



**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**Empréstimos Participativos: Uma Verdadeira Fonte de Financiamento  
Alternativa ao Crédito Bancário?**

Margarida Rodrigues de Matos

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023





**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**Empréstimos Participativos: Uma Verdadeira Fonte de Financiamento  
Alternativa ao Crédito Bancário?**

Margarida Rodrigues de Matos

Orientador: Professora Doutora Maria Daniela Farto Baptista Passos

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

*O destino destina,  
Mas o resto é comigo.*  
Miguel Torga *in Orfeu Rebelde*

## **Resumo**

A discussão sobre as principais características dos hodiernos instrumentos de capitalização das sociedades comerciais do setor não financeiro, apoiando-se em conceitos e entendimentos de vários quadrantes do nosso ordenamento jurídico, reveste-se de pertinência científica e atualidade. A presente dissertação apresenta como *leitmotiv* a análise, crítica, do Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos, em vigor na ordem jurídica nacional, desde 13 de janeiro de 2022, com a aprovação do Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro. Para que se possa compreender a *ratio legis* do presente Regime Jurídico, invocar-se-á, brevemente, a razão pela qual as pequenas e médias empresas figuram como as principais entidades visadas, e beneficiadas, com a sua aprovação. A i(nova)ção trazida pelos instrumentos financeiros de quase-capital *in casu* reclama a apresentação e a estruturação de raciocínios encadeados, dotados do desejável nível de clareza. Assim, o presente estudo guiar-se-á pela sistemática legal adotada pelo legislador nacional na construção do Decreto-Lei n.º 11/2022. Uma vez percorrida a estrutura legal do Decreto-Lei *sub judice*, discutir-se-á se a almejada finalidade do Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos, *rectius*, a diversificação do portefólio das fontes de financiamento das sociedades comerciais do setor não financeiro, foi alcançada. Caso se conclua pela sua concretização, ver-se-ão abertas as portas do mercado de capitais, possibilitando-se o princípio do fim do elevado grau de dependência das pequenas e médias empresas relativamente ao crédito bancário.

**Palavras-chave:** Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro; Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos; Pequenas e Médias Empresas; Instrumentos Financeiros de Capitalização; Fontes de Financiamento Alternativas; Mercado de Capitais; Dependência Bancária.

## ***Abstract***

The discussion about the main characteristics of modern capitalization instruments for commercial companies in the non-financial sector, based on several juridical concepts and understandings, is scientifically relevant and contemporary. This dissertation presents as *leitmotiv* a critical analysis of the Legal Regime of Participating Loans, in force in the national legal system, since January 13, 2022, with the approval of Decree-Law no. 11/2022, of January 12. To understand the *ratio legis* of this Legal Regime, we will briefly discuss why small and medium-sized companies are the main entities targeted and benefited from its approval. The i(nova)tion brought by quasi-equity financial instruments *in casu* calls for the presentation and structuring of chained reasoning, endowed with the desirable level of clarity. Therefore, this study will be guided by the legal system adopted by the national legislator in the construction of Decree-Law no. 11/2022. Once the legal structure of the Decree-Law *sub judice* was reviewed and analyzed, we will discuss whether the desired purpose of the Legal Regime of the Participating Loans, *rectius*, the diversification of the financing sources portfolio of the commercial companies in the non-financial sector, has been achieved. Reaching such conclusion, we could hypothesize that the opening of the capital market is in view, possibly allowing for a turning point in the degree of bank credit dependence of small and medium-sized companies.

**Keywords:** Decree-Law no. 11/2022 of 12 January; Legal Regime of the Participating Loans; Small and Medium-sized Companies; Financial Capitalization Instruments; Alternative Financing Sources; Capital Market; Bank Dependence.

## **Índice**

<b>Nota Prévia.....</b>	<b>8</b>
<b>Lista de Siglas e Abreviaturas .....</b>	<b>9</b>
<b>I. Introdução.....</b>	<b>10</b>
<b>II. Uma Breve Incursão pelos Antecedentes da Regulamentação dos Empréstimos Participativos: Formas de Financiamento Alternativas ao Crédito Bancário.....</b>	<b>11</b>
<b>III. O Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro: Uma Breve Análise do Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos.....</b>	<b>16</b>
3.1. O Âmbito de Aplicação Objetivo: Uma Definição do Objeto (In)Compreensível? .....	16
3.2. O Âmbito de Aplicação Subjetivo.....	24
3.3. A Forma e a Contratação .....	28
3.4. A Remuneração e o Reembolso: Uma Questão de Gestão de Risco.....	31
3.5. A Conversão do Empréstimo Participativo em Capital Social: O Almejo da Construção de uma Figura Jurídica I(nova)dora .....	34
<b>IV. Conclusão .....</b>	<b>36</b>
<b>V. Referências Bibliográficas .....</b>	<b>39</b>

## **Nota Prévia**

A título de nota prévia, adverte-se o leitor de que todas as traduções dos trechos transcritos e originariamente redigidos em línguas estrangeiras são da responsabilidade do autor da presente dissertação.

## **Lista de Siglas e Abreviaturas**

<b>AEVMM</b>	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
<b>Al.</b>	Alínea
<b>Art.(s)</b>	Artigo(s)
<b>BP</b>	Banco de Portugal
<b>CC</b>	Código Civil
<b>CCm</b>	Código Comercial
<b>Cfr.</b>	Confrontar
<b>CIRE</b>	Código da Insolvência e da Recuperação da Empresa
<b>CMVM</b>	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
<b>Coord.</b>	Coordenação
<b>CSC</b>	Código das Sociedades Comerciais
<b>CVM</b>	Código dos Valores Mobiliários
<b>DL</b>	Decreto-Lei
<b>MPME</b>	Micro, Pequena e Média Empresa
<b>MUS</b>	Mecanismo Único de Supervisão
<b>N.º</b>	Número
<b>OCDE</b>	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
<b>Org.</b>	Organizado
<b>Pág.(s)</b>	Página(s)
<b>PME</b>	Pequenas e Médias Empresas
<b>RGICSF</b>	Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras
<b>RGOIC</b>	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
<b>RJEP</b>	Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos
<b>Ss.</b>	Seguintes
<b>TSE</b>	Tribunal Supremo Espanhol
<b>UE</b>	União Europeia
<b>UMC</b>	União dos Mercados de Capitais

## I. Introdução

A presente dissertação tem como objetivo primordial proceder a uma breve análise crítica do RJEP, consagrado no DL n.º 11/2022, de 12 de janeiro.<sup>1/2</sup>

A pertinência do estudo que nos propomos a realizar reside, em primeira instância, na intenção de se despoletar, no seio da doutrina e jurisprudência nacionais, a discussão sobre as principais características destes instrumentos de capitalização das sociedades comerciais do setor não financeiro, convocando-se, para o efeito, conceitos e entendimentos de outros quadrantes do nosso ordenamento jurídico já firmados. A este propósito, revelar-se-á de reputada relevância a navegação por outros ordenamentos jurídicos no âmbito dos quais a figura jurídica em estudo não seja, de todo em todo, desconhecida, como é o caso, concretamente, do ordenamento jurídico espanhol.

Assim, conscientes dos desafios que a inserção de qualquer figura jurídica no ordenamento jurídico nacional acarreta, e que, *in casu*, se exacerba pela inovação propiciada, guiar-nos-emos pela estrutura sistemática adotada pelo legislador nacional no supramencionado DL, analisando sempre com maior detalhe as normas cuja interpretação se releve mais sinuosa.

Nesta senda, cremos que, a final, após se identificar a *ratio legis* da presente iniciativa, bem como se delinear a arquitetura dos empréstimos participativos, reforçada em certos pontos mas debilitada em tantos outros, estaremos em condições de concluir se a finalidade atribuída *ab initio* pelo legislador nacional a estes instrumentos financeiros foi, de facto, alcançada. No fundo, todos os passos serão dados no sentido de se averiguar se estes empréstimos contribuem verdadeiramente para a diversificação das fontes de financiamento externo, nomeadamente através da facilitação do acesso ao mercado de capitais, e, bem assim, para a diminuição da dependência das sociedades comerciais relativamente ao financiamento bancário, *rectius*, à concessão do tradicional (e oneroso) crédito bancário.

---

<sup>1</sup> Os artigos ulteriormente referidos sem indicação do diploma legal a que pertencem integram o presente DL.

<sup>2</sup> Em vigor na ordem jurídica nacional desde 13 de janeiro de 2022.

## II. Uma Breve Incursão pelos Antecedentes da Regulamentação dos Empréstimos Participativos: Formas de Financiamento Alternativas ao Crédito Bancário

Como bem sabemos, e retomando as considerações tecidas a título introdutório, a figura jurídica cujos contornos nos propomos analisar surge, essencialmente, da necessidade de

*[C]ontinuar a apostar na diversificação das fontes de financiamento das empresas e na redução da sua dependência do financiamento do sistema bancário, com estruturas de capital mais equilibradas, nomeadamente facilitando o acesso das PME ao mercado de capitais.<sup>3</sup>*

Primeiramente, releva evidenciar que a referência às PME<sup>4</sup> não é, de facto, despicienda. É do conhecimento geral que, em Portugal, proliferam PME. Se não, vejamos. Em 2018, existiam quarenta e quatro mil, seiscentas e sessenta e uma PME, representando estas, à data, 99,7% do universo das empresas portuguesas. De entre estes números, 89% correspondiam a microempresas, 9,2% a pequenas empresas e apenas 1,5% deste universo era constituído por empresas médias. Ademais, é de notar que, no ano de 2017, as PME portuguesas foram responsáveis por 58,1% do volume de negócios e 70,2% da força de trabalho das empresas não financeiras.<sup>5/6</sup>

Não obstante a importância, em qualquer economia desenvolvida, da proliferação das PME, em setores cruciais, é particularmente relevante realçar o facto de estas apresentarem uma maior vulnerabilidade<sup>7</sup> a choques exógenos, sobretudo os económicos e sociais, que se agudiza na presença de restrições no acesso ao financiamento externo.<sup>8</sup>

---

<sup>3</sup> Estas necessidades encontram-se expressamente identificadas no Programa do XXII Governo Constitucional, para o quinquênio 2019-2023, pág. 157, disponível in [www.potugal.gov.pt](http://www.potugal.gov.pt).

<sup>4</sup> Para estes efeitos, entende-se por PME a empresa que empregue menos de duzentas e cinquenta pessoas e cujo volume de negócios anual não exceda cinquenta milhões de euros ou cujo balanço anual não exceda quarenta e três milhões de euros. Este conceito, devidamente estabilizado, é o adotado pelo DL n.º 372/2007, de 6 de novembro, que cria a certificação eletrónica do estatuto de MPME e que corresponde, aliás, à definição prevista na Recomendação n.º 2003/361/CE, da Comissão Europeia, de 6 de maio de 2003, disponível in <https://eur-lex.europa.eu>.

<sup>5</sup> De acordo com o Estudo *O financiamento das PME portuguesas: a crise e a recuperação entre 2008 e 2018*, 2022, de CLARA RAPOSO, CLÁUDIA CUSTÓDIO e DIANA BONFIM, no âmbito das iniciativas adotadas pela Fundação Francisco Manuel dos Santos.

<sup>6</sup> Ressalve-se o facto de a escolha dos anos se dever à presença de fatores exógenos, anormais, verificada a partir do final do ano de 2019, que, caso fossem considerados, alterariam, irrealisticamente, este cenário.

<sup>7</sup> A este propósito, vide FRANCISCO AUGUSTO e MÁRCIO MATEUS, 2021.

<sup>8</sup> Aliás, CATARINA SERRA clarifica as fragilidades destas empresas, designadamente, das micro e pequenas empresas, apontando a dimensão, a forma jurídica, o modelo de governação e, sobretudo, a estrutura de financiamento destas como as principais características que propiciam e exponenciam a sua vulnerabilidade. CATARINA SERRA, 2022, págs. 452 e 453.

Conscientes, assim, do impacto causado pelas PME no tecido empresarial português, incompreensíveis se afiguram as dificuldades com estas se deparam ao terem de transpor todas as (inultrapassáveis) barreiras edificadas aquando do acesso ao mercado de capitais<sup>9/10</sup>, após, note-se, não raras vezes, envidarem os seus melhores esforços na obtenção de crédito, indispensável ao custeio do seu crescimento, através de variados investimentos e operações, junto de entidades do setor bancário.<sup>11</sup> De facto, o

---

<sup>9</sup> Como o evidenciam ROBERT RYAN, CONOR O'TOOLE e FERGAL MCCANN, 2014, págs. 495 a 505. No estudo em que se propõem a analisar, designadamente, o (elevado) grau de dependência existente entre as PME e o sistema bancário como limite aos financiamentos externos alternativos, os Autores concluem que as PME são sensíveis, aquando da realização de operações de investimento, à (in)disponibilidade de fundos internos, constituindo-se, assim, o cenário ideal para profusão e ascensão do poder de mercado das instituições bancárias. Por sua vez, esta dependência bancária exacerba a produção dos efeitos do poder de mercado dos bancos sobre as restrições de financiamento. Finalmente, os Autores referem, ainda, que a clara tendência para o aumento dos requisitos de capital e para promoção de uma maior estabilidade bancária, à luz do conjunto de reformas comumente referido como “*Basileia III*”, conduziu à amenização das pressões competitivas no setor da banca e, conseqüentemente, à deterioração do acesso das PME ao financiamento. Como tal, premente será, numa jurisdição como a nossa, a adoção, pelos decisores políticos, de medidas que visem, essencialmente, o desenvolvimento de fontes de financiamento alternativas, não bancárias. Estas considerações em tudo convergem com as palavras proferidas pela Comissão Europeia, através as quais se conclui que “[E]m comparação com outras regiões, as empresas europeias continuam fortemente dependentes dos bancos para o seu financiamento e relativamente menos dos mercados de capitais. Mercados de capitais mais robustos desempenhariam um papel complementar ao dos bancos como fonte de financiamento, e permitiriam: mobilizar mais investimento para todas as empresas, em especial as PME, e para projetos de infraestruturas, atrair mais investimentos estrangeiros para a UE e tornar o sistema financeiro mais estável a diversificar a gama de fontes de financiamento.” Livro Verde da Comissão Europeia para a “Construção de uma União do Mercado de Capitais”, de 18 de fevereiro de 2015 in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=NL>.

<sup>10</sup> As PME enfrentam, igualmente, sérias dificuldades aquando da tentativa de obtenção de linhas de crédito junto da banca, em resultado da opacidade do ativo que representam. Esta opacidade advém da «(...) liberdade de “construção” da informação contabilística, raramente auditada e não notada (por agências de notação de risco) e com múltiplos esquemas de apresentação de contas», dificultando o seu financiamento. MIGUEL NEVES MATIAS, 2009, pág. 22. Além disso, as PME têm tendência para apresentar os financiamentos bancários anteriormente concedidos como uma espécie de prova da capacidade financeira que possuem para a assunção de financiamentos úteis ao desenvolvimento de novos projetos e investimentos. MITCHELL A. PETERSSEN e RAGHURAM G. RAJAN, 1994, pág. 4. No entanto, essas evidências poderão não assumir a relevância necessária para a obtenção de um financiamento com reduzidas taxas de juros e com garantias menos onerosas. Há, assim, um ciclo vicioso, tendo-se de atribuir alternativas à situação de impasse gerada. É neste sentido que a Comissão Europeia também se pronuncia, na Comunicação 2014/C, de 19 de abril, no âmbito da qual apresenta orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco, ao afirmar que no âmbito das dificuldades no acesso ao financiamento, particularmente nas fases iniciais do seu desenvolvimento, “(...) reside um problema de informação assimétrica: as PME, especialmente quando recentes, não conseguem em muitos casos demonstrar aos investidores a sua fiabilidade creditícia nem a solidez dos seus planos de negócios.(...) Assim, independentemente da qualidade dos seus projetos e potenciais de crescimento, essas PME não conseguirão provavelmente aceder ao financiamento, pois não têm um historial comprovado nem dispõem de garantias suficientes. Em resultado desta informação assimétrica, os mercados financeiros empresariais podem deixar de fornecer o capital ou crédito necessário às PME recém-criadas e às PME com elevado potencial de crescimento, resultando numa falha persistente do mercado de capitais que impede que a oferta satisfaça a procura a um preço aceitável para ambas as partes, o que afeta negativamente as perspetivas de crescimento das PME”, disponível in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A52014XC0122%2804%29>.

<sup>11</sup> Em Portugal, a adoção e a promoção de novas formas alternativas de concessão de crédito às empresas europeias assume particular relevância, tendo em conta as restrições legais impostas pelo RGICSF às atividades de concessão de crédito a título profissional, derivadas, sobretudo, do princípio da exclusividade,

financiamento apresenta-se como um dos maiores problemas das PME<sup>12</sup>, figurando, aliás, o crédito bancário rodeado de penosos termos e condições.<sup>13</sup>

Não obstante, são notórias as sinergias geradas pelo poder político e decisor em torno da adoção de medidas e estratégias capazes de minorizar o referido constrangimento, permitindo às PME financiar-se, externamente, através de estruturas alternativas aos empréstimos bancários<sup>14</sup> (que, na língua inglesa, são, habitualmente, designados por *alternative lenders*), entrando-se, como tal, num terreno historicamente reservado aos bancos.

No que toca ao plano europeu, e desde o eclodir da grande crise de 2007 e 2008 como dos avanços da reforma institucional no domínio da União Bancária, nos anos de 2012 a 2014, a Comissão Europeia levou a cabo um ambicioso projeto<sup>15</sup> de construção de um Mercado Único de Capitais, *i.e.*, uma União dos Mercados de Capitais, tendo como *leitmotiv* a criação de um *market based finance* complementar ou alternativo ao *bank based finance*<sup>16</sup>. De entre as várias medidas apresentadas para a concretização do referido objetivo, é de se destacar aquela que prevê o fomento

*de outros meios de financiamento (vg através do capital de risco), sobretudo de PMEs e de start ups em momentos de constituição e de lançamento e expansão dos projetos, e constituindo plataformas de negociação (trading venues) específicas para a captação de capital e para a sua negociação (este*

---

consagrado no art. 8.º do RGICSF. Segundo este princípio, a referida atividade apenas pode ser desenvolvida por entidades autorizadas e reguladas pelo BP.

<sup>12</sup> Como o afirma, expressamente, COUTINHO DE ABREU, 2017, pág. 399.

<sup>13</sup> Retomando as considerações tecidas na nota de rodapé n.º 10, muitas PME não conseguem financiar-se através da obtenção de um crédito bancário, sendo que, aquelas que o conseguem, “(...) ficam com os sócios, nas relações com os bancos, em situação similar (mas agravada) à dos sócios das sociedades em nome coletivo e com a gestão fortemente condicionada”. COUTINHO DE ABREU, *Op. cit.*, pág. 400. Tal traduz-se na necessidade de prestação de fianças ou avales cambiários pelos sócios e, ainda, na aposição de cláusulas de salvaguarda (*covenants*) nos contratos de crédito bancário. *Op. cit.*, pág. 401.

<sup>14</sup> A literatura económica evidencia que a falta de acesso a financiamento representa, em geral, um dos maiores constrangimentos para as PME. *Vide* ROBERT CRESSY e CHRISTER OLOFSSON, 1996, págs. 179 a 192.

<sup>15</sup> Plano disponível in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

<sup>16</sup> O desenvolvimento de fontes de financiamento alternativas ou complementares ao financiamento bancário foi reconhecido como uma emergência, também, por diversas instituições internacionais como o Financial Stability Board e o Banco Mundial. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS evidencia, ainda, como o confinamento geral e prolongado determinado pela crise pandémica incrementou o volume da poupança, “(...) poupança [que] continua a ser canalizada sobretudo para depósitos, que respondem ao objetivo de neutralização do risco das aplicações mas [que] se traduzem em formas menos produtivas de aplicação da poupança – (...) para a economia, dado que o volume de poupança aplicada em depósitos chega apenas parcialmente às empresas sob a forma de financiamento, dadas as restrições que o financiamento bancário hoje enfrenta”. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, 2021, pág. 734. A este propósito *vide* Figura A.154 do *TRV Statistical Annex, ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, 2020, disponível in <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma>.

*funding escalator é considerado essencial pela importância das PME na economia portuguesa).*<sup>17/18</sup>

No fundo, este Plano identificou a promoção de organismos de investimento alternativo especializado, como fundos de créditos e de capital de risco, como uma medida adequada e conveniente a uma maior diversificação no domínio da intermediação de crédito e no aumento das oportunidades de financiamento das PME.<sup>19</sup>

Assim, o Plano de Ação da Comissão Europeia para a UMC, enquanto plano político, viria a ser apoiado pelas demais instituições constitucionais da União Europeia, conforme expresso na Resolução do Parlamento Europeu de 19 de janeiro de 2016<sup>20</sup>, no que à implementação e regulamentação fosse necessário fazer para um quadro mais eficiente do mercado de capitais europeu, contribuindo-se para a desejada harmonização regulatória. Desde então, intensificou-se a regulação financeira da União Europeia, havendo uma importante profusão legislativa e normativa.<sup>21</sup> A breve trecho foram, conseqüentemente, materializando-se instrumentos legislativos de implementação e continuidade de iniciativas já tomadas no âmbito da UMC, como é o caso do Regulamento (UE) 2021/523 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de março de 2021, criador do Programa InvestEU.<sup>22</sup>

---

<sup>17</sup> LUÍS GUILHERME CATARINO, 2021, pág. 659.

<sup>18</sup> A este propósito é relevante invocar o paralelismo existente entre o MUS e a UMC, através do poder de supervisão direta exercido pela AEVMM. Ademais, é, ainda, de salientar que “(...) a convergência da área bancária com o mercado de capitais pode ajudar os bancos com os problemas causados pelos créditos não produtivos (os denominados NPLs, que têm impacto negativo sobre a rentabilidade dos bancos e a sua capacidade de concessão de crédito)”. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Op. cit.*, págs. 671 e 672 e 662, respetivamente. De facto, foi neste momento de reabilitação da saúde económico-financeira da União Europeia que o Comité de Supervisão Bancária de Basileia “(...) implementou um conjunto de medidas para reforçar o sistema financeiro Europeu (o conhecido “Basileia III”), que incluiu a Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento (denominada *Capital Requirements Directive*). Esta Diretiva, entre outras medidas, veio impor requisitos de capital que levaram, após a sua implementação, a uma generalizada procura de desalavancagem pelas instituições de crédito europeias”. FILIPE LOWNDES MARQUES e MARIA SOARES DO LAGO, 2021, pág. 642.

<sup>19</sup> Aliás, como bem o evidencia o Plano, na Secção 1.4, ao referir que se “trata (...) potencialmente de uma importante fonte de crédito não bancário no futuro”.

<sup>20</sup> Disponível in [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0006\\_PT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0006_PT.html).

<sup>21</sup> Talvez uma das mais relevantes da última década. Sobre o fenómeno regulatório que, a certo momento, se abateu sobre a União Europeia, *vide* LUÍS GUILHERME CATARINO e MANUELA PEIXE, 2016, págs. 120 a 233.

<sup>22</sup> Uma vez mais, pode ler-se no preâmbulo do referido Regulamento que “[N]a União, as PME dependem em grande medida dos bancos e do financiamento da dívida sob a forma de descobertos e empréstimos bancários ou de locação financeira. É necessário apoiar as PME que enfrentam estes desafios, simplificando o respetivo acesso ao financiamento e diversificando as suas fontes de financiamento, de modo a aumentar a sua capacidade para financiar a respetiva criação, crescimento, inovação e desenvolvimento sustentável, assegurar a sua competitividade e resistir a choques económicos, aumentando assim a resiliência da economia e do sistema financeiro face a períodos de contração económica (...)”. Como tal, é implementado

Descendo, por ora, ao plano nacional<sup>23</sup>, têm, igualmente, sido adotadas medidas de políticas públicas que, no seguimento da implementação das medidas europeias supramencionadas, têm em vista a diversificação do portefólio de financiamentos das PME.<sup>24</sup> Neste âmbito, é relevante salientar a aprovação do DL n.º 144/201, no seio do qual o legislador nacional classificou, expressamente, os fundos de créditos<sup>25/26</sup> como organismos de investimento alternativo especializado, apresentando no preâmbulo do diploma o propósito da referida alteração legislativa<sup>27</sup>, que se coaduna, uma vez mais, com o espírito da UMC. Assim, inexistindo, até então, um regime europeu harmonizado quanto a este tipo de organismos, e caso o legislador nacional nada tivesse feito, a regulamentação desta figura ficaria assegurada tão só pelo RGOIC, previsto na Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro. Louva-se, assim, a posição adotada pelo nosso legislador.

Levantado o véu que cobre o ambiente fervoroso em que surgiu a criação e regulamentação dos empréstimos participativos, torna-se evidente a tentativa dos legisladores europeu e nacional em permitir e, conseqüentemente, em facilitar, a entrada das PME (portuguesas) no mercado de capitais, almejando-se romper com a relação de dependência existente entre o desenvolvimento daquelas, enquanto organizações que

---

um programa que prevê a concessão de uma garantia da União Europeia para o apoio de operações de financiamento e investimento realizadas pelos parceiros de execução.

<sup>23</sup> Não é de somenos importância referir que, em 2018, Portugal era o país da OCDE onde a maior percentagem do financiamento concedido a PME provinha de bancos, ultrapassando 85%. CLARA RAPOSO, CLÁUDIA CUSTÓDIO e DIANA BONFIM, *Op. cit.*, pág. 23.

<sup>24</sup> Ao longo dos tempos foram lançadas várias linhas de crédito especialmente orientadas para as PME, que diferem nas suas características, tendo em conta a dimensão e o setor de atividade da empresa. Ademais, foram também disponibilizadas várias linhas de crédito garantidas, através do, à data, Sistema Português de Garantia Mútua, que se integra nos designados *Government Credit Guarantee Schemes* assentes na lógica típica da concessão de garantias, com a especificidade da posição do garante ser ocupada pelo Estado.

<sup>25</sup> Referimo-nos a fundos de crédito, como termo genérico, por ser a denominação histórica da figura, não obstante o facto de tais organismos de investimento coletivo poderem, na prática, revestir a natureza de fundo ou de sociedade, tendo em conta o disposto no art. 5.º da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro.

<sup>26</sup> É de notar que referida alteração legislativa teve como *conditio sine qua non* a eliminação das barreiras existentes aquando da concessão de crédito por estes veículos. Assim, o DL n.º 144/2019 aditou a al. g) ao n.º 4 do art. 8.º do RGICSF, que prevê, precisamente, as exceções ao princípio da exclusividade, já neste estudo referido.

<sup>27</sup> “É prevista, neste Regime, a criação dos fundos de créditos, tendo em vista a dinamização do mercado de capitais e a diversificação das fontes de financiamento das empresas. A criação destes fundos permite colmatar falhas de mercado na procura e oferta de financiamento e melhorar a complementaridade com o setor bancário e os setores do capital de risco e de titularização de créditos”.

visam a criação e a distribuição de lucros pelos sócios (*shareholder capitalism*)<sup>28/29</sup>, e o financiamento bancário.

Neste seguimento, e por tudo quanto vem sendo exposto, dever-se-á referir a analogia esboçada por PAULO LAMEIRAS MARTINS, perfeitamente representativa do “(...) dilema atual do mercado de capitais português”. Segundo esta,

*[N]a natureza, a evolução nos ecossistemas dá-se como resultado de um conjunto de fenómenos que vão ocorrendo ao longo do tempo, e não propriamente como consequência de um único evento. Este processo de evolução é chamado de Sucessão Ecológica, em que novas espécies se vão instalando, enquanto umas se adaptam e outras desaparecem definitivamente. (...) Tal como na natureza, para sobreviver, o ecossistema financeiro tem que permitir aos vários participantes que encontrem o seu espaço de intervenção e, pela sua ação, “alimentem” outros. Investidores privados, institucionais, supervisores, Estado, empresas privadas, analistas financeiros, bancos de investimento, corretores, etc, todos eles fazem parte de uma cadeia e cada um deles tem um papel fundamental em todo o processo.*<sup>30</sup>

Imbuídos pela elucidativa imagem criada pelas palavras *supra*, analisemos uma das atuações do legislador nacional “(...) no sentido de criar condições para que o ecossistema financeiro possa ter uma sucessão ecológica e não uma extinção”<sup>31</sup>, *rectius*, a criação da figura jurídica dos empréstimos participativos.

### **III. O Decreto-Lei n.º 11/2022, de 12 de janeiro: Uma Breve Análise do Regime Jurídico dos Empréstimos Participativos**

#### **3.1. O Âmbito de Aplicação Objetivo: Uma Definição do Objeto (In)Compreensível?**

Posto isto, e à semelhança do mencionado nas considerações introdutórias, estruturaremos a análise do RJEP segundo a ordenação sistemática apresentada pelo

---

<sup>28</sup> Nesta senda, referimo-nos ao “fim da sociedade” legalmente previsto no n.º 1 do art. 6.º do CSC, na medida em que este tende, em primeira linha, a ser identificado com o seu escopo lucrativo, no âmbito do enquadramento das sociedades comerciais como espécie do género “sociedade” previsto no art. 980.º do CC. Este entendimento é o defendido por ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, 2002, pág. 472. Em oposição ao ora defendido, *vide* PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, 2009, págs. 65 a 70, 92 e 175, e 2006, págs. 15 a 30.

<sup>29</sup> Sem prejuízo, claro está, da marcada tendência para a criação de um conceito de empresa cuja construção parte da referida finalidade e que se ergue com o objetivo de gerar «(...) valor para outros grupos de interesse que gravitam em torno da sociedade, vocacionando a empresa para a realização de um propósito (“stakeholder capitalism”)). A este propósito *vide* GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Op. cit.*, págs. 741 e 742.

<sup>30</sup> PAULO LAMEIRAS MARTINS, 2021, pág. 775.

<sup>31</sup> PAULO LAMEIRAS MARTINS, *Op. cit.*, pág. 776.

legislador nacional no DL n.º 11/2022. De facto, a letra da lei assumirá o protagonismo do presente estudo.

Nesta senda, essencial será, como ponto de partida para qualquer desenvolvimento ulterior, definir o que se entende por “empréstimo participativo”, *rectius*, definir o âmbito de aplicação objetivo do instrumento jurídico que se apresenta como um novo instrumento de capitalização das sociedades comerciais não financeiras.

Ora, este instrumento consiste

*(...) num contrato de crédito oneroso, sob a forma de mútuo ou sob a forma de títulos representativos de dívida<sup>32</sup>, cuja remuneração e reembolso ou amortização dependem, ainda que parcialmente, do resultado da atividade do mutuário e cujo valor em dívida pode ser convertido em capital social do mutuário.<sup>33</sup>*

Confrontados com estas primeiras linhas, é legítimo afirmar que não se vislumbram traços inovatórios em face das figuras já consagradas e proficuamente estudadas no nosso ordenamento jurídico.<sup>34/35</sup> Contudo, tal afirmação não coincide

---

<sup>32</sup> Neste estudo, centrar-nos-emos na modalidade de contrato de crédito sob a forma de mútuo oneroso. Não obstante, refira-se, apenas, que na modalidade de contrato de crédito sob a forma de emissão de títulos representativos de dívida dever-se-á respeitar o regime aplicável à emissão de valores mobiliários, consagrado nos arts. 39.º a 107.º do CVM *ex vi* n.º 1 do art. 4.º do DL.

<sup>33</sup> É desta forma clara e objetiva que o legislador define o instrumento jurídico *sub judice*, no n.º 1 do art. 2.º do DL.

<sup>34</sup> Referimo-nos, concretamente, às obrigações convertíveis em ações representativas do capital social da sociedade emitente, enquanto valores mobiliários híbridos que, para além de consistirem em “(...) instrumentos financeiros representados num título ou registo em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogêneas e fungíveis e que são suscetíveis de negociação em mercado organizado (...)”, são dotados da particularidade de combinarem elementos de dois ou mais valores típicos matriciais, revestindo, todavia, autonomia em relação àqueles. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, 2019, pág. 73. As obrigações convertíveis, nas palavras de FÁTIMA GOMES, podem, numa análise preliminar, ser definidas como “(...) direitos de crédito dos titulares sobre a sociedade emitente, em regra de montante equivalente ao valor da subscrição, que lhes conferem, para além do direito ao recebimento de juros periódicos, a faculdade de optarem, em certas condições e num determinado prazo, entre o reembolso, total ou parcial, do capital investido na subscrição de obrigações e a aquisição da qualidade de acionistas da sociedade emitente, sem que para o efeito tenham de despendar recursos financeiros adicionais (faculdade de conversão)”. FÁTIMA GOMES, 1999, pág. 15. A final, a particularidade do instrumento *in casu* que o poderia aproximar da figura ora em estudo traduzir-se-ia no poder do titular deste valor mobiliário, no período fixado nas condições de emissão, proceder à conversão da sua obrigação em ação ou em outro valor mobiliário emitido pela sociedade emitente. Contudo, e sem se desvendar o alcance das seguintes páginas, o certo é que não estamos diante de figuras totalmente similares, sendo alguns os pontos que as distanciam. Talvez o principal se reconduza à dificuldade de as sociedades comerciais por quotas acederem a financiamentos externos através da emissão de obrigações convertíveis. A este respeito, e a título meramente exemplificativo, no Direito francês prevê-se a possibilidade de se incorporar os empréstimos participativos na ampla categoria dos “títulos participativos”, que se apresentam, aqui sim, como um tipo de obrigações com taxa de juros variáveis. Sobre estas “formas híbridas de financiamento”, *vide* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2015, pág. 151. Discutindo sobre as vantagens associadas a estes instrumentos, *vide*, ainda, SANDRA LAURENT, 2005.

<sup>35</sup> De resto, este instrumento é já conhecido em outros ordenamentos jurídicos, como é o caso do espanhol, em que os *préstamos participativos* surgem tratados no Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junho, e, ainda,

com a realidade, na medida em que são duas, essencialmente, as características fundamentais que permitem diferenciar e destriçar de outras a figura jurídica *in casu*. Referimos, pois, e por um lado, à existência de um contrato de crédito oneroso, sob a forma de mútuo, cuja remuneração e reembolso ou amortização dependem, ainda que parcialmente, do resultado (distribuível, leia-se) da atividade do mutuário e, por outro lado, à conversão de o valor em dívida em capital social do mutuário, nas condições expressamente previstas no DL n.º 11/2022.<sup>36</sup>

Uma vez conhecida a definição legal de empréstimo participativo, indiscutível será a conclusão de que estamos, *prima facie*, diante de um verdadeiro contrato de mútuo oneroso, na medida em que se trata, a final, de um contrato através do qual uma das partes se obriga a entregar à outra dinheiro, gerando-se a obrigação de restituição de um outro tanto do mesmo género ou qualidade, obrigação essa que pode, em princípio, cumprir-se, ainda, com o pagamento de juros fixos, a título de retribuição do mútuo celebrado. Nestes termos, o presente contrato reconduz-se perfeitamente à modalidade especial de mútuo legalmente prevista nos arts. 394.º e 395.º do CCm.<sup>37</sup> Não obstante, as características e particularidades destes empréstimos, para além de servirem o propósito de fixar o RJEP, determinam, também, a sua própria tipicidade. Nestes termos, a particularidade de maior relevo reside, e tal como a própria designação o faz antever, no facto de este contrato consistir num pacto de participação nos benefícios da sociedade mutuária, com a produção, assim, de consequências que operam, não ao nível da natureza jurídica do contrato, mas antes geram uma modificabilidade parcial do regime jurídico regra daquele tipo contratual. Pois bem, entendemos assim que o contrato *in casu* se assume como um contrato misto, cuja base da construção jurídica assenta num contrato de mútuo comercial, ao qual se encontrará acoplado um pacto onde se convencionam as particularidades e especialidades que caracterizam a figura dos empréstimos participativos.<sup>38</sup>

---

do francês, no âmbito do qual o regime jurídico dos *prêts participatifs* se encontra previsto nos arts. L313-13 a L313-20 do Código Monetário e Financeiro.

<sup>36</sup> E que analisaremos em seguida, tornando-se, como tal, mais evidentes as diferenças assinaladas.

<sup>37</sup> O contrato de crédito celebrado sob a forma de mútuo oneroso assume, naturalmente, natureza comercial, tendo em conta a finalidade perseguida com a sua celebração, distanciando-se, portanto, da figura geral do mútuo civil, legalmente consagrada no art. 1142.º do CC. É este o entendimento da maioria da doutrina espanhola, que, indo mais longe, afirma que o contrato de crédito sob a forma de mútuo oneroso não pode ser assimilado ao contrato de sociedade. *Vide* AMPARO NAVARRO FAURE, 1998, pág. 210 e BROSETA PONT, 1984, págs. 267 e ss.

<sup>38</sup> Cujas validade deriva, cremos, do princípio da autonomia da vontade das partes, na vertente da liberdade contratual, consagrada no art. 405.º do CC. Uma vez que esta temática é sobejamente tratada no

Ora, analisada a sua natureza jurídica *sui generes*, e do ponto de vista conceptual, o empréstimo participativo constitui uma figura de financiamento híbrida, *i.e.*, um instrumento de quase-capital, situado algures entre o capital próprio e a dívida. Ademais, trata-se de um empréstimo sujeito a um certo nível de risco, distinto daquele que a instituição bancária corre ao conceder um tradicional empréstimo, na medida em que a remuneração e reembolso ou a amortização dependem sempre dos resultados da atividade do mutuário, produzindo-se, assim, um acréscimo do risco para o mutuante. Contudo, e como contrapartida, assinala-se a vantagem de o valor em dívida poder ser convertido em capital social do mutuário, contribuindo-se, assim, para a sua respetiva capitalização, objetivo primordial do legislador, descortinado, desde logo, através de uma simples leitura do preâmbulo do DL n.º 11/2022.

Ora, o facto do valor concedido através da celebração de um contrato de empréstimo participativo constituir, de imediato, capital próprio visa, como, de resto, já se referiu, incrementar a estrutura de capitais próprios das sociedades mutuárias, tornando-as menos dependentes do financiamento bancário. E, não obstante a versatilidade dos empréstimos participativos, em grande medida gerada por esta especificidade, o certo é que a redação conferida ao n.º 2 do art. 2.º do DL n.º 11/2022 é um tanto enigmática. Como tal, relevante será entender o propósito do legislador ao afirmar que os empréstimos participativos são considerados capital próprio para efeitos da legislação comercial, sempre que a respetiva remuneração dependa dos resultados do mutuário e o respetivo reembolso ou amortização dependa do cumprimento dos critérios previstos nos arts. 32.º e 33.º do CSC.<sup>39</sup>

---

ordenamento jurídico espanhol, *vide* a decisão proferida pelo TSE, a 9 de maio de 1994, que reconhece a validade dos pactos que se acoplam ao contrato do qual surge a figura do empréstimo participativo. Assim, no entender desta instância superior, os preceitos legais que regulamentam o contrato de mútuo oneroso apenas impõem ao mutuário a obrigação, por um lado, de devolver um outro tanto da mesma espécie e qualidade do capital mutuado e, por outro lado, de pagar os juros, convencionados entre as partes, e vencidos sobre o capital, não se proibindo, nesta senda, a possibilidade de, por convenção das partes, se agregar àquele um pacto acessório e de garantia. *Apud* RAFAEL GARCÍA VILLAVARDE, 1994, págs. 1087 e 1088. A reforçar este entendimento *vide* a sentença proferida pela Audiência Provincial de Barcelona, de 25 de junho de 2015, disponível *in* <https://vlex.es/vid/579144414>, no âmbito da qual se qualifica o contrato de empréstimos participativos *in casu* como civil, pelo facto de a remuneração contratualizada não ter sido subordinada à evolução económico-financeira da sociedade nem, tão pouco, figurar nas contas da sociedade como fundos próprios.

<sup>39</sup> *Rectius*, do cumprimento dos limites legais impostos à distribuição de bens, lucros e reservas aos sócios.

Assim, e em primeira instância, dever-se-á procurar definir o conceito de “capital próprio”<sup>40</sup>, adotado no ordenamento jurídico nacional e, em face da definição desenhada, evidenciar a relevância da robustez da estrutura de capitais próprios.<sup>41</sup> Pois bem, as sociedades dispõem, no desenvolvimento da sua atividade comercial, de fundos cuja proveniência, natureza e função se distanciam. Assim, tais fundos poder-se-ão qualificar como capital próprio (*equity finance*) ou como capital alheio (*debt finance*)<sup>42</sup>. Por um lado, o capital próprio agrega toda a receita obtida mediante contribuições dos sócios, que poderão ser realizadas diretamente, designadamente a título de entradas ou de prestações acessórias ou suplementares, ou indiretamente, através de, por exemplo, deliberações do grémio societário no sentido da não distribuição de lucros aos sócios.<sup>43</sup> Ademais, o capital próprio detém uma natureza definitiva, na medida em que é concedido com carácter perene, não se encontrando associada qualquer obrigação de reembolso e de retribuição certa através do vencimento de um determinada taxa de juro previamente definida. Finalmente, estando-se diante de capital próprio, os sócios apenas serão reembolsados pelo prestado à sociedade aquando da liquidação total do capital alheio. Por outro lado, e efetuando um raciocínio *a contrario sensu*, o capital alheio advém, como o próprio nome o faz antever, da concessão de financiamentos externos cujos financiadores são, não raras vezes, instituições do setor bancário e investidores que capitalizam a sociedade emitente de obrigações, por via, precisamente, do recurso a esse instrumento financeiro. Em consequência, o capital alheio assume, naturalmente,

---

<sup>40</sup> Importará apenas notar que a terminologia utilizada, por referência a “capitais próprios”, não é uniforme: a expressão “capitais próprios” é empregue no domínio contabilístico, ao passo que a expressão “fundos próprios” é já empregue no domínio financeiro e, finalmente, é o legislador societário quem frequentemente lança mão de expressões como “situação líquida” ou “património líquido”. Esta última opção foi a adotada pelo legislador espanhol ao referir-se a “capital neto” no Real Decreto-Ley 7/1996. Sobre a noção, a composição e a disciplina juscontabilística do capital próprio, *vide* JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, págs. 93 a 116.

<sup>41</sup> Importância essa que, de antemão, se antevê de reputada relevância, tendo em consideração as disposições normativas do CSC construídas sob a égide da viabilidade financeira e da capacidade de compensação das perdas sofridas através de um capital próprio sólido. Ademais, e doutamente, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES evidencia que a seguinte distinção não releva apenas no plano taxinómico ou hermenêutico, mas, sim, no plano legal. De entre os exemplos apresentados pelo Autor, a fim de demonstrar a relevância jurídico-positiva da distinção, surgem os suprimentos, enquanto figura híbrida situada entre o capital próprio e o capital alheio e, bem assim, o capital de risco. Ora, decerto que, nesta senda, a figura jurídica dos empréstimos participativos poderia, também, ser apresentada como um “empréstimo substitutivo do capital próprio”. ENGRÁCIA ANTUNES, 2023, págs. 375 e 376.

<sup>42</sup> A propósito da margem de liberdade dos sócios no financiamento das sociedades num ordenamento jurídico em que inexistente uma qualquer obrigação ou dever geral legal de os sócios financiarem, de forma sustentável, a sociedade, *vide* MOTA PINTO, 2002, e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2009.

<sup>43</sup> Conduzindo-se à retenção na sociedade de tais fundos, sob a forma de resultados transitados ou de reservas.

uma natureza transitória, em virtude dos prazos fixados para o reembolso do valor do crédito prestado e, eventualmente, para a retribuição desse empréstimo, prazos esses que, dependendo das circunstâncias típicas de cada situação, assumirão maiores ou menores delongas. Em face do exposto, conclui-se, então, que o capital próprio assume uma função garantística do capital alheio.<sup>44</sup>

Nesta senda, caso não se dispusesse, legalmente, no sobredito sentido, os empréstimos participativos seriam sempre e em qualquer caso considerados puros instrumentos de dívida, desvinculados, por isso, do capital próprio. Com efeito, os empréstimos participativos integram, e incrementam, claramente, o capital próprio das sociedades comerciais mútuárias, ainda que apenas para efeitos da legislação comercial.<sup>45</sup>

Ora, bem se entende que o legislador nacional visou acautelar os interesses do mutuário, designadamente, interesses de índole patrimonial, na medida em que, sendo considerado o capital mutuado, nos termos do RJEP<sup>46</sup>, capital próprio, o cumprimento dos rácios de solvabilidade acautelados por várias disposições normativas comerciais<sup>47</sup> se afigura, profusamente, mais facilitado.<sup>48</sup> Caso não fosse esta a solução legal adotada, poder-se-ia estar a contribuir ativamente para a

---

<sup>44</sup> Sobre a supramencionada distinção, entre capital próprio e capital alheio, *vide* JOANA FREIRE ALMEIDA, 2015, págs. 838 a 842.

<sup>45</sup> É de notar que o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho, que consagra as Normas Internacionais de Informação Financeira, para além de ambicionar a facilitação da comparação da informação económico-financeira das sociedades cujos títulos são negociados publicamente, teve em vista harmonizar o conceito de capital próprio, enquanto património líquido da sociedade. Afinal, a intenção seria sempre a de preservar o capital social e as garantias dos credores sociais, mediante a elaboração de um conceito especial e novo de património líquido para efeitos, apenas, de certas operações comerciais, designadamente, de distribuição de lucros, de redução obrigatória do capital social e de dissolução por perdas registadas. Nestes termos, cremos que o legislador nacional poderia e deveria ter adotado uma redação, por referência à atual redação do n.º 2 do art. 2.º do DL, mais concreta e individualizada. Sobre este fenómeno de harmonização europeia *vide* MARGARITA VIÑUELAS SANZ, 2010, págs. 429 e ss. Foi, precisamente, neste sentido, que a Segunda Disposição Adicional ao Real Decreto-Ley classificou o capital concedido a título de empréstimos participativos como património líquido e, ademais, restringiu tal conceito às situações em que as sociedades, devido a uma acumulação de perdas, se encontram obrigadas a reduzir o capital social ou entrar em processo de liquidação e dissolução. *Vide*, assim, JUAN ALBOS, 1997, págs. 276 e 277.

<sup>46</sup> Sem prejuízo de desenvolvimentos ulteriores, atente-se ao facto de o n.º 3 do art. 2.º do DL dispor no sentido da obrigatoriedade de menção expressa, no contrato de empréstimo participativo ou na emissão dos títulos representativos de dívida, à sujeição do mesmo ao regime jurídico dos empréstimos participativos aprovado pelo presente DL.

<sup>47</sup> Como é o caso, por exemplo, da norma contida no art. 35.º do CSC.

<sup>48</sup> Aliás, o BP aponta a autonomia financeira como um relevante indicador da capitalização das empresas, na medida em que esta corresponde ao rácio entre o capital próprio e o ativo, refletindo, como tal, a proporção dos ativos de uma empresa financiados por capitais próprios. Assim, o seu incremento percentual será sempre sugestivo de um reforço da capitalização das empresas através do recurso a capitais próprios. Para uma reflexão sobre o tema, *vide* o artigo do BP disponível *in* <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/sabia-que/1372>.

degradação da situação económico-financeira da sociedade, que, note-se, demonstrou já carências, de tal natureza, aquando do pedido de concessão de crédito, através da contratualização de empréstimos participativos.

Uma vez mais, constata-se que a *ratio* da solução legal vai ao encontro do mote já apregoado, e que move (estes) fundos: necessidade de criação de novas formas de financiamento, não apenas no âmbito do capital alheio<sup>49</sup>, como também no âmbito do capital próprio. Assim, não obstante a celebração de um contrato de empréstimos participativos e, por isso, o recurso a uma forma de financiamento, indubitavelmente, externa, o certo é que o mutuário opta, em última instância, por reforçar os seus capitais próprios.<sup>50</sup> Alcança-se, em princípio, um dos objetivos reiteradamente apregoado.

Contudo, a bondade<sup>51</sup> do legislador nacional poderá, como, de resto, qualquer ato de bondade o pode potenciar estratégias e manobras ardilosas por parte da sociedade mutuária beneficiada. Tal é bem evidenciado por MOTA PINTO, ao afirmar que

*repugna a um elementar sentido de justiça que alguém possa constituir uma sociedade subcapitalizada<sup>52</sup>, exercer a sua atividade com financiamento de terceiros e, requerendo (ou esperando que requeiram) a falência da sociedade, deixar os credores a braços com a quase totalidade dos custos empresariais, enquanto o(s) descuidado(s) empreendedor(es) se preparam para constituir uma nova sociedade.<sup>53</sup>*

Nestes termos, deveremos ser consciencializados de que as sociedades que se financiam externamente através do instrumento de quase-capital em estudo, e para

---

<sup>49</sup> Nomeadamente, através de operações em mercado de capitais e/ou com capital de risco.

<sup>50</sup> Analisando o gráfico disponibilizado pelo BP, disponível *in* <https://www.bportugal.pt/QS/qswb/Dashboards>, apercebemo-nos de que as PME, desde 2017, têm vindo a apostar no incremento dos seus capitais próprios, tendo em conta a tendência crescente refletida no referido gráfico.

<sup>51</sup> Na medida em que o mutuário não terá, impreterivelmente, de recorrer a operações comerciais drásticas, como é o caso da redução do capital social e da dissolução e liquidação da sociedade, no caso de se registarem graves perdas no exercício social transato ou em curso.

<sup>52</sup> A situação de subcapitalização não pode ser definida *tout court*, como se de um conceito geral e abstrato se tratasse. De facto, encontrar-se-á em situação de subcapitalização a sociedade que dispõe de fundos, sejam eles próprios ou de capital alheio, insuficientes para a manutenção do seu funcionamento e prossecução da atividade comercial. Assim, a constatação de uma situação de subcapitalização dependerá da análise da estrutura concreta da sociedade e do respetivo objeto social. Ademais, a subcapitalização não terá de ocorrer, necessariamente, numa fase de constituição da sociedade, podendo verificar-se num momento superveniente, distinguindo-se, assim, e habitualmente, entre as modalidades de subcapitalização originária e superveniente. Sobre os casos em que a situação de subcapitalização se afigura especialmente gravosa, por tornar manifestamente impossível a realização do seu objeto, *vide* COUTINHO DE ABREU, 2011, págs. 38 e 39, e TARSO DOMINGUES, 2004, págs. 57, 74 e 243.

<sup>53</sup> *Op. cit.*, págs. 123 e 124.

efeitos da legislação comercial, nomeadamente, para efeitos das operações de redução de capital social e de dissolução e liquidação da sociedade<sup>54</sup>, estão, afinal, a reforçar a estrutura de capitais próprios, estrutura essa que poderá já apresentar-se frágil, gerando-se, como tal, uma falsa, e indesejável, aparência de estabilidade económico-financeira e, em última instância, uma utópica sensação de segurança daqueles com quem a sociedade negocia no tráfego jurídico.<sup>55/56</sup> Ademais, é de notar que a criação de um novo conceito de capital próprio para fins comerciais e, sobretudo, a introdução de um novo e distinto enfoque nos balanços e contas da sociedade mutuária, pode, certamente, desvirtuar a garantia conferida pela correspondência entre o capital e o património sociais, pelo menos, no âmbito das PME, as quais, recorrerão (assim se espera) ativamente a esta nova forma de financiamento.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Apesar de o legislador nacional não definir, concretamente, quais as disposições da legislação comercial que, nesta senda, relevam, o legislador espanhol fã-lo. Ora, bem se conhecendo as similitudes matriciais existentes entre o ordenamento jurídico nacional e o ordenamento jurídico espanhol e tendo em conta que o atual e novo RJEP em muito se inspirou na arquitetura do Real Decreto-Ley 7/1996, será relevante atentar nas disposições legais aí consagradas. Nesta senda, os empréstimos participativos consideram-se capital próprio, enquanto património líquido, para efeitos de redução do capital social e de liquidação de sociedades previstos na legislação comercial. MARGARITA VIÑUELAS SANZ evidencia que esta solução legal em tudo se acha relacionada com o espírito preventivo subjacente ao RJEP, na medida em que se confere ao mutuário uma margem de manobra adicional para ultrapassar dificuldades económicas, evitando-se a adoção de medidas mais severas, como são exemplo a redução do capital social ou a dissolução e liquidação da sociedade. Aliás, esta é a solução que cumpre as exigências previstas no parágrafo primeiro dos motivos do Real Decreto-Ley 8/1983, no âmbito do qual se exigia, já à altura, a criação de instrumentos financeiros que não implicassem um aumento do endividamento das sociedades, nem, tão pouco, uma redução da possibilidade de estas obterem outros empréstimos, créditos ou linhas de desconto, a favor da sua refluência. MARGARITA VIÑUELAS SANZ, 2017, págs. 331 e 332.

<sup>55</sup> A doutrina espanhola perfilha o mesmo entendimento. De facto, não será de somenos importância evidenciar que a presente opção legal altera a correspondência entre o capital social e o património da sociedade, pois permite evitar a redução do capital social ou a dissolução da sociedade quando, caso não houvesse sido prestado o empréstimo participativo, deveriam ser levadas a cabo, podendo, como tal, gerarem-se situações de utilização abusiva deste instrumento. Tais situações de abuso podem, ainda, não raras vezes, assumir um carácter especialmente gravoso, como, por exemplo, a situação em que uma sociedade com um ativo inexistente sustém um capital próprio acima de metade do capital social única e exclusivamente por conta da concessão de um empréstimo participativo. A este propósito, *vide* RAFAEL GARCÍA VILLAVARDE, 1997, pág. 20; JOSÉ COLINO MEDIAVILLA, 2011, págs. 345 a 350 e 2014, págs. 11 e ss. Não obstante, a doutrina espanhola defende que o sobredito risco poderá ser amenizado nos casos em que se adota uma prática comercial avisada e prudente de concessão de empréstimos participativos, como, por exemplo, aquela que dita que o capital próprio terá de ser superior, ou, pelo menos, igual ao montante do capital mutuado. *Vide* ELISABETH BUSTOS CONTELL, 2006, pág. 97.

<sup>56</sup> Apesar de as suas palavras surgirem a propósito da responsabilidade bancária aquando da concessão de crédito, mas atenta a lucidez e pertinência das mesmas, a elas se deverá atentar. ALMENO DE SÁ afirma que a concessão de crédito acrítica e imponderada poderá causar graves danos a terceiros não relacionados com o banco, e, em especial, aos credores do cliente, na medida em que os créditos concedidos a empresas cuja situação económica se encontre “fortemente comprometida” facilmente criam uma aparência de “dignidade de crédito” ou de solvabilidade, “susceptível de vir a afetar a posição dos credores”. ALMENO DE SÁ, 1998, págs. 114 e 115. ALBERTO LUÍS classifica mesmo o crédito, nestas circunstâncias concedido, como “nocivo”. ALBERTO LUÍS, 1985, pág. 70. No mesmo sentido, *vide* DIOGO LEITE CAMPOS, 1986, pág. 50. Sobre estes temas *vide*, ainda, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, 2018, págs. 420 a 450 e 2018, págs. 5 a 46.

<sup>57</sup> Alertando para este risco *vide* MARGARITA VIÑUELAS SANZ, 2017, *Op. cit.*, pág. 336.

Em face do sobredito risco, poder-se-ia gerar o pensamento de que o legislador nacional, ao implementar um novo conceito de capital próprio, estaria, sobremaneira, a contradizer-se, porquanto subvertida pareceria ser a *ratio legis* dos empréstimos participativos. Pois bem, assim não o entendemos. Cremos, ao invés, que a intenção do legislador foi, efetivamente, a de, sopesando os pratos da balança, alavancar as estruturas de capitais próprios das sociedades comerciais que se encontrem numa fase económico-financeira que assim o exija.<sup>58</sup> Nesta senda, o legislador nacional, contrapondo o risco de aproveitamento, já mencionado, às perspetivas de crescimento futuras da sociedade financiada, entendeu que estas últimas apresentavam vantagens de tal modo significativas<sup>59</sup> ao ponto de minorarem, relativizando, os perigos gerados pela eventual ocorrência de tal risco. Assim, cremos que a presente opção legislativa compatibilizou a finalidade de reforço de capitais próprios com a produção de um risco de aproveitamento pelas entidades beneficiadas até onde tal compatibilização se afigurou possível, sobrepondo, a partir daí, o reforço da estrutura de capitais próprios.<sup>60</sup>

### **3.2. O Âmbito de Aplicação Subjetivo**

Uma vez definido o âmbito de aplicação objetivo do contrato *sub judice*, o passo subsequente a ser dado consiste em definir, por ora, o seu âmbito de aplicação subjetivo.

Nestes termos, é no art. 3.º do DL que o legislador nacional define as partes do contrato de crédito sob a forma de mútuo, apresentando no n.º 1 deste preceito os sujeitos que poderão conceder empréstimos participativos e no n.º 2 os sujeitos que poderão assumir a posição de mutuários. Começando por analisar aquela primeira categoria, importa, *ab initio*, evidenciar o carácter taxativo do rol de entidades que assumirão as vestes de mutuantes, pelo que, apenas essas, e tão só essas, estarão habilitadas a negociar e contratualizar o instrumento jurídico em estudo. Como tal, veda-se de antemão, e por completo, a possibilidade de outros investidores, que não os aí expressamente previstos, contratarem este tipo de empréstimos. Não obstante a

---

<sup>58</sup> A fim de, cremos, o empréstimo participativo não impactar, excessivamente, o rácio dívida-capital.

<sup>59</sup> Aliás, a mencionada alavancagem financeira, conseguida através do reforço da estrutura de capitais próprios da sociedade, poderá fomentar um desenvolvimento que, no futuro, lhe permitirá obter financiamentos diversos do ora *in casu*, como, por exemplo, o bancário, tendo em conta o atrativo ativo que representará.

<sup>60</sup> Enquanto finalidade última da presente iniciativa legal.

incisividade desta solução legal, a limitação da contratação a um conjunto muito limitado de investidores parece ter sido, de facto, o propósito final do legislador nacional.<sup>61</sup>

Pois bem, se tal opção peca por um lado, compreende-se por outro. Se não, vejamos. Efetivamente, a presente iniciativa legislativa, na sua globalidade, surge com o propósito de diversificar as formas de financiamento disponibilizadas às PME, sociedades por ora contempladas, e, bem assim, de contribuir para o investimento no seu capital social quando, pelas mais variadas razões, se encontrem num cenário de maior fragilidade económico-financeira. E, tendo em conta o presente propósito, dir-se-ia, facilmente, que a opção legislativa *in casu* entra em clara rota de colisão, ao não dotar a contratualização dos empréstimos participativos da flexibilidade almejada, contribuindo, *a contrario*, e em certa medida, para a perpetuação das dificuldades das PME em aceder a novas formas de financiamento externo e, sobretudo, ao mercado de capitais.<sup>62</sup> Ademais, a prática, em outros ordenamentos jurídicos, evidencia que as entidades de crédito não acedem de forma generalizada à concessão deste tipo de financiamento, em virtude do risco consideravelmente alto que assume o mutuante. Consequentemente, a busca pela compensação deste risco e da rentabilidade mínima da operação, conduz à fixação, pelas entidades mutuantes, de elevadas taxas de juro fixas como forma de retribuição, que, habitualmente, pressupõe uma carga financeira dificilmente suportável pelos mutuários.

Nesta senda, cremos que o legislador nacional, consciente das sinuosidades do meio em que se move, apresentou um leque de entidades mutuantes dotado da necessária versatilidade, tentando abarcar todos os grupos que, nesta senda, se revelam adequados. Assim, no elenco taxativo previsto no n.º 1 do art. 3.º do DL não figuram apenas as (previsíveis) instituições de crédito<sup>63</sup> e as sociedades financeiras,

---

<sup>61</sup> MARTA BOURA afirma, claramente, que tal elenco colheu a sua particular surpresa, 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». MARTA BOURA, 2022, pág. 131.

<sup>62</sup> Cremos que poderá aqui residir a razão pela qual o legislador espanhol optou por não definir, expressamente, as entidades concedentes de empréstimos participativos, permitindo, como tal, às pessoas coletivas em geral a concessão deste crédito, através do emprego da expressão “entidades”, no art. 20.1, a do Real Decreto-Ley 7/1996.

<sup>63</sup> Sabendo-se que os bancos assumem particular relevância no elenco previsto no art. 3.º do RGICSF, e não obstante a natureza *sui generis* do instrumento jurídico objeto do presente estudo, é importante lembrar que a responsabilidade pela concessão do crédito, enquanto tema clássico da responsabilidade bancária,

prevendo-se, também, entidades que se prestam, de facto, à expansão e diversificação das opções de financiamento oferecidas às sociedades comerciais. Referimo-nos, concretamente, aos organismos de investimento alternativo especializado de créditos, de capital de risco e de empreendedorismo social, bem como às sociedades de investimento mobiliário. Neste quadrante, é, ainda, importante fazer notar que o substancial incremento do nível de risco assumido pelos mutuantes aquando, especialmente, da operação de inversão do capital mutuado em capital social, acoplado à presença de assimetrias, no plano da informação relativa à viabilidade económico-financeira do investimento, entre as sociedades mutuárias e os potenciais investidores mutuantes, tem vindo a incrementar a intervenção do Estado. Esta intervenção reflete-se, nomeadamente, na criação de programas específicos de fundos de capital e de quase capital, com vista à potenciação da participação pública<sup>64</sup> em operações de capitalização de empresas viáveis, com elevado potencial de crescimento, ao ponto de ser atrativo o investimento ou o financiamento de operações de capital, de quase capital e de dívida. Nesta senda, atentado nos poderes mitigadores de choques externos cuja prossecução ao Estado incumbe, bem se entende a presença do Fundo de Capitalização e Resiliência no elenco das entidades mutuantes.<sup>65</sup>

Finalmente, e ainda como contraponto às críticas inicialmente tecidas, será relevante evidenciar que o carácter taxativo do elenco legal em estudo não se encontra, afinal, rigorosamente fechado. De facto, o legislador nacional não fechou, por completo, as portas, consagrando, como tal, e de forma expressa, uma cláusula geral, capaz de dotar o elenco legal da flexibilidade e diversidade ideais. Assim, no termos da cláusula prevista na al. e), do n.º 1 do art. 3.º do DL, as entidades habilitadas a conceder crédito a título profissional poderão, sempre, assumir a qualidade de mutuantes.

Por ora, no que diz respeito às sociedades mutuárias, algumas considerações devem ser tecidas. Quanto à definição da amplitude do âmbito subjetivo, a letra da

---

não poderá aqui ser afastada. Afinal, os empréstimos participativos podem resultar da celebração de um contrato de crédito oneroso, cujo mutuante poderá, entre outros, ser um banco.

<sup>64</sup> Note-se, estritamente temporária.

<sup>65</sup> Tal entendimento deriva do facto de ao Fundo de Capitalização e Resiliência, criado pelo DL n.º 63/2021, de 28 de julho, ter sido acometida a finalidade de recuperar, ágil e eficazmente, a solvência das empresas, maioritariamente, das pequenas e médias empresas. Desta forma, procurando-se um “(...) equilíbrio entre o risco, o rendimento e a utilização de recursos públicos para apoiar projetos viáveis (...)”, “(...) o Estado poderá participar nos lucros futuros das empresas (...)”.

lei é clarividente<sup>66</sup> ao referir-se às sociedades, que estas vestes assumem, como “sociedades comerciais do setor não financeiro”<sup>67</sup>, pelo que se dúvidas houvesse quanto à possibilidade de aqui se abrangerem sociedades civis<sup>68</sup>, bem como outras pessoas coletivas<sup>69</sup>, estas, encontram-se, naturalmente, dissipadas. Uma vez conhecidas as sociedades que poderão assumir a posição de mutuário, é conveniente advertir-se o leitor para o seguinte: não obstante a centralidade assumida, no âmbito do RJEP, pelo capital próprio, enquanto resultado líquido próprio, e pelo capital social, também as sociedades comerciais cuja estrutura organizativa se afigura primária e simplificada, onde os sócios desempenham um papel absolutamente primordial, devem ser, nesta senda, consideradas. Referimo-nos, mormente, às sociedades em nome coletivo e às sociedades em comandita simples, *rectius*, às sociedades de pessoas.<sup>70</sup> De facto, entendemos que a natureza *intuitus personae* das sociedades ora identificadas em nada poderá obstar à sua inclusão na categoria das “sociedades comerciais do setor não financeiro”, na medida em que, para além de

---

<sup>66</sup> Tal clarividência poderá, em certa medida, advir do facto de, não obstante a elas se referir no art. 20.1, a do Real Decreto-Ley 7/1996 como “empresas prestatarias”, o legislador espanhol definir as entidades beneficiárias, no art. 20.1.d, do mesmo diploma, como “sociedades previstas en la legislación mercantil”.

<sup>67</sup> Quanto à definição de “sociedade financeira”, que aqui se revela essencial para esclarecer, *a contrario*, o âmbito do conceito de “sociedade do setor não financeiro”, *vide* o disposto na al. qq), do n.º 1 do art. 2.º-A do RGICSF, nos termos do qual as sociedades financeiras constituem as “(...) empresas, com exceção das instituições de crédito e das empresas de investimento, [que] tenham como atividade principal exercer, pelo menos, uma das atividades permitidas aos bancos, com exceção da receção de depósitos ou outros fundos reembolsáveis do público”.

<sup>68</sup> A este propósito conveniente será atentar no seguinte. O n.º 4 do art. 1.º do CSC estabelece que “as sociedades que tenham exclusivamente por objeto a prática de atos não comerciais podem adotar um dos tipos (...)” da lei societária. Ora, é nesta senda que JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES evidencia que este “híbrido societário”, não obstante a sua natureza civil, fica sujeito ao regime aplicável às sociedades comerciais e, bem assim, ao restante quadro regulatório pertinente à sociedades comerciais, concluindo, como tal, que a tarefa de distinção entre as verdadeiras sociedades comerciais e as ora sociedades civis sob a forma comercial se afigura especialmente artificial. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, 2023, *Op. cit.*, págs. 88 e 89. Atenta a dificuldade de diferenciação entre as figuras jurídicas *in casu*, cremos que as sociedades civis sob a forma comercial poderão, legitimamente, ser abarcadas pelo conceito legal de “sociedades comerciais do setor não financeiro” e, assim, aceder à figura dos empréstimos participativos.

Nesta senda, quiçá, as cooperativas poderão também ser incluídas no círculo dos mutuários, se se atentar, por um lado, «(...) na questão controversa que faz oscilar a doutrina nacional entre a sua qualificação como associação, como pessoa coletiva “sui generis”, e até como sociedade» e, por outro lado, na remissão expressamente incita no art. 9.º do Código Cooperativo, aprovado pela Lei n.º 199/2015, de 31 de agosto, nos termos do qual se define o CSC como direito subsidiário. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, 2023, *Op. cit.*, págs. 101 e 102. A este propósito note-se que JORGE PINTO FURTADO é uma das vozes que defende a natureza societária das cooperativas. JORGE PINTO FURTADO, 2004, págs. 152 e ss.

<sup>69</sup> Como são exemplo as fundações e as associações, enquanto pessoas coletivas de direito privado, que têm em vista a prossecução de um fim não lucrativo. De facto, estas não são consideradas sociedades à luz da lei societária, lei essa que, nem tão pouco, lhes é aplicável, analogicamente.

<sup>70</sup> A propósito dos tipos doutrinários e jurisprudenciais “(...) que pretendem organizar a compreensão do fenómeno societário de acordo com determinadas linhas de força essenciais” e, em concreto, da classificação tradicional que divide as sociedades comerciais em sociedades de pessoas e sociedades de capitais, *vide* JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, 2023, *Op. cit.*, págs. 155 a 158.

figurarem no mapa jurídico-positivo do nosso ordenamento, dispõem de um verdadeiro património social autónomo e de um correspondente capital social, tornando-se irrelevante o facto de, pelas obrigações sociais, os bens pessoais dos sócios responderem subsidiariamente<sup>71</sup> e de forma ilimitada.<sup>72</sup>

### 3.3. A Forma e a Contratação

Ora, em matéria de forma e contratação destes empréstimos participativos, existem, também, alguns pontos cuja relevância dita a sua abordagem no seio deste estudo.

Apesar de nos centrarmos, ao longo da nossa exposição, numa das modalidades legalmente previstas para a contratualização dos empréstimos participativos<sup>73</sup>, no presente subcapítulo pronunciar-nos-emos sobre ambas as formas. Assim, nos termos do disposto no n.º 1 do art. 4.º do DL, a contratualização dos empréstimos participativos pode assumir duas formas distintas. Por um lado, quando celebrados sob a forma de mútuo, estes devem assumir a forma escrita; por outro lado, quando celebrados através da emissão de títulos representativos de dívida, deverão seguir o regime aplicável à emissão de valores mobiliários. Ora, quanto à primeira modalidade de contratação, as exigências formais bastam-se com a redação a escrito do contrato, nada mais sendo requerido. Cremos que tal exigência, como de resto seria expectável, advém de preocupações atinentes à preservação da segurança jurídica no seio do mundo jurídico-negocial, dotando-se, ademais, os contraentes de um meio probatório do contrato entre si celebrado. Claro está que, quanto à segunda modalidade, não se exige o cumprimento de tal formalidade, uma vez que o valor jurídico protegido se encontra, outrossim, de antemão acautelado pela emissão de um título, físico, no qual se incorpora o empréstimo participativo.<sup>74</sup>

Quanto à contratação destes empréstimos, importa, desde logo, referir que as regras de contratação se aplicam, indistintamente, a ambas as modalidades, e por isso, a qualquer uma das formas que aqueles venham a assumir. Ora, dispõe o n.º 2 do art. 4.º do DL que

---

<sup>71</sup> Uma vez que os bens que integram o património social respondem, primeiramente, pelas obrigações sociais.

<sup>72</sup> Relativamente ao nascimento da responsabilidade comercial ilimitada, *vide* PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, 2020, págs. 1094 a 1099.

<sup>73</sup> Posição adotada *ab initio* no subcapítulo 3.1 do Capítulo III da presente dissertação.

<sup>74</sup> Aliás, tendo em conta que no ordenamento jurídico espanhol a contratualização de empréstimos participativos não depende do cumprimento de exigências formais, a doutrina espanhola sugere, a fim de se obter um meio de prova ou uma garantia de cobrança, o recurso a letras de câmbio e a obrigações, convertíveis ou não. No primeiro sentido, *vide* JOSÉ MARTÍNEZ SANCHIZ, 1987, págs. 168 e 169. No segundo sentido, *vide* JIMENÉZ DE PARGA, 1986, págs. 7 e 60 a 61.

a contratação dependerá sempre de uma prévia, expressa e favorável deliberação da assembleia geral da sociedade mutuária.<sup>75</sup> Contudo, nada mais é dito. Diante desta precariedade da letra da lei, é legítimo questionarmo-nos sobre a maioria exigida para efeitos desta deliberação, dado que, claro está, a lei geral societária a esta não se refere, em concreto. Ainda assim, atentando na particularidade<sup>76</sup> da figura jurídica *in casu*, designadamente, na atribuição, ao mutuante, do direito de conversão do empréstimo participativo em capital social do mutuário, concluímos que, com a efetivação de tal conversão, as participações sociais dos titulares do capital social do mutuário que não tenham previamente participado no aumento de capital deste serão, proporcionalmente, reduzidas. Ora, neste seguimento, é possível que, com a conversão, haja lugar a uma eventual alteração<sup>77</sup> da estrutura acionista do mutuário, pelo que cautelas adicionais devem ser adotadas.

Ora, tendo em conta a potenciação de situações de desequilíbrio gerada, cremos que se justifica a aplicabilidade, nesta senda, de exigências de maioria idênticas às que se encontram legalmente estipuladas na lei geral societária para efeitos da aprovação de alterações ao contrato de sociedade. Aliás, se percorrermos o plano legal jurídico-societário, concluímos que na grande maioria das situações legalmente tipificadas de alteração da estrutura acionista se exigem semelhantes quóruns. No que ao regime jurídico da emissão de ações com direito ao voto plural nas sociedades anónimas (cotadas), inovadoramente previsto no art. 21.º-D do CVM, o legislador nacional previu, designadamente, no seu n.º 3, que a deliberação de aumento de capital através da emissão desta categoria de ações carece de aprovação pela maioria legalmente prevista para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas.<sup>78</sup> Já relativamente à deliberação de emissão de obrigações convertíveis, prevista no art. 366.º do CCS, o legislador nacional entendeu ser necessário fixar como limiar mínimo da maioria necessária à sua aprovação o previsto para a deliberação de aumento de capital por novas entradas.<sup>79</sup> Também no que à emissão de obrigações com *warrant* diz respeito, cujo

---

<sup>75</sup> Nestes termos, evita-se, assim, e de forma evidente, uma tomada de assalto da sociedade pelo credor mutuante, na medida em que a contratualização dos empréstimos participativos, nomeadamente, dos seus termos, se encontra, *ab initio*, dependente de uma deliberação do grémio societário do mutuário. Encontra-se, assim, acautelada a posição jurídica dos sócios.

<sup>76</sup> Que a dita, aliás, da inovação já referida.

<sup>77</sup> Apenas na proporção do valor do empréstimo participativo não pago.

<sup>78</sup> Devendo, tal deliberação, respeitar o princípio do igual tratamento previsto no n.º 2 do art. 344.º do CSC. PAULO OLAVO CUNHA, 2022, pág. 217.

<sup>79</sup> Cfr. n.º 1 do artigo 366.º do CSC.

regime se encontra legalmente consagrado nos arts. 372.º-A e 372.º-B do CSC, se exige referida maioria, se atentarmos, desde logo, ao disposto no n.º 5 do artigo 372.º-B do CSC.<sup>80</sup> Finalmente, é ainda relevante notar que mesmo nos casos em que o aumento de capital, mediante a realização de entradas em dinheiro, é validamente deliberado pelo órgão de administração, se exige o cumprimento da maioria necessária para a alteração do contrato de sociedade.<sup>81</sup> De facto, tanto a previsão de tal possibilidade no contrato de sociedade, como a renovação de tais poderes dependerá, sempre e em todo o caso, de deliberação da assembleia geral adotada em cumprimento da maioria exigida para a alteração do contrato de sociedade.

Em face do supramencionado, facilmente se entende que o legislador nacional, perante alterações à estrutura do capital social, e bem assim, à composição do grémio societário, adotou uma posição mais conservadora, exigindo que tais mudanças sejam ajuizadas por uma maioria qualificada.<sup>82</sup> Com efeito, sempre que a conversão do empréstimo participativo em capital social do mutuário seja idónea a provocar a alteração da sua estrutura acionista, a deliberação do grémio societário deste deverá ser adotada pela maioria legalmente exigida para a introdução de alterações ao contrato de sociedade.

Aqui chegados, cumpre-nos, finalmente, referir qual(is) a(s) finalidade(s) da contratação da figura jurídica em análise. De facto, o DL, no seu art. 5.º, adianta, a título meramente exemplificativo<sup>83</sup>, algumas delas, tais como, o financiamento de investimentos, o reforço de fundo de maneio ou o reembolso de dívida anterior. Todavia, e uma vez mais, atribui-se, neste âmbito, uma considerável margem de conformação às partes, na medida em que se admite a atribuição de uma qualquer outra finalidade que nenhuma das legalmente previstas, caso nisso as partes tenham acordado e desde que se coadune com o objeto social do mutuário ou, quando aplicável, com a política de investimento do mutuante e do mutuário.<sup>84</sup>

---

<sup>80</sup> A disposição legal *in casu* remete expressamente para a norma consagrada no art. 366.º do CSC.

<sup>81</sup> Cfr. n.º 4 do artigo 456.º do CSC.

<sup>82</sup> Consciente, assim, da importância que tais mudanças assumem no seio da vida societária.

<sup>83</sup> Tal conclusão parece ser inequívoca, na medida em que o legislador, no prómio da norma, se refere à necessidade de as partes fixarem, expressamente, no contrato de empréstimo participativo a finalidade com o que mesmo é celebrado, independentemente de a finalidade indicada figurar, ou não, no elenco legal desenhado. Ademais, a ulterior utilização do advérbio “designadamente” reforça este mesmo entendimento.

<sup>84</sup> Cfr. al. d) do art. 5.º do DL.

### 3.4. A Remuneração e o Reembolso: Uma Questão de Gestão de Risco

Por ora, cabe-nos analisar alguns dos arts. do Capítulo II do DL em estudo, nomeadamente, os mais relevantes para uma compreensão integrada do funcionamento dos empréstimos participativos.

Como já se adiantou, para efeitos do DL, estes empréstimos apresentam um carácter oneroso, pelo que será relevante, primeiramente, procurar saber em que consiste tal remuneração. Ora, entende-se por “remuneração”

*(...) quaisquer contrapartidas, total ou parcialmente, indexadas aos resultados da sociedade mutuária e que sejam acordadas no contrato de empréstimo participativo ou nas condições de emissão dos títulos representativos de dívida (...).*<sup>85</sup>

De acordo com a presente definição, a participação nos resultados poderá consistir numa percentagem fixa ou crescente dos resultados apurados ou, pelo contrário, ser proporcional ao peso do valor nominal do empréstimo participativo no capital próprio da sociedade mutuária.<sup>86</sup> Por seu turno, a participação, independentemente da forma que revista, será aferida através de qualquer indicador financeiro previsto na demonstração de resultados da empresa, demonstração essa que reflita, claro está, a evolução da sua situação financeira.<sup>87</sup> Nesta senda, o legislador nacional exemplificou quais os indicadores relevantes, mencionando, para tal, o volume de negócios, o resultado operacional ou o resultado líquido.<sup>88/89</sup> Apesar de menos frequente, tendo em conta a finalidade do instrumento de capitalização do tecido empresarial português *sub judice*, a remuneração poderá ter ainda uma componente adicional de taxa de juro fixa<sup>90</sup>, independente, assim, dos resultados da sociedade

---

<sup>85</sup> Cfr. n.º 1 do art. 8.º do DL.

<sup>86</sup> Cfr. n.º 2 do art. 8.º do DL.

<sup>87</sup> Apesar de se permitir, objetivamente, a participação do mutuário nos resultados provenientes da boa marcha dos negócios da sociedade, não se lhe atribui a qualidade de sócio, não podendo este intervir na gestão societária. Como tal, os empréstimos participativos não constituem títulos representativos do capital, pelo que não poderão ser submetidos ao regime da transmissão de participações sociais.

<sup>88</sup> Cfr. n.º 4 do art.8.º do DL.

<sup>89</sup> Tendo em conta que idêntica solução legal é a consagrada, atualmente, no ordenamento jurídico espanhol, ELISABETH BUSTOS CONTELL alerta para o facto de a amplitude legal empregada na concretização do critério que determina a evolução do mutuário submeter a remuneração do empréstimo a variáveis que podem, de facto, existir independentemente da perceção de resultados, como acontece com o recurso ao indicador conferido pelo volume de negócios do mutuário. ELISABETH BUSTOS CONTELL, *Op. cit.*, pág. 94. Este risco talvez não se produziria, ou seria amenizado, caso a remuneração fosse determinada por referência a uma participação direta nos lucros distribuíveis auferidos pela sociedade mutuária. Aliás, DIOGO PESSOA defende que, em caso de perceção de lucros, a remuneração deveria ser obrigatoriamente paga. DIOGO PESSOA, 2022, págs. 10 e 11.

<sup>90</sup> Assim, a participação do mutuante nos resultados da sociedade mutuária, e, bem assim, na sua positiva evolução financeira, assume um carácter imperativo, pelo que a aferição da remuneração por aquela se guiará. Em contrapartida, a fixação de uma taxa de juro apresenta, apenas, um carácter facultativo, na medida

mutuária, garantindo-se, desta forma, ao mutuante uma rentabilidade mínima. Esta possibilidade advém, em grande medida, do facto de a sociedade mutuária apenas proceder ao pagamento da remuneração caso apresente resultados distribuíveis, cuja constatação emergirá das informações, pela sociedade mutuária prestadas, necessárias ao apuramento da respetiva remuneração, através nomeadamente, da apresentação da demonstração de resultados.<sup>91/92</sup> Contudo, tal risco encontra-se, de facto, mitigado, na medida em que, caso o mutuário não proceda ao pagamento da acordada remuneração, o mutuante terá o direito à conversão do empréstimo em capital social<sup>93</sup>, nos termos e para os efeitos do disposto no Capítulo III do DL.<sup>94</sup>

Nestes termos, o carácter variável da remuneração dos empréstimos participativos oferece, por um lado, ao mutuário, um financiamento flexível, habitualmente de médio-longo prazo<sup>95</sup>, com amplos períodos de carência<sup>96</sup>, durante os quais os juros eventualmente fixados poderão ser pagos apenas no momento do reembolso do capital, *i.e.*, na data de vencimento prevista no contrato<sup>97</sup>, contribuindo-se, assim,

---

em que será sempre fixada de forma independente dos resultados da sociedade mutuária. Tal conclusão advém, desde logo, da própria denominação atribuída aos empréstimos (participativos) *in casu*.

<sup>91</sup> Cfr. n.º 5 do art. 9.º do DL.

<sup>92</sup> Apesar de a relação jurídica proveniente da contração dos empréstimos em análise reclamar elevados padrões de transparência, tendo em conta as suas particularidades, o legislador permitiu, ainda assim, ao mutuante exigir a realização de uma auditoria, a ser conduzida por um auditor externo e independente do mutuário, “(...) sempre que tenha dúvidas quanto à informação prestada pelo mutuário”, como resulta expresso no n.º 6 do art. 9.º do DL. A este propósito cabe-nos atentar nas palavras de MARTA BOURA, segundo as quais a sobredita possibilidade «(...) não é, na verdade, sindicável pelo mutuário já que a expressão utilizada pelo legislador não permite concretizar a razão de ser dessas “dúvidas”: aqui caberão dúvidas por eventuais discrepâncias e/ou insuficiência da informação disponibilizada ou, tão-só, porque o mutuante pretende obter informação por meio de auditoria para melhor se certificar do apuramento da remuneração do mutuário». MARTA BOURA, *Op. cit.*, pág. 132. De facto, bem se compreende a razão de ser do presente entendimento: conhecendo-se já o risco em que incorre o mutuante aquando do recurso a esta nova figura jurídica, não se poderia, em caso de fundadas suspeitas de prestação de informações falsas ou incorretas pelo mutuário, deixá-lo à mercê de tal conduta, impossibilitado, pois, de haver a correspondente remuneração do empréstimo concedido.

<sup>93</sup> Sem prejuízo da possibilidade de cessão dos créditos emergentes do empréstimo a terceiros, prevista no art. 6.º do DL.

<sup>94</sup> Bem como, ao acionamento das garantias que, eventualmente, possam ter sido exigidas pelo mutuante e prestadas pelo mutuário. Efetivamente, não cremos que contenda com o espírito da lei a prestação de garantias pelo mutuário, sempre que o risco incorrido pelo mutuante assim o imponha. TIERRY BONNEAU afirma mesmo que, no seio do ordenamento jurídico francês, o original RJEP explica alguma da relutância dos mutuantes, excetuando, precisamente, os casos em que os mutuários concedem garantias suplementares. TIERRY BONNEAU, 2017, pág. 1068. A final, o risco é totalmente assumido pelo mutuante, já que, sem a apuração de resultados, a sociedade mutuária encontrar-se-á desobrigada a proceder ao pagamento da remuneração convencionada. Ora, o legislador parece ter sido sensível a isso mesmo ao prever, no n.º 3 do art. 9.º do DL, que o art. 322.º do CSC não é aplicável ao acionamento das garantias prestadas para segurança do empréstimo participativo.

<sup>95</sup> Como evidência BRUNO FERNÁNDEZ SCRIMIÉRI, o prazo mínimo, habitualmente, fixado para o vencimento destes empréstimos é de 10 anos. BRUNO FERNÁNDEZ SCRIMIÉRI, 2015, pág. 283.

<sup>96</sup> Cfr. n.º 4 do art. 10.º do DL.

<sup>97</sup> Cfr. al. b) do art. 12.º do DL.

para uma situação de maior liquidez; por outro lado, o mutuante tem a possibilidade de obter uma forma de rentabilidade média-alta, diretamente relacionada com o potencial crescimento do mutuário, na sua vertente económico-financeira<sup>98</sup>, impulsionando-se, como tal, concessões de créditos mais rentáveis, e, acima de tudo, mais ponderadas e criteriosas.

Não obstante, e em todo o caso, o DL<sup>99</sup> determina que, em situação de insolvência do mutuário, os empréstimos participativos se consideram créditos subordinados<sup>100</sup>, sendo, como tal, graduados depois dos demais créditos sobre a insolvência existentes mas acima (e apenas) dos créditos dos sócios e de outras pessoas especialmente relacionadas com a sociedade mutuária.<sup>101</sup> Ora, se, por um lado, a precária tutela legalmente conferida aos créditos subordinados convoca especiais cautelas<sup>102</sup>, no que à proteção da posição do credor mutante diz respeito, por outro lado, a mesma confere uma dupla garantia aos credores comuns da sociedade mutuária. Assim, outorgando-se aos empréstimos participativos a natureza de capital próprio, estes credores encontram-se, ainda, garantidos pelo património da sociedade.

Relativamente ao reembolso do empréstimo, ou à amortização dos títulos representativos de dívida, o mutuário poderá, desde logo, reembolsar o mutuante

*(...) a todo o tempo, pelo valor nominal, acrescido da remuneração prevista e não paga, bem como da remuneração que se venceria até ao início do trimestre em que ocorra o reembolso (...).*<sup>103/104</sup>

---

<sup>98</sup> Note-se, todavia, que a comutabilidade de juros entre o mutante e o mutuário em nada interfere na qualidade de credor daquele. Assim, o mutuante não intervirá nunca no projeto empresarial da sociedade mutuária como se de um *sócio de facto* se tratasse, não intervindo, como tal, nas tomadas de decisão desta, nem, tão pouco, no controlo do seu património.

<sup>99</sup> Cfr. art. 7.º do DL. A este propósito, o art. 20 do Real Decreto-Ley 7/1996 estipula igualmente a natureza subordinada dos presentes créditos.

<sup>100</sup> Sem prejuízo da produção de outros efeitos, em consequência da qualificação do crédito como subordinado, o especial regime de graduação é o mais relevante. Assim, apenas “(...) após o pagamento dos restantes créditos, e na medida das forças remanescentes da massa insolvente, é que há lugar à satisfação dos créditos subordinados”. LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, 2015, pág. 296.

<sup>101</sup> Consideram-se pessoas especialmente relacionadas com o devedor aquelas que se encontram previstas no elenco taxativo do n.º 2 do art. 49.º do CIRE.

<sup>102</sup> Advindas, desde logo, do facto de a declaração de insolvência da sociedade mutuária implicar, automaticamente, a extinção das eventuais garantias reais que possam ter sido prestadas sobre bens integrantes da massa insolvente acessórias aos créditos qualificados como subordinados. *Vide* LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Op. cit.*, pág. 451. Aliás, RUI PINTO DUARTE afirma, inclusive, que o objetivo desta categoria de créditos consistiu na necessidade de se distinguir negativamente estes créditos “(...) em razão dos seus titulares ou em razão das suas características objetivas”. RUI PINTO DUARTE, 2004, págs. 55 e 56.

<sup>103</sup> Cfr. n.º 1 do art. 10.º do DL.

<sup>104</sup> Nesta senda, será relevante evidenciar a impossibilidade de o mutuário proceder ao reembolso do empréstimo, independentemente do momento em o que faça, caso tal reembolso importe a violação das regras gerais prevista na lei societária relativas à intangibilidade do capital social, à cobertura dos

No entanto, à luz do disposto no n.º 3 do art. 10.º do DL, o reembolso apenas poderá ser realizado, antecipadamente, ou não, com fundos que possam ser distribuídos aos sócios, nos termos da lei societária. Por sua vez, o mutuante apenas poderá, igualmente, solicitar o reembolso, total ou parcial, do empréstimo participativo, acoplado da remuneração devida, caso tal direito se encontre expressamente previsto no contrato e respeite, ainda, as condições neles previstas.<sup>105</sup>

Na disponibilidade das partes encontra-se, ainda, e para além da já mencionada componente adicional de taxa de juro à remuneração e do já referido período de carência, a possibilidade de o pagamento do reembolso ser precedido de uma deliberação prévia da assembleia geral da sociedade mutuária.<sup>106</sup>

### **3.5. A Conversão do Empréstimo Participativo em Capital Social: O Almejo da Construção de uma Figura Jurídica I(nova)dora**

Ora, como já se tem vindo a adiantar, o direito de conversão do empréstimo participativo em capital social figura como uma consequência jurídica do incumprimento do mutuário, incumprimento esse que se poderá traduzir<sup>107</sup> quer no não reembolso integral<sup>108</sup> do capital mutuado, quer no não pagamento da remuneração devida por um período superior a doze meses, seguidos ou interpolados, e quer, ainda, no caso de o órgão de administração da sociedade mutuária não apresentar ao mutuante o comprovativo da aprovação de contas e do respetivo depósito dos fundos devidos no prazo de doze meses sobre o prazo legal aplicável.<sup>109</sup>

Em princípio, a efetivação deste mecanismo de conversão não ocorre *ipso iure*, sendo, ao invés, necessário percorrer o procedimento legal sequencialmente previsto

---

prejuízos transitados e à constituição (ou reconstituição) de reservas legal e estatutariamente impostas. Referimo-nos, deste modo, ao disposto no art. 11.º do DL. DIOGO PESSOA alerta para o facto da letra da lei se referir, de forma inespecífica, a “reservas”, questionando, como tal, se se abrangem quer as reservas distribuíveis, quer as reservas não distribuíveis. Não obstante, o Autor conclui que apenas uma interpretação restritiva se afigura razoável, devendo, como tal, serem abrangidas apenas as reservas não livres e, por isso, não distribuíveis. DIOGO PESSOA, *Op. cit.*, pág. 3.

<sup>105</sup> Cfr. n.º 2 do art. 10.º do DL.

<sup>106</sup> Cfr. n.º 5 do art. 10.º do DL. Uma vez mais, consagra-se uma previsão legal que tem em vista minorar o evidente desequilíbrio negocial entre as partes do presente contrato, acautelando-se a posição do mutuário quanto às eventuais situações de abuso.

<sup>107</sup> Cumpre-nos, aqui, referir que as partes podem, não obstante o legalmente consagrado, estabelecer condições mais exigentes para a aferição da existência de uma situação de incumprimento. Todavia, tal não significa que as referidas condições possam, na prática, implicar a exclusão do direito à conversão. Este é, de facto, o *ex libris* do RJEP. Assim, *vide* DIOGO PESSOA, *Op. cit.*, pág. 12.

<sup>108</sup> Por não se terem verificado as condições referidas nos arts. 10.º e 11.º do DL, decorrido o prazo de reembolso previamente fixado pelas partes.

<sup>109</sup> Cfr. art. 14.º do DL.

nos arts. 15.º a 20.º do DL. Neste seguimento, o mutuante deverá, primeiramente, apresentar uma proposta de conversão<sup>110/111/112</sup>, tendo o mutuário de, uma vez recebida a mencionada proposta, convocar, imediatamente, uma assembleia geral, a qual se realizará no prazo de sessenta dias a contar da receção da proposta, com vista à discussão sobre a aprovação ou a recusa das deliberações naquela referidas.<sup>113</sup> Todavia, a lei presume, de antemão, a aprovação da proposta apresentada pelo mutuante, sendo, contudo, a sua elisão admitida mediante a previsão no contrato de empréstimo participativo das consequências de uma deliberação de recusa da assembleia geral das deliberações referidas na proposta.<sup>114/115</sup>

Não obstante o suprarreferido, casos os há em que, alternativamente, o mutuante goza de um verdadeiro direito potestativo de conversão<sup>116</sup>, não sendo, como tal, necessário cumprir o procedimento arquetizado nos arts. 15.º a 20.º do DL. A

---

<sup>110</sup> A proposta deverá ser acompanhada de um relatório elaborado por um revisor oficial de contas independente, que se refira, concretamente, ao rácio de conversão aplicado e ao projeto de alteração dos estatutos do mutuário. Nesta senda, aplicar-se-á, supletivamente, o disposto no CSC sobre a verificação de entradas em espécie, nomeadamente, o disposto no art. 28.º CSC. Ainda neste âmbito, é necessário evidenciar que exigências legais menos severas são impostas aquando da operação de aumento de capital por conversão de créditos a título de suprimentos. Efetivamente, nos termos do disposto no n.º 4 do art. 89.º do CSC, a verificação das entradas, *in casu*, bastar-se-á com a apresentação de uma declaração de um contabilista certificado ou de um revisor oficial de contas, na qual se ateste que a respetiva quantia se encontra inscrita nos regimes contabilísticos da sociedade, bem como se esclareça a proveniência da quantia e a data em que foi disponibilizada. Assim, não exigiu o legislador societário o cumprimento do disposto no art. 28.º do CSC. No entanto, não cremos que as formalidades acrescidas constantes do RJEP constituam um entrave à sua contratação, tendo em conta que *in casu* se encontram formas de financiamento substancialmente distintas, reclamadas em fases do desenvolvimento da sociedade, carecida de solvabilidade e/ou de liquidez, igualmente distintas.

<sup>111</sup> Note-se que, nesta fase, a colaboração do mutuário é também exigida, já que este se encontra onerado com o dever de prestar todas as informações que se revelem necessárias à elaboração da mencionada proposta, tal como impõe o art. 17.º do DL.

<sup>112</sup> A proposta deverá, ainda, conter os elementos previstos no n.º 2 do art. 15.º do DL.

<sup>113</sup> Cfr. n.º 1 do art. 17.º do DL.

<sup>114</sup> Cfr. n.º 2 do art. 18.º do DL.

<sup>115</sup> Será no âmbito da referida assembleia geral que os sócios ou acionistas da sociedade mutuária poderão manifestar o seu interesse em exercer o seu direito de preferência no aumento de capital, previsto no art. 19.º do DL, caso em que o aumento deverá ser realizado em dinheiro, sendo obrigatoriamente aplicado na amortização dos créditos que, de outra forma, seriam convertidos em capital social. A atribuição, pelo legislador nacional, de um direito de preferência ao grémio societário, à data do exercício do direito de conversão, não é, de todo, despicienda. De facto, o direito de preferência surge, neste âmbito, como um sucedâneo do direito de preferência atribuído aquando dos aumentos de capitais, *rectius*, como uma antecipação no tempo desse direito, já que, aquando do sobredito exercício do direito de conversão, já nada poderá o grémio societário fazer para impedir a alteração da estrutura das participações sociais. Este é o entendimento adotado por ANA PERESTRELO OLIVEIRA, aquando da análise da *ratio legis* do art. 367.º do CSC, que, apesar de integrar o estudo do regime jurídico das obrigações convertíveis, se mostra, nesta sede, pertinente apresentar, atendendo à similitude existente entre aquelas e o instrumento financeiro *sub judice*. *Op. cit.*, pág. 163. No mesmo sentido *vide* FLORBELA PIRES, 2011, pág. 901.

<sup>116</sup> Desde que, claro está, as partes nisso consentam e, como tal, o façam constar expressamente do contrato de empréstimo participativo, definindo, assim, as circunstâncias e os termos em que tal conversão automática ocorrerá. É o que resulta do disposto no n.º 4 do art. 15.º do DL.

conversão do empréstimo em capital social ocorrerá, por ora, *ipso iure*, sem que as partes nada tenham de fazer diante de uma situação de incumprimento. A previsão contratual<sup>117</sup> deste direito potestativo deverá, não obstante, ter acolhimento no próprio contrato da sociedade mutuária ou, em qualquer caso, ser autorizado nos termos do disposto no art. 366.º do CSC. Nestes termos, a deliberação que verse sobre a atribuição deste direito deverá ser adotada pela maioria prevista no contrato de sociedade, não podendo, nunca, ser inferior à exigida para a deliberação de aumento de capital social através da realização de novas entradas.<sup>118</sup> Ora, havendo a intenção *in casu* de o mutante exercer plenamente o direito de conversão do empréstimo participativo em capital social do mutuário, então, ter-se-á de entender que a deliberação de aumento de capital, necessária para satisfazer tal pedido de conversão, já foi, igualmente, adotada. Assim, e da nossa parte, parece que a adoção de uma deliberação no sentido da atribuição de um direito potestativo de conversão ao mutuante contém já, em si mesma, uma deliberação de aumento de capital. Ora, nestes termos, pugnando-se pela existência de uma deliberação de aumento de capital irrevogável, dever-se-á entender que os requisitos de quórum atinentes à deliberação que atribui o direito potestativo de conversão serão os mesmos.<sup>119</sup>

#### **IV. Conclusão**

Ora, a introdução no ordenamento jurídico nacional deste novo instrumento de financiamento e capitalização de sociedades comerciais do setor não financeiro pode, globalmente, ser considerada uma intervenção legislativa meritória. A este propósito é, desde logo, de salientar a inovação e a novidade comportadas pelos empréstimos participativos, que em grande medida, se devem à previsão, no regime jurídico que os regulamenta, de um direito de conversão do montante mutuado em capital social do mutuário, sem que haja, necessária e automaticamente, uma diluição do controlo acionista. Ademais, a transferência do risco de investimento para a esfera do mutuante, tendo em conta que este apenas será remunerado caso o mutuário apresente resultados distribuíveis, contribui para a afirmação da presença de um instrumento financeiro distinto dos demais existentes. Finalmente, a possibilidade legalmente conferida às partes

---

<sup>117</sup> A este propósito salienta-se a possibilidade de as partes, livre e arbitrariamente, definirem os requisitos para o direito à conversão, sem que o subordinem a qualquer critério material, que tenha sido, previamente, sujeito ao crivo legal.

<sup>118</sup> MARTA BOURA, *Op. cit.*, pág. 136.

<sup>119</sup> Sobre semelhante entendimento, quanto à interpretação a ser dada ao n.º 3 do artigo 366.º do CSC, *vide* ORLANDO VOGLER GUINÉ, 2018, pág. 936.

contratantes de conformarem<sup>120</sup>, em seu favor, o próprio RJEP, dota este instrumento de uma versatilidade e flexibilidade que em muito contribuem para a construção de um caráter verdadeiramente inovador.

Contudo, e não obstante ter sido introduzido um instrumento financeiro dotado, em abstrato, das particularidades necessárias à promoção e ao reforço de estruturas de capitais mais equilibradas, a compreensão do RJEP delineado nos termos do disposto no DL convoca a adoção de algumas cautelas, especialmente, aquando do aconselhamento do mutuário que pretende usufruir de um financiamento deste tipo. É que tendo em conta o rol de entidades habilitadas a conceder empréstimos participativos, facilmente nos apercebemos da dissimetria, a nível negocial, existente entre o mutuante e o mutuário, que poderá, não raras vezes, contribuir para a celebração de um contrato sob termos e condições pouco vantajosas para o mutuário. Todavia, é de notar que, no ponto diametralmente oposto, também o mutuante, e todos aqueles que com o mutuário contratem, pode ser surpreendido por uma situação económico-financeira distorcida, confiando na falsa aparência de solvabilidade e liquidez gerada, que em muito se deve à definição do âmbito objetivo da figura *in casu*.

Pois bem, apercebemo-nos, então, de que os méritos do RJEP supramencionados poderão, afinal, consubstanciar fragilidades comprometedoras do sucesso da figura jurídica em análise, cabendo, por isso, aos intérpretes e aplicadores do Direito acautelar a eventual produção de efeitos adversos, por referência à posição que ocupem.

Apesar das críticas tecidas e das fragilidades apontadas, cremos que, por tudo quanto foi exposto, o RJEP se encontra dotado das características essenciais ao cumprimento das finalidades que se propôs a alcançar, enquanto instrumento financeiro capaz de apresentar uma verdadeira alternativa ao financiamento bancário. De facto, facilitado se encontra, por ora, o acesso ao mercado de capitais pelas sociedades, *rectius*, pelas PME do setor não financeiro, que, de outra forma, se manteriam na dependência dos termos e das condições da concessão, não raras vezes onerosa, do crédito bancário.

Finalmente, considerando a precocidade da i(nova)dora figura jurídica, e inibindo-nos de proferir juízos de prognose, um tanto proféticos, resta-nos aguardar, atentamente, a sua implementação na ordem jurídica nacional, que se encontrará, indubitavelmente,

---

<sup>120</sup> Apesar de, como já se evidenciou, os aspetos caracterizadores do RJEP, nomeadamente, a necessidade de declaração contratual expressa de sujeição do empréstimo ao regime do DL, as alterações vedadas pelo disposto no art. 13.º do DL e a determinação de um direito potestativo de conversão, não poderem ficar na total dependência do acordo das partes.

subordinada à receptividade dos diversos agentes do mercado<sup>121</sup>, num contexto económico-social profundamente frágil.

---

<sup>121</sup> É, assim, com ânsia que aguardamos a proliferação do recurso aos empréstimos participativos, a fim de aferir a posição por estes adotada, em especial, pelos investidores de capital de risco.

## V. Referências Bibliográficas

- ABREU; Jorge Coutinho de, *et. al.* (Coord.: CARVALHO; Maria Miguel e DOMINGUES; Paulo de Tarso) (2011) – “Subcapitalização de sociedade e desconsideração da personalidade jurídica”, *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*, Coimbra, Almedina;
- (Coord.: ABREU; Jorge Coutinho de) (2017) – *Congresso Internacional “As Pequenas e Médias Empresas e o Direito”*, Coimbra, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra;
- ALBOS; Juan (1997) – “New Regulations for Participative Loans in Spain: Corporate and Taxation Aspects”, in *Intertax*, Volume 25, Issue 6-7, *s.l.*, Kluwer Law International;
- ALMEIDA; Joana Freire (2015) – “Capital social, reservas e suprimentos: seu conteúdo, função e papel na cobertura de prejuízos”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, número 3-4, Coimbra, Almedina, disponível in <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/capital-social-reservas-e-suprimentos-seu-conteudo-funcao-e-papel-na-cobertura-de-prejuizos>;
- ANTUNES; José Engrácia (2008) – “Capital Próprio, Reservas Legais Especiais e Perdas Sociais”, in *Scientia Iuridica*, Tomo 57, número 313, *s.l.*, *s.n.*;
- (2019) – *Os Instrumentos Financeiros*, Reimpressão da 3.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Almedina;
- (2023) – *Direito das Sociedades*, 11.<sup>a</sup> Edição Revista e Atualizada, Porto, *s.n.*;
- AUGUSTO; Francisco e MATEUS; Márcio (2021) – *A vulnerabilidade financeira e a dívida em excesso das empresas em Portugal: uma aplicação ao choque COVID-19*, *s.l.*, *s.n.*, disponível in <https://www.gpeari.gov.pt>;
- BONFIM; Diana, CUSTÓDIO; Cláudia e RAPOSO, Clara (2022) – *O financiamento das PME portuguesas: a crise de a recuperação entre 2008 e 2018*, *s.l.*, *s.n.*, disponível in <https://www.ffms.pt/pt-pt/estudos/o-financiamento-das-pme-portuguesas>;

BONNEAU; Thierry (2017) – *Droit Bancaire*, 12.<sup>a</sup> Edição, Paris, LGDJ;

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 XIV, número 1, Coimbra, Almedina, disponível in <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/o-regime-juridico-dos-emprestimos-participativos-comentario-ao-decreto-lei-n.o-112022-de-12-de-janeiro>;

CAMPOS; Diogo Leite (1986) – “A Responsabilidade do banqueiro pela concessão ou não concessão do crédito”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, Ordem dos Advogados, Volume 46;

CATARINO; Luís Guilherme e PEIXE; Manuela (2016) – “A nova regulamentação dos mercados financeiros – um Tsunami regulatório?”, Partes I e II, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL Editora;

CATARINO; Luís Guilherme (Coord.: CMVM) (2021) – “União do Mercado de Capitais e convergência na supervisão europeia: tensões e dificuldades vertidas no caso ESMA-short selling”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Almedina;

CONTELL; Elisabeth Bustos (2006) – *El Préstamo Participativo en la Financiación del Plan Estratégico de las Pymes*, Madrid, Editora Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas;

CORDEIRO; António Menezes (2018) – *Direito Bancário*, 6.<sup>a</sup> Edição Revista e Atualizada, Coimbra, Almedina;

——— *et. al.* (Coord.: CORDEIRO; António Menezes, GOMES; Januário da Costa, BASTOS; Miguel Brito e LEAL; Ana Alves) (2018) – “Responsabilidade bancária, deveres assessórios e nexos de causalidade”, in *Estudos de Direito Bancário I*, Coimbra, Almedina;

- CRESSY; Robert e OLOFSSON; Christer (1996) – “The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda”, in *Small Business Economics*, número 9, s.l., Springer Science+Business Media;
- CUNHA; Paulo Olavo (Org.: VASCONCELOS; Pedro Pais de) (2022) – “As Alterações Introduzidas no Direito das Sociedades Comerciais pela Reforma do Código dos Valores Mobiliários”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 13, Volume 27, Coimbra, Almedina;
- DIAS; Gabriela Figueiredo (Coord.: CMVM) (2021) – “Sustentabilidade, Grupos de Interesses e Propósito Empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Almedina;
- DOMINGUES; Paulo de Tarso (2004) – *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Coimbra Editora;
- DUARTE; Rui Pinto (2004) – “Classificação dos Créditos sobre a Massa Insolvente no Projeto de Código da Insolvência e Recuperação de Empresas”, in *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*, Coimbra, Coimbra Editora;
- FAURE; Amparo Navarro (COORD.: ASSOCIAÇÃO FISCAL PORTUGUESA E INSTITUTO LATINO AMERICANO DE DERECHO TRIBUTÁRIO) (1998) – “Los Préstamos Participativos em España: Um Ejemplo de las Consecuencias Jurídico-Tributarias de la Infracapitalización de las Empresas”, in *XIX Jornadas Latino-Americanas de Direito Tributário*, Volume I, Lisboa, Associação Fiscal Portuguesa;
- FERNANDES; Luís A. Carvalho Fernandes e LABAREDA; João (2015) – *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, 3.<sup>a</sup> Edição, Lisboa, Quid Juris;
- FURTADO; Jorge Pinto (2004) – *Curso de Direito das Sociedades*, 5.<sup>a</sup> Edição Revista e Atualizada, Coimbra, Almedina;

- GOMES; Fátima (1999) – *Obrigações Convertíveis em Ações*, Lisboa, Universidade Católica Editora;
- GUINÉ; Orlando Vogler (Coord.: ABREU; Jorge Coutinho de) (2018) – *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume V, Coimbra, Almedina;
- LAURENT; Sandra (2005) – *Convertible Debt and Preference Share Financing: An Empirical Study*, disponível in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=668364](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=668364);
- LUÍS; Alberto (1985) – “O crédito abusivo e a mentira bancária”, in *Direito Bancário: Temas críticos e legislação conexa*, Coimbra, Almedina;
- MARQUES; Filipe Lowndes, LAGO; Maria Soares do (2021) – «Fundos de créditos – o primeiro passo para o verdadeiro “Alternative Lending” em Portugal?», in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Volume 2, número 11, s.l., s.n., disponível in <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2021/07/Vol3-n11-6-Filipe-Lowndes-Marques.pdf>;
- MARTINS; Alexandre de Soveral, et. al. (Org.: Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho) (2002) – “Capacidade e Representação das Sociedades Comerciais”, in *Problemas do Direito das Sociedades*, número 1, Coimbra, Almedina;
- MARTINS; Paulo Lameiras, et. al. (Coord.: CMVM) (2021) – “Mercado de Capitais – Sucessão ecológica ou extinção”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.ª Edição, Coimbra, Almedina;
- MATIAS; Miguel Neves (2009) – “O relacionamento bancário e o financiamento das PME: Uma revisão da literatura”, in *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Volume 8, número 1, s.l., Redalyc, disponível in <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=388539115003>;
- MCCANN; Fergal, O'TOOLE; Conor e RYAN; Robert (2014) – "Does bank market power

affect SME financing constraints?”, in *Journal of Banking & Finance*, s.l., Elsevier, número 49;

MEDIAVILLA; José Colino, *et. al.* (Coord.: NAHARRO; Mónica Fuentes e LÉRIDA; María Sagrario Navarro) (2011) – “Disolución por Perdidas y Vulneraciones del Principio de Correspondencia del Capital por las Normas Regulatoras de los Créditos Participativos”, in *La Modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España. Cuestiones Pendientes de Reforma*, Volume 2, Madrid, Thomson Reuters Aranzadi;

——— (2014) “Créditos y Préstamos Participativos”, in *Contratos (civiles, mercantiles, públicos, laborales e internacionales, con sus implicaciones tributarias)*, Tomo IX, *Contratos de Financiación y Garantía*, Madrid, Thomson Reuters Aranzadi;

OLIVEIRA; Ana Perestrelo de (2015) – *Manual de Corporate Finance*, Reimpressão da 2.ª Edição, Coimbra, Almedina;

——— (2009) “Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, número 1, Coimbra, Almedina, disponível in <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/os-credores-e-o-governo-societario-deveres-de-lealdade-para-os-credores-controladores;>

PARGA; Jimenéz (1986) – “Los créditos participativos”, in *Revista de la Economía Social*, Suplemento, Ano II, número 4, Barcelona, s.n.;

PESSOA; Diogo (2022) – *The Portuguese Framework of Participative Loans – some questions and perplexities*, s.l., s.n., disponível in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4042047;](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4042047;)

PETERSSEN; Mitchell A. e RAJAN; Raghuram G. (1994) – “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Business Data” in *The Journal of Finance*, Volume XLIX, número 1, s.l., Wiley-Blackwell e American Finance Association, disponível in <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x;>

- PINTO; Alexandre Mota (2002) – *Do Contrato de Suprimento. O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Coimbra, Almedina;
- PIRES; Florbela (Coord.: CORDEIRO; António Menezes) (2011) – *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Almedina;
- PONT; Broseta M. (1984) – «Régimen de los “préstamos participativos” (El art. 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)», in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, Valladolid, Lex Nova;
- SÁ; Almeno de (1998) – *Responsabilidade bancária: dever de informação, corte de crédito*, Coimbra, Coimbra Editora;
- SANCHIZ; José Martínez (1987) – “Préstamos y créditos participativos y subordinados”, in *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XXVIII, Madrid, Editoriales de Derecho Reunidas;
- SANZ; Margarita Viñuelas (Coord.: ANIBARRO; Hierro), (2010) – “Simplificación de la contabilidad. La reforma del Derecho contable em la Ley 16/2007”, in *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Madrid, Edição Marcial Pons;
- (2017) – “Los Préstamos Participativos”, in *Revista de Derecho Mercantil*, número 305, Madrid, Thomson Reuters Aranzadi;
- SCRIMIERY; Bruno Fernández (2015) – “Financiación alternativa para pymes y emprendedores”, in *Anuario de Capital Riesgo 2015*, Madrid, Instituto de Capital Riesgo, disponível in <https://docplayer.es/77839510-Anuario-de-capital-riesgo.html>;
- SERRA; Catarina (2022) – “Enquadrar a recuperação das PME (rectius: MPE) à luz da Lei n.º 9/2022, de 11 de janeiro”, in *Revista de Direito Comercial, s.l., s.n.*, disponível in <https://www.revistadedireitocomercial.com/enquadrar-a-recuperacao-das-pme>;

VASCONCELOS; Pedro Pais de (2006) – *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Almedina;

——— (2009) – *Contratos Atípicos*, Dissertação de Doutoramento, 2.<sup>a</sup> Edição, Almedina, Coimbra;

——— (2020) – “Sociedade peculiar: a origem das sociedades de responsabilidade limitada”, in *Revista de Direito Comercial, s.l., s.n.*, disponível in <https://www.revistadedireitocomercial.com/sociedade-peculiar-a-origem-das-sociedades-de-responsabilidade-limitada;>

VILLAVARDE; Rafael García (Coord.: Díez; Antonio Polo) (1994) – “Créditos Participativos”, in *Estudios de Derecho Bancario y Bursatil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo II, Madrid, La Ley;

——— (1997) “Créditos Participativos”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, número 9, Madrid, Thomson Reuters Aranzadi.