e assunção do risco da empresa adquirida ou financiada através da subscrição de ações e/ou obrigações desta empresa. A conversão, que pode ser vista como uma “degradação” da posição creditícia para a posição de acionista, especialmente quando o mutuário se encontra em dificuldades financeiras, será mais atrativa exatamente nas hipóteses de tomada do controlo societário – DINIS, e CORDAS (2019) pp. 44 e 45.

Aquela conclusão é desanimadora, sobretudo, tendo em conta o cenário económico-empresarial português, em que mais de um quarto das empresas apresenta capitais próprios negativos e um número considerável depende dos financiamentos bancários, que pode stressar o “caixa” dessas empresas que necessitam, nos primeiros anos de vida, de capital para injetar nas suas respetivas atividades. O regime dos EP teria, assim, a grande vantagem de dar constituir um novo mecanismo de investimento para empresas sem especial sofisticação económico-financeira, permitindo que as mesmas aumentassem os seus capitais próprios sem diluição (pelo menos, imediata) da composição acionista. Contudo, olhando ao n.º 2 do artigo 2.º do RJEP, a estatuição da norma de considerar o valor mutuado como CP não parece ir de encontro à definição de CP à luz das normas contabilísticas, na medida em que existe uma obrigação de remunerar e reembolsar o mutuante (uma vez verificados os pressupostos de pagamento). Uma tentativa de alterar o diploma à luz dessas normas, procedendo à exclusão do carácter de obrigatoriedade do pagamento pelo mutuário ao mutuante, poderia reduzir a hipótese de acolhimento do RJEP por parte de potenciais investidores (um investidor, por natureza, procura lucros e retornos dos seus investimentos). Prevê-se, então, um escasso impacto ao nível da adesão ao RJEP por parte das empresas.

Para além da possibilidade de conversão, o RJEP – inspirando-se (ainda que de forma descontextualizada) nos regimes de outros ordenamentos jurídicos –, não acrescentou, nem criou, no seio da ordem jurídica portuguesa, um qualquer tipo contratual que não fosse já conhecido.

E mesmo que assim não fosse, tendo em conta a complexidade, morosidade do processo de conversão e as problemáticas de aplicação prática que apresenta, considera-se o RJEP um regime provavelmente incapaz de contribuir para resolver o problema do sobreendividamento das empresas. Justificar-se-ia, então, uma revisão das normas do diploma que disciplinam o mecanismo, sob pena de, como se crê, estarmos perante um diploma com limitada expansão e difícil aplicabilidade prática. Em suma, refletindo sobre a verdadeira efetividade do RJEP, conclui-se que o mesmo tenderá a ficar aquém dos objetivos traçados pelo legislador.

Sem prejuízo do que se disse, não é menos verdade que o RJEP estabeleceu uma regulação para uma forma específica do mutuo parciário²¹¹, sendo esperado que a sua positivação incite os agentes económicos (e a doutrina jurídica) à produção e divulgação de novos estudos sobre o tema dos EP, em geral, e, mais emergente, ao pensamento de novas

²¹¹ Já existindo, antes, uma regulação ao mútuo parciário, se se entender que o mesmo é qualificável como associação em participação.

formas de financiamento que consigam mitigar o problema do endividamento asfixiante com que muitas empresas portuguesas se deparam e que, num círculo vicioso, compromete a prosperidade do mercado económico-empresarial português.

Bibliografia

AAVV, 2013, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Jorge M. Coutinho de Abreu (coord.), vol. V, 2ª edição, IDET, Almedina, Coimbra.

AAVV, 2021, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, António Menezes Cordeiro (coord.), 4ª edição, Almedina, CIDP.

AAVV, 2020, *Fundamentos de Contabilidade Financeira*, 3ª edição, Edições Sílabo.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, 2022, *Curso de Direito Comercial*, 13ª edição, vol. I, Almedina.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, 2021, *Curso de Direito Comercial*, 7ª edição, vol. II, Almedina.

ALMEIDA, António Pereira de, 2022, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, 8ª edição, vol. II, Coimbra Editora.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, 2013, *Contratos III, Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, 2ª edição, Almedina.

Anteprojeto do Código da Atividade Bancária (art.º 270.º), in Anexo I - Anteprojeto de Código da Atividade Bancária <https://www.bportugal.pt>. - Consulta Pública (bportugal.pt).

ANTUNES, José A. Engrácia, 2007, “Contratos Comerciais Noções Fundamentais”, in *Revista Direito e Justiça*, vol. Especial, Universidade Católica.

ANTUNES, José A. Engrácia, 2009, *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina.

ANTUNES, José Engrácia, 2020, *Os Instrumentos Financeiros*, 4ª edição, Almedina.

Banco de Portugal, 2020, *Estudo Central de Balanços - Estudo 49 - Análise das sociedades não financeiras 2020*, in <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/124>.

Banque de France, 2021, *Les prêts participatifs*, Référentiel des financements des entreprises, fiche 411, in https://entreprises.banque-france.fr/sites/default/files/fiche_411-15003.pdf (15.03.2022).

BASTOS, Miguel Brito, 2015, *O Mútuo Bancário. Ensaio sobre a Estrutura Sinalagmática do Contrato de Mútuo*, Coimbra Editora.

BERTONI, Fabio, MARTÍ, Jose, REVERTE, Carmelo, 2017, “Participative Loans as an Alternative Policy Instrument for Promoting SME’s Growth”, in *European Financial Management Association*.

BOAS, Vila José, 2021, “A conversão de créditos (em Especial de Prestações Suplementares) em Capital Social – Reflexões” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XIII, n.º 1, pp. 61 - 92.

BOURA, Marta, 2022, “O regime jurídico dos empréstimos participativos: comentário ao Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 14, n.º, pp. 127 – 137.

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

COELHO, Francisco Manuel de Brito Pereira, 2014, *Contratos Complexos e Complexos Contratuais*, Coimbra Editora.

COLINO, José Luis Mediavila, 2007, “Préstamos Participativos”, in *La contratación bancaria*, Enrique Gadea Soler, Adolfo Javier e Sequeira Martín (coord.), *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 109.

CORDEIRO, António Menezes, 2018, *Direito Bancário*, 6ª edição, Almedina.

CORDEIRO, António Menezes, 2018, *Tratado de Direito Civil*, XII, Almedina.

CORDEIRO, António Menezes, 2022, *Direito Comercial*, 5ª edição, Almedina.

CORREIA, Ferrer, 1994, *Lições de Direito Comercial*, Vols. I/II/III, Lex., reedição dos volumes originais [reedição dos originais de 1973, 1974 e 1975].

CORREIA, Miguel J. A. Pupo, 2018, *Direito Comercial*, 14ª edição, Coimbra Editora.

CORTÊS, Sílvia, 2018, *Manual de Contabilidade e Análise Financeira*, apontamentos, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

CUNHA, Paulo Olavo, 2019, *Manual de Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina.

CUNHA, Paulo Olavo, 2021, *Direito Comercial e do Mercado*, 3ª edição, Almedina.

DELMAS-MARSALET, Jacques, 2016, *Report on the Banking Monopoly*, in <https://www.banque-france.fr/> (14.03.2023).

DINIS, David Sequeira e CORDAS, Nair Maurício, 2019, “O Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital: Primeiras Considerações” in *Atas das IV Jornadas de Reestruturações e Insolvências da Uría Menéndez – Proença de Carvalho*, David Sequeira Dinis e Nuno Salazar Casanova (coord.), Porto, Universidade Católica Editora, pp. 41 – 74.

DOMINGUES, Paulo de Tarso, 2017, “A Conversão de Suprimentos em Capital Social (DL n.º 79/2017, de 30 de junho)” in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 9, vol. 18, pp. 155 – 165.

DOMINGUES, Paulo de Tarso, 2019, “Regime Jurídico da Conversão de Créditos: A Tomada de Assalto das Sociedades pelos Credores?”, in *Seminário de Direito da Insolvência Catarina Serra* (coord.), Coimbra, Almedina, pp. 79 – 102.

DOMINGUES, Paulo Tarso, 2021, *O Financiamento Societário pelos Sócios e o seu Reverso*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra.

DUARTE, Rui Pinto, 2010, “Formas Jurídicas da Cooperação entre Empresas”, in *Direito das Sociedades em Revista*, vol. 4, Ano 2, Almedina, pp. 137 – 157.

DUARTE, Rui Pinto, 2011, “A subcapitalização das Sociedades – Notas de Direito Privado e de Direito Fiscal” in *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches - Volume IV*, Fernando Araújo, João Taborda da Gama e Paulo Otero (coord.), Coimbra Editora., pp. 165 – 185.

DUARTE, Rui Pinto, 2022, “Os contratos de cooperação entre empresas (e investidores não empresários) – Alguns problemas”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Pita*, vol. I, Almedina, pp. 659 – 687.

GELB, Harvey, 1982, “Piercing the Corporate Veil - The Undercapitalization Factor”, *Chicago Kent Law Review*, *HeinOnline*, vol. 59, number 1, pp. 1 – 22.

GOMES, Fátima, 1999, *Obrigações Convertíveis em Acções*, UCP Editora.

GUINÉ, Orlando Vogler, 2018, “Comentários Preliminares ao Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 2, pp. 289 – 317.

IASB, *International Accounting Standards* 32.

ISIDRO, Helena e PAIS, Cláudio, 2017, “The Role and Current Status of IFRS in the Completion of National Accounting Rules – Evidence from Portugal” in *Accounting in Europe*, vol. 14, Issue 1-2, pp. 164 – 176.

KARMAKAR, Sudipto, 2019, “Que Importância tem o acesso ao financiamento para o desempenho das empresas em períodos de crise?” in *O crescimento económico português – Uma visão sobre questões estruturais, bloqueios e reformas*, Departamento de Estudos Económicos, pp. 147 – 157.

LABATUT SERER, Gregorio, 2019, *Caso práctico sobre el tratamiento del préstamo participativo según el proyecto del ICAC de modificación del PGC* in *Economistas*, disponível em <https://ec.economistas.es/> (15.12.2022).

MARTINS, Alexandre de Soveral, 2018, *Estudos de Direito da Insolvência*, Almedina, Coimbra.

MARTINS, Alexandre de Soveral, 2018, “O Regime da Conversão de Créditos em Capital Social”, in *Estudos de direito da insolvência*, Almedina, Coimbra.

Ministère de L’Économie des Finances et de la Souveraineté Industrielle et Numérique, 2022, *Prêts participatifs Relance*, in <https://www.economie.gouv.fr/plan-de-relance/mesures/prets-participatifs-relance> (06.05.2022).

NAVARRO, Amparo Faure, 1998, “Los Préstamos Participativos en España: Un Ejemplo de las Consecuencias Jurídico-Tributarias de la Infracapitalización de las Empresas” in *XIX Jornas Latino-Americanas de Direito Tributário*, L.3., pp. 207 – 225.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2017, *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição, Almedina.

PESSOA, Diogo, 2022, *The new Portuguese Framework of Participative Loans – some questions and perplexities*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4042047.

PINHEIRO, Luís de Lima, 2003, *Joint Venture Contrato de Empreendimento Comum em Direito Internacional Privado*, Almedina.

PINTO, Alexandre Mota, 2022, *Do Contrato de Suprimento*, Coimbra, Almedina.

RIBEIRO, Maria de Fátima, 2016, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a Desconsideração da Personalidade Jurídica*, Almedina.

RIBEIRO, Maria de Fátima, 2019, “Regime Simplificado de Aumento de Capital por Conversão de Suprimentos”, in *Seminário de Direito da Insolvência*, Catarina Serra (coord.), Coimbra, Almedina, pp. 49 – 78.

SILVA, João Calvão da, 2001, *Direito Bancário*, Almedina.

THOMPSON, Robert B., 2005, “Piercing the Veil: Is the Common Law the Problem?”, *Chicago Kent Law Review*, *HeinOnline*, vol. 59, number 1, pp. 619 – 635.

TRIUNFANTE, Armando, 2018, “Conversão de Créditos de Suprimentos em Capital (DL n.º 79/2017, de 30/6 e Retificação n.º 21/2017, de 25/8)” in *V Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Paulo de Tarso Domingues (coord.), Coimbra, Almedina, pp. 279 – 310.

VENTURA, Raúl, 1968, “Associação à Quota”, in *Ciência e Técnica Fiscal*, n.º 110, fevereiro e março.

VENTURA, Raúl, 1969, “Associação em Participação (Anteprojecto)” in *Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 189.

VIÑUELAS, Margarita Sanz, 2017, “Los préstamos participativos”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 305, pp. 305 – 357.