



CATÓLICA
FACULDADE DE DIREITO

ESCOLA DE LISBOA

O CAPITAL DE RISCO E O FINANCIAMENTO BANCÁRIO EM
PORTUGAL

Mestrado Direito Empresarial

Dissertação apresentada à Universidade Católica Portuguesa para obtenção do grau de
Mestre em Direito

Autor(a): Mafalda Silva Carvalho, nº 142714071

Sob orientação de Mestre Evaristo Mendes

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Lisboa, Julho de 2019

ÍNDICE

I. Introdução

- 1. As empresas portuguesas e as diversas técnicas de financiamento através de capitais próprios e alheios.....1
- 2. Apresentação do tema.....6

II. Análise Estrutural da Atividade de Capital de Risco

- 3. O contexto histórico e cultural.....7
 - 3.1. Evolução legislativa em Portugal9
- 4. Enquadramento Legal.....11
 - 4.1. O Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado11
 - 4.2. O Conceito de Capital de Risco.....13

III. Confronto entre o Capital de Risco e as restantes formas de Financiamento tradicionais

- 5. As principais diferenças entre o Capital de Risco e o Financiamento Bancário tradicional.....16

IV. O Desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal

6. Valores relativos à atividade de Capital de Risco, estruturas e formas de financiamento.....	24
6.1. Montantes sob Gestão.....	24
6.1.2. Valor do Setor e Investimento do Setor.....	26
6.1.3. Tipo, Origem e Valor dos Investimentos.....	29
6.1.4. Setores de Atividade e Fases do Investimento em Capital de Risco.....	32
6.1.5. Investimento Líquido e Rotação das Carteiras.....	35
6.1.6. Estratégias de Desinvestimento.....	37
6.2. Súmula Conclusiva dos vários indicadores de Capital de Risco.....	39
6.3. Operações de Capital de Risco.....	42
6.3.1. A estrutura organizacional dos investimentos através de FCR.....	44

V. Análise da relação contratual estabelecida entre investidores SCR e FCR e a sociedade participada

7. A liberdade de estipulação ou modelação do conteúdo negocial.....	49
7.1. Disposições contratuais mais relevantes.....	49

VI. Breve referência à tributação do Capital de Risco em Portugal

8. Regime Fiscal – benefícios e isenções.....	55
8.1. A tributação das SCR, FCR e ICR	57

VII. Conclusão.....	61
----------------------------	-----------

VIII. Anexos.....65

IX. Bibliografia.....75

ABREVIATURAS

BA – Business Angel

BIMBO – Buy-In Management Buy-Out

CC – Código Civil

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CR – Capital de Risco

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FCR – Fundo de Capital de Risco

FCP – Fundos Comercializáveis junto do Público

FIA – Fundo de Investimento Alternativo

FIAE – Fundos de Investimento Alternativo Especializado

FIQ – Fundos de Investidores Qualificados

GFCR – Gestores de Fundos de Capital de Risco

GFIA – Gestor de Fundo de Investimento Alternativo

IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação

IBO – Institutional Buy-Out

ICR – Investidores de Capital de Risco

IPO – Initial Public Offering

MBI – Management Buy-In

MBO – Management Buy-Out

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPS – Oferta Pública de Subscrição

OPV – Oferta Pública de Venda

PE – Private Equity

PME – Pequenas e Médias Empresas

PtoP – Private to Public

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco

SCR – Sociedades de Capital de Risco

SES – Sociedades de Empreendedorismo Social

SGFCR – Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco

SGPS – Sociedades Gestoras de Participações Sociais

SIAE – Sociedades de Investimento Alternativo Especializado

SICR – Sociedades de Investimento em Capital de Risco

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

UCLA – University of California at Los Angeles

UE – União Europeia

VC – Venture Capital

VLGF - Valor Líquido Global dos Fundos

I. Introdução

1. As empresas portuguesas e as diversas técnicas de financiamento através de capitais próprios e alheios

O tecido empresarial português é principalmente constituído por pequenas e médias empresas (PME)¹. De acordo com dados do Instituto Nacional de Estatística, em 2017, as PME representavam 98,5% das empresas nacionais (sociedades mais empresas individuais) 77,2% do volume de emprego e 55,9% do volume de negócios². Estes dados revelam o peso que as PME têm na nossa estrutura empresarial, e demonstram a sua relevância para a economia nacional, atingindo valores de produtividade e de remuneração média mensal superiores aos das grandes sociedades.³

O financiamento constitui um pilar fundamental para o crescimento das empresas e, sobretudo, das PME, uma vez que os capitais próprios que possuem são geralmente reduzidos. Na verdade, desde sempre que uma das maiores dificuldades apontadas às PME se situa, precisamente, a este nível. No decurso da sua atividade, as empresas têm naturalmente necessidade de recorrer ao financiamento de capital como forma de garantir a aquisição e manutenção dos seus ativos tangíveis e intangíveis, bem como para o desenvolvimento normal da sua atividade. Neste sentido, as empresas dispõem de duas fontes de financiamento possíveis: a interna e a externa. O financiamento interno

¹ De acordo com a Recomendação n.º 2003/361/CE, de 6 de Maio, da Comissão Europeia e com o Decreto-Lei n.º 372/2007 de 6 de Novembro, genericamente o conceito de PME engloba o universo empresarial que respeita os seguintes limites: número de efetivos inferior a 250 trabalhadores; volume de negócios até 50 milhões de Euros; e total do Balanço inferior a 43 milhões de Euros.

² Informação disponível em:

<https://www.pordata.pt/Portugal/Volume+de+negócios+d+pequenas+e+médias+empresas+total+e+por+dimensão-2932>

³ INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA, *Empresas em Portugal*, 2017, p. 6

tem por base os capitais próprios. Por sua vez, o financiamento externo é obtido através de capitais alheios.

Por “*capitais próprios*” entendem-se, aqui latamente, os meios de financiamento que têm origem nos detentores do capital social. No entanto, é importante salientar que os capitais próprios nesta aceção ampla só parcialmente coincidem com o capital social e, inclusive, com o capital próprio (ativo de balanço deduzido do respetivo passivo).⁴

A primeira forma de financiamento com capitais próprios consiste nas entradas realizadas pelos sócios, que estão na base das respetivas participações sociais (partes sociais, quotas ou ações), ou relativas a aumentos de capital. Particularmente nas sociedades anónimas, esta constitui uma forma importante de financiamento societário. Note-se ainda, a este respeito, o papel dos ágios ou prémios de emissão, que correspondem à diferença entre o valor com que o sócio entra efetivamente para a sociedade⁵ e o valor nominal ou de emissão da participação. Além das entradas, entre os elementos que integram os capitais próprios, incluem-se as prestações suplementares e as prestações acessórias não onerosas e não reembolsáveis, ou apenas reembolsáveis nos termos em que o são as prestações suplementares (capital próprio em sentido técnico), a que acrescem os suprimentos, como espécie de quase capital próprio, as obrigações subordinadas e os meios gerados pela própria sociedade e levados a reservas.⁶

Na aceção estrita aqui utilizada, os capitais alheios são os meios de financiamento que têm origem em terceiros externos à sociedade (ou nos sócios enquanto terceiros). O exemplo tradicional deste tipo de heterofinanciamento são os empréstimos obtidos pelas

⁴ No sentido do disposto no n.º 1 do artigo 349.º do CSC, recentemente alterado pela Lei n.º 49/2018, de 14 de Agosto, por exemplo, o “capital próprio” deverá ser entendido como o somatório do capital realizado, deduzidas as ações próprias, com as reservas, os resultados transitados e os ajustamentos em ativos financeiros.

⁵ Tendencialmente, o valor real da participação.

⁶ Enquanto as prestações suplementares são sempre, tecnicamente, capital próprio, os suprimentos são incluídos no passivo (sem prejuízo da sua configuração como capitais *quase-próprios*); no caso das prestações acessórias, a qualificação dependerá da sua concreta configuração.

empresas junto de entidades financeiras. Sejam empréstimos de curto prazo para resolver situações pontuais de falta de liquidez, empréstimos em conta corrente ou descoberto bancário. No capital alheio, incluem-se ainda, *inter alia*, o leasing e o factoring, certas formas de financiamento por parte de sociedades financeiras não bancárias, os empréstimos de sócios não qualificáveis como suprimentos e, noutro plano, dentro das formas de financiamento clássicas, os empréstimos obrigacionistas. Tais capitais alheios têm a si associados, em princípio, pagamentos regulares, bem como um prazo de vencimento, em que tanto o reembolso como a “*remuneração futuros estão previamente definidos, de forma contratualizada e relativamente certa.*”⁷ Além disso, em caso de insolvência da sociedade, serão pagos com prioridade relativamente aos capitais próprios.

Por sua vez, os financiamentos através de capitais próprios em sentido técnico (*maxime*, entradas de capital, prestações suplementares e as prestações acessórias não reembolsáveis ou equiparáveis às prestações suplementares), apresentam sempre um carácter “definitivo”, na medida em que os seus investidores, mantendo-se a sociedade, “*prescindem do direito ao reembolso futuro*” e de “*remuneração fixada contratualmente*”.⁸ Não existe um direito à sua restituição, em determinado prazo, pelo que não obrigam a pagamentos regulares que possam gerar incumprimento (embora possa haver lugar a distribuição e ao reembolso das prestações suplementares ou outras prestações, deliberadas pela sociedade, com observância das regras relativas à intangibilidade do capital⁹). No caso dos suprimentos e obrigações subordinadas, estes destinam-se a ser reembolsados, em certas circunstâncias, como em situação de insolvência da sociedade, após terem sido pagos todos os restantes credores.

Estas duas tipologias de financiamento traduzem uma situação complicada para as PME, que têm de enfrentar vários problemas relativos à sua estrutura e dimensão. Em primeiro lugar, não têm ainda uma estrutura de capital suficiente para se autofinanciar de forma adequada. Por outro lado, o recurso ao financiamento externo

⁷ MOTTA, António (*et al*), *Finanças da Empresa*, p. 142.

⁸ *Idem.*, p. 142.

⁹ Conforme o previsto no artigo 213.º do CSC.

também coloca diversas dificuldades. A análise de solvabilidade levada a cabo pelos bancos e instituições de crédito introduz grandes exigências para as PME, que, devido à sua dimensão reduzida, bem como à sua estrutura financeira frágil e tendencialmente instável, não conseguem apresentar garantias suficientemente idóneas para assegurar o cumprimento das obrigações de restituição e respetivos juros. Para tentar superar os obstáculos existentes ao financiamento bancário, estas empresas acabam por seguir outras vias como a prestação de garantias pessoais por parte dos sócios, colocando em causa o regime da responsabilidade limitada e fazendo surgir o problema dos credores que não beneficiam de garantias.¹⁰

Acresce ainda que, para empresas de pequena e média dimensão, os empréstimos bancários representam geralmente encargos fixos de longo prazo, que muitas vezes não conseguem suportar.

A opção por uma das duas tipologias de financiamento está também relacionada com outros fatores como a situação macroeconómica, as normas vigentes do Direito da Insolvência ou ainda a coordenação dos vários agentes económicos no mercado onde se movimentam.

Face a todas estas dificuldades no acesso ao financiamento tradicional, torna-se necessário que as empresas procurem outras alternativas de financiamento. O recurso a alternativas de financiamento como o Capital de Risco constitui uma solução que cumpre um papel importante para todas as empresas, trazendo vantagens independentemente da fase de desenvolvimento em que se encontrem. As pequenas empresas que se encontram em fase de instalação (“*start-up*”), por exemplo, são frequentemente empresas que apresentam um projeto com potencialidades de sucesso, mas às quais faltam condições iniciais para o seu desenvolvimento e concretização. O

¹⁰ Desta forma, colocando em risco os interesses da generalidade dos credores da sociedade. DUARTE, Rui Pinto veio caracterizar este fenómeno de “subcapitalização nominal”, uma vez que o valor dos financiamentos através da prestação de garantias pessoais dos sócios não apresenta qualquer contrapartida no capital social da sociedade, não constituindo capital próprio. *Cfr.* DUARTE, Rui Pinto, *FISCO: A Subcapitalização das Sociedades no Direito Comercial*, n.º 76/77, p. 58.

Capital de Risco surge como solução potencial para as suas necessidades de financiamento, tendo ainda a vantagem de poder associar igualmente o aconselhamento estratégico, a monitorização e a profissionalização da empresa.¹¹ O mesmo se verifica com as empresas em desenvolvimento, sendo em ambos os casos possível o recurso a investidores especializados que financiam os projetos através da subscrição das suas participações sociais, da realização de prestações suplementares ou acessórias, etc.

¹¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo, *Manual de Corporate Finance*, 2015, p. 69.

2. Apresentação do tema

A presente dissertação pretende retratar o estado atual da atividade de *Capital de Risco* em Portugal e das várias instituições que a levam a cabo, procurando ilustrar de que forma esta tipologia de financiamento deveria ser considerada pelas empresas portuguesas. Nos termos de uma análise ponderada e dos resultados publicados no último Relatório Anual da Atividade de CR em Portugal, procura-se indicar como as empresas portuguesas recorrem a este tipo de financiamento enquanto alternativa ao *financiamento bancário tradicional*, para solucionarem os seus problemas financeiros. São igualmente relevantes a atuação dos vários investidores de CR dentro deste mercado, as estratégias de investimento utilizadas e as características fundamentais deste. Para uma melhor compreensão e aplicação do presente estudo, procura-se igualmente analisar as diversas estipulações contratuais habitualmente utilizadas para a regulação do vínculo estabelecido entre os investidores de CR (SCR e FCR) e as sociedades participadas e de que forma estas poderão influenciar este tipo de operações de investimento.

Finalmente, pretende-se, através da análise do respetivo enquadramento legal e fiscal, traçar conclusões relativamente à sua capacidade para estimular o investimento e favorecer o desenvolvimento da atividade.

II. Análise Estrutural da Atividade de Capital de Risco

3. O contexto histórico-cultural

Os primeiros antecedentes de investimentos relacionados com o CR remontam ao século XV, quando as primeiras expedições marítimas começaram a ser financiadas com expectativa nos lucros delas decorrentes, mas com grande risco de perda total do investimento.

Já no século XVIII, verificou-se o crescimento do CR como atividade económica, enquanto produto da Revolução Industrial, em Inglaterra, bem como do ambiente propício aos investimentos em projetos fabris emergentes com elevado potencial de rentabilidade, quando mercadores, armadores e os primeiros industriais da tecelagem procuravam apoio financeiro para alguns dos seus projetos junto de indivíduos abastados.

No entanto, a origem do CR, tal como hoje o conhecemos, é norte-americana, tendo surgido em meados dos anos 40 do século XX enquanto atividade organizada, desempenhada por sociedades especializadas.¹² A sua origem ficou marcada, desde logo, pela criação da primeira sociedade investidora em CR, a *American Research & Development Corporation*, fundada em 1946 por Georges Doriot. Esta sociedade detinha um FCR gerido por profissionais dedicados a realizar investimentos de alto risco. Posteriormente, e tendo em linha de conta o potencial conseguido com este projeto, o governo norte-americano criou a *Small Business Investments Companies Administration* (SIBCA), que veio desenvolver a indústria do CR ao conferir um conjunto de benefícios fiscais e de créditos bonificados às empresas investidoras.

¹² CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a edição, 2018, p. 935.

A ascensão e o desenvolvimento revolucionário do mercado das tecnologias norte-americano vieram estimular ainda mais a indústria do CR neste país, devido à necessidade de financiar ideias e projetos inovadores nessa área. O seu aparecimento foi espontâneo, tendo surgido como resposta do próprio mercado às necessidades dos agentes que nele se integravam. O sucesso foi enorme, neste país.

O exemplo americano de investimento em CR foi replicado em Taiwan, tendo o governo adotado um conjunto de incentivos para a criação de pequenas e médias empresas no setor das tecnologias. Também aqui, o mercado do CR cresceu rapidamente, tendo sido um caso sucesso.¹³

Em Portugal, a indústria de CR ganhou visibilidade e enquadramento jurídico em 1986, com o Decreto-lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, que veio dar origem à figura jurídica das Sociedades de Capital de Risco (SCR). Este Diploma foi a sua primeira regulamentação, tendo o Governo, ao mesmo tempo, criado benefícios fiscais como incentivo económico para as Sociedades e Fundos de Capital de Risco (FCR).

A reação do mercado de capitais, de acordo com as diversas experiências nos mais variados ordenamentos jurídicos, mostra que o comportamento do CR difere de país para país, em função da dimensão e comportamento do mercado bolsista e da existência de iniciativas governamentais de criação de um quadro legal ou a existência de incentivos ou apoios governamentais de natureza económica ou fiscal para o desenvolvimento da atividade.

¹³ GULINELLO, Christopher, *Engineering a venture capital market and the effects of government control on private ordering: Lessons from the Taiwan experience*, 2005, p. 845.

3.1. Evolução legislativa em Portugal

O enquadramento legal da atividade do CR tem vindo a evoluir na última década com vista a tornar-se um mecanismo de incremento do investimento no contexto da economia portuguesa.

Em Portugal, o CR, depois do seu acolhimento legal em 1986, através do mencionado Decreto-lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, conheceu novo regime, após a entrada em vigor do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com o Decreto-lei n.º 175/94, de 27 de Junho.

Em seguida, e tendo em vista o desenvolvimento do próprio sector, foi publicado o Decreto-lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, que veio proceder também à exclusão das SCR da categoria de sociedades financeiras, tendo igualmente determinado a proibição a tais sociedades de exercício de atividades exclusivas de instituições de crédito e sociedades financeiras.¹⁴ Em consequência, à semelhança do que já acontecia noutros países europeus, as SCR deixaram de estar sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Além disso, o diploma veio proceder à revisão do regime fiscal aplicável aos FCR e SCR.

Em 2007, o Decreto-lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro, veio estabelecer novas medidas de simplificação do regime do CR, designadamente no que respeita à constituição de FCR e ao início de atividade das

¹⁴ Como a colocação de ações, obrigações e outros títulos de dívida negociáveis, emitidos junto de instituições de crédito e de outros estabelecimentos financeiros ou a intervenção na preparação ou colocação de emissões de tais títulos – artigo 6.º, al. b), *in fine*, do D.L. n.º 433/91, de 7 de Novembro.

SCR, que passam agora a depender apenas de registo prévio simplificado junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Atualmente, o exercício da atividade de investimento em CR encontra-se regulado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, que revogou o Decreto-lei n.º 375/2007,¹⁵ tendo como novidade a criação de novas sociedades gestoras de FCR, tais como:

- i) Sociedades de Empreendedorismo Social;*
- ii) Sociedades de Investimento em Capital de Risco;*
- iii) Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco;*
- iv) Sociedades de Investimento Alternativo Especializado.*

A dinâmica do novo regime parece assentar na simplificação de procedimentos, desburocratizando a constituição e funcionamento das estruturas institucionais de CR.

Além do mencionado, outra das inovações do Novo Regime Jurídico do Capital de Risco consistiu na previsão de um regime sancionatório especial, no qual se tipificam os ilícitos de mera ordenação social e as sanções aplicáveis.¹⁶

¹⁵ De 8 de Novembro.

¹⁶ Através do Regulamento n.º 01/2015 da CMVM. Por outro lado, no que diz respeito às competências de supervisão e regulamentação pela CMVM, estas encontram-se consolidadas no artigo 67.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

4. Enquadramento Legal

4.1. O Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado

Diferentemente do regime jurídico anterior, que regulava de forma uniforme a atividade da gestão de investimentos em CR, independentemente do montante dos investimentos sob gestão, a Lei n.º 18/2015 vem regular a atividade de investimento em CR através da criação de dois regimes distintos, um simplificado e um qualificado. Os dois regimes criados são aplicáveis à atividade de investimento em função do valor dos ativos sob gestão das entidades gestoras.

Sob a alçada do regime simplificado encontram-se as SCR e os FCR geridos por estas, por Sociedades de Desenvolvimento Regional e por entidades legalmente habilitadas a gerir organismos de investimento alternativo em valores mobiliários fechados, bem como os chamados Investidores em Capital de Risco (ICR).¹⁷ Além disso, o regime simplificado é igualmente aplicável às entidades gestoras cujos ativos sob gestão não excedem € 100.000.000 com alavancagem ou € 500.000.000 sem alavancagem.¹⁸

No essencial, com a entrada em vigor do NRJCR, foi mantido o regime simplificado que constava do regime anterior, pelo que as atividades de investimento continuam a ser sujeitas a registo prévio na CMVM e ao cumprimento de requisitos

¹⁷ Organizados sob a forma de sociedades unipessoais por quotas (SuQ). Conforme o previsto no n.º 1 do artigo 6.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸ *Cfr.* n.º 2 do artigo 6.º da mesma Lei.

simplificados em termos de condições de acesso à atividade e de regras de organização e exercício.¹⁹

As entidades sujeitas ao regime simplificado que excedam os limites acima mencionados dispõem de trinta dias para reduzirem o montante sob gestão para os valores permitidos ou para requererem autorização para operarem nos termos do regime qualificado, e nessa medida, passarem a corresponder a um dos novos “tipos” societários de objeto restrito, as Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e as Sociedades de Investimento em Capital de Risco.²⁰

¹⁹ *Cfr.* Artigo 7.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁰ *Cfr.* números 4 e 5 do artigo 6.º da Lei já mencionada.

4.2. O Conceito de Capital de Risco

Apesar de diversos autores apresentarem diferentes definições, existem certas características essenciais para a delimitação do conceito de CR.

O CR é uma forma de financiamento empresarial através do recurso a capitais próprios, por um período temporário, que proporciona os meios financeiros estáveis para a gestão dos planos de desenvolvimento das empresas. É um instrumento aplicável nas fases de arranque, modernização e inovação empresarial com dimensão estratégica, referindo-se genericamente ao investimento de médio e longo prazo no capital próprio das empresas.

Primordialmente, caracteriza-se por operações de aumento de capital em participações geralmente minoritárias, por meio de subscrição ou aquisição de participações sociais, mormente ações, ordinárias ou preferenciais, mas também de obrigações convertíveis em ações,²¹ em empresas que apresentem um forte potencial de crescimento e rentabilidade, podendo elas ser complementadas por prestações suplementares ou acessórias equiparáveis, suprimentos e/ou empréstimos comuns, por parte de operadores especializados de CR, principalmente, as SCR ou FCR²².

Além da função de financiamento, as operações de CR podem ainda envolver um papel de aconselhamento técnico e de participação na gestão das empresas

²¹ ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Guida Pratica al Capitale di Rischio*, Itália, Junho, 2000, pp. 6 a 38.

²² Embora com uma importância menor, são ainda de considerar as seguintes categorias de operadores: Investidores em Capital de Risco (SuQ); Business Angels (BA) que são investidores individuais, normalmente empresários ou diretores de empresas, que investem o seu capital, conhecimentos e experiência em projetos em fase de início de atividade ou em fases críticas de crescimento. Na terminologia da *European Business Angel Network* é o “*indivíduo privado que investe o seu próprio dinheiro em empresas não cotadas e traz para a empresa perícia, a rede de contatos e o conhecimento do mercado que será instrumental ao crescimento da empresa*”.

participadas. Em todo o caso, o objectivo final é a valorização da empresa e, posteriormente, a alienação das participações com realização de mais-valias, geralmente num prazo entre 3 a 7 anos. Naturalmente, que as condições de entrada no capital das empresas, de relacionamento e de saída (desinvestimento), são definidas previamente no Acordo Parassocial celebrado entre os promotores e os investidores de CR.

Nos EUA encontram-se duas formas fundamentais de investimento em CR:²³ o *Private Equity*, que consiste na aquisição de participações sociais em empresas já existentes, já consolidadas, e que possuem atividade económica mais expressiva, onde a intervenção ao nível da gestão é minoritária; o *Venture Capital*, que se refere ao investimento em empresas em fase de estabelecimento ou recém-estabelecidas e com grande potencial de crescimento²⁴, nas quais o investidor tende a envolver-se mais na gestão da empresa.²⁵

Independentemente da modalidade de intervenção, a entidade que disponibiliza os fundos torna-se verdadeiro sócio ou acionista da empresa financiada, podendo também implicar maior ou menor envolvimento na sua gestão bem como a assunção da partilha do risco do próprio negócio.

Em síntese, o sucesso dos projetos de CR depende do sucesso dos negócios em que investem, *i.e.*, da rentabilidade gerada pela empresa financiada (participada). Os investidores assumem, na proporção das participações que temporariamente possuem, os riscos do investimento realizado, não tendo retorno garantido, uma vez que este é apenas proporcionado pelo futuro desinvestimento ou alienação dessas mesmas participações (e prestações suplementares ou acessórias equiparáveis, etc.), lucrando os investidores com a efetiva valorização da participada,²⁶ o que depende do sucesso ou insucesso do negócio desenvolvido pela empresa participada.

²³ IAPMEI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006, p. 6.

²⁴ Ou seja, nas fases de “*start-up*”, “*seed-capital*” ou “*early-stage*”.

²⁵ CMVM, *Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco*, 2017, p. 13.

²⁶ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 936.

É, desta forma, importante salientar que a grande diferença finalística, relativamente aos restantes tipos de financiamento, é que nas operações de CR não se trata apenas de maximizar o retorno financeiro resultante do negócio, no sentido exclusivo da valorização da participação social.²⁷ Em última instância, o que se pretende é a maximização do valor de mercado da empresa,^{28/29} resultante do recurso a investidores especializados que podem partilhar a sua experiência e conhecimentos empresariais, fornecendo o seu *know-how*, a sua rede de contatos e realizando uma forte monitorização.

²⁷ Relativamente ao seu valor nominal.

²⁸ Valor que incorpora o que é vulgarmente designado por “*Goodwill*” por referência ao termo em Inglês utilizado para designar a parte do valor de mercado de uma empresa que não esteja diretamente refletida nos seus ativos e passivos de balanço. De acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS 3, Apêndice A; NCRF 14, parágrafos 23 e 32 a 36), este termo designa o conjunto de benefícios económicos futuros resultantes de ativos que não podem ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos. Incluem-se, na verdadeira aceção deste termo, por exemplo, a marca, o *know-how*, a carteira de clientes, a imagem da empresa no mercado, etc. Dado o seu carácter de intangibilidade e de difícil quantificação, apenas se procede à sua contabilização no caso de uma aquisição (através da forma contabilística “*Goodwill = Preço de Aquisição – Valor do Capital Próprio da Empresa Adquirida*”).

²⁹ A este propósito Cfr. MENDES, Evaristo, *Valor das participações sociais, Valor legal e valor estatutário, Discrepância de valores*, DSR, Almedina, 2015, pp. 2 a 8, embora relativo a operações jurídico-societárias, assinalando que, nelas, em rigor, não é o valor comercial ou de transação da participação em si que está em causa, mas, no essencial e tipicamente, “*o da empresa societária que lhe subjaz*”, uma vez que o valor da participação assenta no valor real da empresa “*ativa*”, incluindo as reservas ocultas e, sendo o caso, o “*Goodwill*”, valor que se obtém, em geral, através da venda da empresa como uma unidade. Sobre o tema, pode ver-se também MENDES, Evaristo, *Exoneração de sócios*, II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2012, pp. 20 e ss. O valor da sociedade deve assim, ser entendido, como “*o valor da sua liquidação com trespasse da respetiva empresa ou negócio*” (ou, numa ótica de continuidade, a soma do respetivo valor de balanço e do valor de aviamento do negócio ou empresa); e, quando for estatutariamente pertinente, o valor do último balanço.

III. Confronto entre o Capital de Risco e as restantes formas de Financiamento tradicionais

5. As principais diferenças entre o Capital de Risco e o Financiamento Bancário tradicional

Como anteriormente mencionado na Introdução da presente dissertação, os problemas de financiamento das PME, em Portugal, encontram-se intrinsecamente relacionados com a estrutura e dimensão destas empresas. Os seus capitais próprios são normalmente reduzidos, o que lhes coloca entraves ao seu autofinanciamento, implicando, igualmente, dificuldades de acesso ao *financiamento bancário tradicional*, uma vez que não conseguem apresentar garantias bastantes que lhes permitam assegurar o cumprimento das obrigações de restituição do capital mutuado e respetivos juros. Aliás, mais do que um problema de acesso a diferentes alternativas de financiamento, o financiamento das PME é, sobretudo, uma questão de dificuldade de acesso a recursos financeiros, “*tout court*”, sendo de considerar os seguintes fatores que contribuem para o condicionamento desse acesso:³⁰

- i.) *Ciclo de vida da empresa*: na fase de lançamento as empresas têm que se financiar quase exclusivamente com capitais próprios, ainda que, nesta fase do seu ciclo de vida, o capital próprio seja geralmente escasso. Como na sua atividade de exploração não conseguem ainda gerar os recursos suficientes para financiarem o crescimento e adquirirem dimensão, esta circunstância impede-lhes o recurso a capitais alheios em condições económica e financeiramente vantajosas, ou mesmo suportáveis, para a rentabilidade do negócio;

³⁰ Adotamos aqui a categorização dos fatores condicionantes de acesso a financiamento pelas PME vertida na Tese de Mestrado de AUGUSTO, Miguel Rodrigues Prazeres dos Santos, *Financiamento das PME através de Capital de Risco*, Lisboa: ISEG, Junho 2014.

- ii.) *Estrutura de custos*: um elevado peso de custos fixos na estrutura de custos das empresas é um fator de risco acrescido numa conjuntura de decréscimo da atividade. Ao não se ajustarem à diminuição das vendas, os custos fixos agravam a penalização da rentabilidade provocada pela queda das vendas. Isto supõe, naturalmente, que na negociação de financiamentos por capital alheio, as entidades financiadoras percecionem um risco superior para as empresas com custos fixos mais elevados e impõem-lhes maiores “*prémios de risco*” nos financiamentos que pretendam contratar;
- iii.) *Risco de negócio*: as empresas que atuam nas áreas de negócio com maior volatilidade das vendas e, por isso, com maior risco, como os setores mais inovadores e também mais concorrenciais (internet, tecnologias da informação, biotecnologia, etc.), têm, geralmente, de suportar condições de financiamento mais gravosas (maiores prémios de risco e outros encargos) do que as empresas que se situam em setores mais tradicionais, mais estáveis e com menor risco específico;
- iv.) *Estrutura de capital*: não existe uma teoria financeira que estabeleça, de forma definitiva, a estrutura de capital ótima, *i.e.*, qual a combinação ótima de capital próprio e capital alheio. Porém, a teoria acolheu um conjunto de princípios que devem orientar a escolha da origem dos fundos para o financiamento das empresas. Basicamente, a preferência por capital alheio deve ser determinada pelo equilíbrio entre a rentabilidade de exploração³¹ e a garantia da autonomia financeira e solvabilidade³² da empresa. O que deve ser tomado em consideração pela gestão das empresas é que, à medida que o peso dos capitais alheios aumenta, cresce também o risco financeiro, e as entidades financiadoras

³¹ Medida pelo rácio “Resultado de exploração (EBIT)/Vendas” em que o EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) caracteriza o Resultado Operacional, *i.e.*, o resultado antes de juros e imposto sobre o rendimento.

³² Autonomia financeira é avaliada pelo rácio “Capital Próprio/Total do Ativo” e a Solvabilidade (capacidade de fazer face às suas responsabilidades) é medida pelo rácio “Capital Próprio/Passivo”.

incorporam maiores “*prémios de risco*” nas taxas de juro e exigem, normalmente, garantias adicionais, reais ou pessoais.

Lembremo-nos a este propósito de que o financiamento dos planos de investimento empresariais, seja com fundos de origem pública (programas de incentivo ao investimento), ou com fundos provenientes de entidades privadas (financiamento bancário ou colocação de dívida por subscrição pública em mercado organizado, e.g. empréstimos obrigacionistas), obrigam sempre a uma participação mínima de capitais próprios e a verificação de valores mínimos para os rácios de estrutura financeira (autonomia financeira ou endividamento³³ e solvabilidade).

O CR surge assim como solução alternativa para as PME, envolvendo investidores especializados que financiam os projetos das sociedades onde detêm participações no seu capital, sendo, por isso, especialmente vocacionado para romper o círculo vicioso: escassez de capitais próprios para impulsionar a rentabilidade e o crescimento, falta de rentabilidade e dimensão para poder aceder a capital alheio, cujo acesso implica, por sua vez, a verificação de valores mínimos de capitais próprios.

O financiamento por CR traduz-se, para as empresas, na obtenção de capital próprio, seja por aumentos do capital social, ou pelo aporte de prestações suplementares ou prestações acessórias não onerosas e de reembolso condicionado pelo princípio da integralidade do capital social³⁴. O custo do capital próprio corresponde à remuneração exigida pelos seus titulares, que, uma vez que assumem por completo o risco do negócio requerem, por isso, uma rentabilidade equivalente a uma referência de mercado (“*benchmark*”), i.e., uma rentabilidade que, pelo menos, deve ser equivalente à de um investimento alternativo e com risco semelhante. Esta remuneração, concretiza-se pela

³³ A medida do Endividamento não é mais do que o complementar do rácio de Autonomia Financeira ($1 - \text{Autonomia} = \text{Endividamento} = \text{Passivo}/\text{total do Ativo}$)

³⁴ *Cfr.* artigo 213º do CSC. A este propósito, a norma do CSC considera capital social a soma do capital social mais reserva legal, cuja disponibilidade está estipulada no artigo 296º do CSC. Este princípio estabelece que só podem ser distribuídos aos sócios valores que representem lucros. A este respeito, *Cfr.* MARTINS, Elisabete, “*Princípio da intangibilidade do capital social*”, Revista de Revisores e Auditores, 2008.

distribuição aos sócios/acionistas da parte distribuível³⁵ dos lucros gerados pela sociedade, a título de dividendos.

Quanto ao financiamento por capital alheio (qualquer tipo de financiamento bancário ou emissão de dívida), todos os encargos financeiros decorrentes (juros, comissões ou custo com garantias prestadas) são fiscalmente dedutíveis, diminuindo, portanto, os resultados tributáveis e, por esta via, o seu custo efetivo.³⁶ Considerada a irrelevância dos dividendos para efeitos fiscais, *i.e.*, a inexistência de poupança fiscal na distribuição de dividendos, visto não diminuírem o resultado tributável, como acontece com o custo do capital alheio, a remuneração exigida pelos titulares do capital próprio constitui um “*custo*”³⁷ efetivamente superior ao da remuneração do capital alheio. Esta é a vantagem mais substantiva para as empresas do recurso ao capital alheio. É o efeito fiscal dos juros dos empréstimos que possibilita o efeito de alavancagem (efeito de “*Leverage*”) sobre a rentabilidade global para os acionistas, ROE (“*Return on Equity*”), enquanto a rentabilidade de exploração³⁸ for superior ao custo efetivo total do capital alheio utilizado.³⁹ Naturalmente que a vantagem esgota-se no momento em que o custo adicional dos capitais alheios provocado pelo crescimento do endividamento igualar o benefício fiscal.

Mas, para além da diferenciação da remuneração do CR, na sua vertente de capital próprio, relativamente às alternativas de financiamento, o recurso ao CR proporciona ainda outras vantagens:

³⁵ *Cfr.* artigo 32º, n.º 1 do CSC.

³⁶ Do ponto de vista da análise financeira, se considerarmos *i* o custo total do financiamento, *t* a taxa total de imposto sobre os lucros (IRC), e *ke* o custo efetivo do mesmo financiamento, teremos que $ke = i \times (1-t)$, em que $(1-t)$ corresponde ao efeito (de poupança) fiscal do custo do capital alheio.

³⁷ Contabilisticamente e ao contrário dos custos financeiros (juros e outros custos da mesma natureza), o pagamento de Dividendos não é feito por contrapartida de uma conta de custos, mas por contrapartida de “Resultados Transitados”, conta de situação líquida/capital próprio. No entanto, sendo uma saída de caixa, à semelhança de todos os custos desembolsáveis, reduz o *cash-flow* (tesouraria) das empresas.

³⁸ *Cfr.* nota 31.

³⁹ *Cfr.* nota 36.

- a) Disponibiliza capitais próprios ajustados às necessidades das empresas, reforçando a sua estrutura financeira;
- b) Os investidores de CR partilham o risco com os empresários, contribuem direta ou indiretamente para a valorização da gestão das empresas e para a sua credibilização perante o mercado, podendo constituir-se como um elemento de criação de valor;
- c) No sentido referido na alínea anterior também facilitam o acesso a outras fontes de financiamento, nomeadamente por capital alheio, com melhores condições de custo e prazos de maturidade;
- d) Assumindo normalmente participações minoritárias, o investidor de CR, contribuindo para a valorização do negócio e mesmo não sendo um “*silent partner*”, não inibe nem elimina o protagonismo do empresário promotor do negócio.

Contrariamente ao investidor em CR, cuja finalidade última do seu investimento é, como vimos, o aumento do valor de mercado da empresa, para as entidades que propiciam os capitais alheios a sua preocupação é apenas a recuperação do financiamento concedido, no prazo contratado e com garantia da rentabilidade esperada. Daí que a monitorização efetuada pelas instituições financeiras incida, sobretudo, na verificação das condições financeiras das empresas e na sua capacidade para fazer face aos seus compromissos, sendo um dos elementos fundamentais da avaliação da capacidade de endividamento a medida da solvabilidade, de forma a permitir a decisão sobre o pedido de financiamento e a avaliação da existência de condições financeiras que permitam o reembolso do capital mutuado, ou a exigência de garantias adicionais.

Há que ter em consideração o caso especial dos financiamentos dos sócios às sociedades através de empréstimos ou suprimentos. Tratados na técnica contabilística como capital alheio, integrando o passivo, os juros e outras formas de remuneração dos suprimentos e empréstimos dos sócios têm dedutibilidade fiscal limitada, sendo

fiscalmente dedutíveis apenas até ao limite da taxa definida por Portaria do membro do Governo responsável pelas Finanças,⁴⁰ daí que o efeito de poupança fiscal dos juros dos empréstimos de sócios e suprimentos seja mitigado comparativamente com o dos outros financiamentos por capital alheio. Em todo o caso, como se esclarecerá melhor no capítulo próprio, no caso das PME, o regime fiscal aplicável é mais favorável porque estabelece um limite de dedução mais elevado.

Porém, o financiamento bancário é frequentemente a principal fonte de financiamento das PME. Cabe desde já clarificar que, do ponto de vista da análise do risco financeiro, são sobretudo relevantes os financiamentos de médio/longo prazo, vocacionados para o investimento em activos tangíveis. Os empréstimos de curto prazo, fundamentalmente de apoio pontual à tesouraria das empresas (linhas de crédito, “*overdraft*”, factoring), apresentam um risco mais fácil de gerir, tanto para as instituições financeiras, como para as empresas.

O principal problema no financiamento dos investimentos das PME com empréstimos bancários é o de equilibrar (fazer o “*matching*”) o ritmo a que são gerados os recursos financeiros adicionais libertos pelos novos investimentos, com o ritmo das saídas de caixa para satisfazer o serviço da dívida (juros mais amortizações do principal). Isto obriga, primeiro que tudo, a uma boa negociação dos contratos de mútuo, assegurando, por exemplo, períodos adequados de carência de amortizações de capital, bom planeamento da execução dos projetos e gestão rigorosa dos investimentos.

No entanto, os contratos de mútuo incluem, por vezes, cláusulas que implicam custos implícitos não acautelados (*e.g.* forma de contagem e capitalização dos juros que resultam em taxas de juro efetivas muito superiores às taxas nominais que figuram nos contratos) ou, mesmo, cláusulas que impõem custos adicionais (*e.g.* comissões *flat* “*up-front*”) e garantias adicionais sob a forma de hipoteca sobre os activos adquiridos, ou garantias pessoais que podem vir a atingir o património pessoal dos sócios e subvertem

⁴⁰ Portaria n.º 279/2014 de 30/11 que regulamenta o estabelecido no artigo 23.º-A, n.º 1 do CIRC.

o princípio legal da sua responsabilidade limitada, visto as instituições financeiras gozarem de uma posição privilegiada no momento de reclamarem o cumprimento do reembolso do capital mutuado e respetivos juros.

Vimos já que estas condições, características dos financiamentos bancários, não são compatíveis com as principais debilidades sentidas pelas PME, particularmente das que se encontram nas fases de lançamento e arranque dos seus negócios e que, por isso, apresentam: nível de vendas insuficiente, muitas vezes ainda abaixo do “*break even*”; tesourarias deficitárias; escassez de capital; fraco poder de negociação relativamente à entidade financiadora. Nestas fases iniciais, mesmo empresas com ideias de negócio inovadoras, dotadas de enorme criatividade e com potencial de vir a gerar retornos significativos, ainda geram insuficiente *cash-flow* e sofrem de crónica falta de capital para desenvolver a sua atividade. Todos estes fatores são exponenciadores do custo dos financiamentos e do excessivo risco financeiro que poderá pesar sobre as PME.

Adicionalmente devemos referir os programas públicos de incentivo ao investimento com os mais variados objectivos: modernização empresarial, desenvolvimento regional, criação de cadeias de valor com base em “clusters” tradicionais (*e.g.* calçado, automóvel, turismo) ou emergentes (*e.g.* saúde, economia do mar, economia verde), fomentar o investimento e a utilização das TIC, adoção de novos modelos de negócio, melhorar processos de fabrico e de comercialização, etc.

Estes programas públicos⁴¹, no que respeita ao apoio às PME, incluem esquemas de financiamento que consistem numa combinação Equity/Dívida. Na parte que respeita ao “*Equity*”, incluem-se os financiamentos a fundo perdido e por CR, no que se refere a Dívida, consideram-se os financiamentos de instituições financeiras com quem a autoridade pública protocolou programas específicos de financiamento dos projetos. Naturalmente, que as condições a contratualizar com os candidatos são previamente estabelecidas em legislação própria, mediante a formalização de contratos modelo e poderão incluir prazos de pagamento mais dilatados e, até, a bonificação da taxa de juro

⁴¹ *e.g.* PORTUGAL 2020, em particular o seu programam operacional COMPETE 2020.

dos empréstimos. Estes são programas que proporcionam condições de financiamento muito mais favoráveis e são, por isso, melhores oportunidades de apoio ao investimento e desenvolvimento das PME.

Outras alternativas de financiamento poderiam ser avaliadas, porém, são claramente desadequadas às PME. Refira-se, a título de exemplo, a colocação de dívida no mercado de capitais, que envolve já um formalismo de requisitos legais e de escrutínio pela CMVM que exige às empresas uma estrutura organizativa e recursos financeiros desenvolvidos, muito para além do que caracteriza as PME. Em Portugal, o histórico de operações realizadas regista apenas colocações de empréstimos obrigacionistas por empresas do Estado e grandes empresas privadas.

IV. O desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal

6. Valores relativos à atividade de Capital de Risco, estruturas e formas de financiamento

No presente Capítulo pretende-se analisar o estado da atividade de CR em Portugal em 2017, começando por perspetivar a evolução dos seus principais indicadores no período de 2013 a 2017, com base na informação publicada pela CMVM, nos seus Relatórios Anuais da Atividade de CR. As definições dos vários indicadores que a seguir se referem respeitam as definições que constam no Anexo VI da Instrução nº 7/2016, da CMVM. Os Gráficos de apoio ao texto e os Quadros em anexo foram por nós elaborados e têm como fonte os vários Relatórios Anuais da Atividade de CR, da CMVM, resultando do tratamento da informação aí incluída.

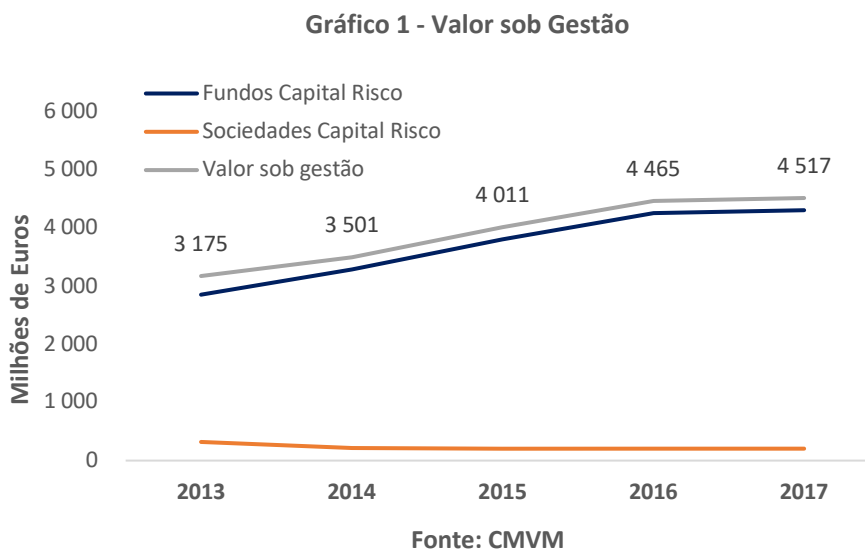
6.1. Montantes sob Gestão

Conforme o Gráfico 1, em 2017, a atividade de CR em Portugal envolvia um Valor sob Gestão⁴² de mais de € 4,5 mil milhões⁴³, sendo que o valor relativo aos FCR equivalia a 95% do total. Este indicador registou um crescimento constante no

⁴² O Valor sob Gestão corresponde à soma das rubricas relativas às “Participações Sociais”, a “Outros Financiamentos”, “Liquidez”, “Posições sobre Derivados (opções)” e “Outros Ativos”, menos o somatório do “Endividamento” e “Outros Passivos”. A rubrica “Outros Financiamentos” engloba “Prestações Suplementares, Prestações Acessórias, Suprimentos, Obrigações e Outros títulos de Dívida, Empréstimos e Unidades de Participação de FCR”. A rubrica de “Liquidez” inclui “Depósitos bancários, Unidades de Participação de Fundos de tesouraria, Bilhetes do Tesouro e Papel Comercial.”

⁴³ *Cfr.* Quadro 1, em anexo.

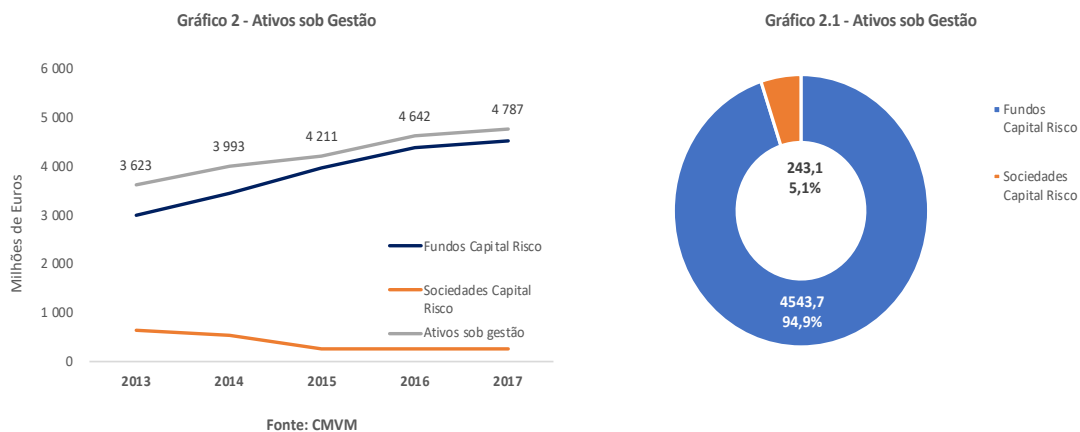
quinquénio devido à evolução do valor dos FCR, que cresceram mais de 50% no período, enquanto que o das SCR diminuiu quase 35%. Em 2017, o valor total sob gestão aumentou 1,2% relativamente a 2016, tendo os FCR (€ 4,3 mil milhões) contribuído com igual aumento de 1,2% e as SCR com um crescimento de 0,7%.



Por sua vez, os Ativos sob Gestão⁴⁴, representados abaixo nos Gráficos 2 e 2.1., atingiram em 2017 o montante de € 4,8 mil milhões⁴⁵, com os FCR a deterem 95% desses ativos (€ 4,3 mil milhões). O aumento constante desde 2013 deveu-se ao crescimento dos ativos sob gestão dos FCR, já que os ativos detidos pelas SCR registaram decréscimos significativos em 2014 (- 15%) em 2015 (- 54%) e em 2017 diminuíram mais 2,2% relativamente a 2016. Os ativos sob gestão dos FCR aumentaram 3,4% em 2017 comparando com o ano anterior (+ € 150 milhões) sendo o crescimento dos ativos totais de 3,1%.

⁴⁴ O agregado Ativos sob Gestão equivale ao “Valor sob Gestão” mais “Endividamento” e “Outros Passivos”.

⁴⁵ Cfr. Quadro 2 e Quadro 6, em anexo.

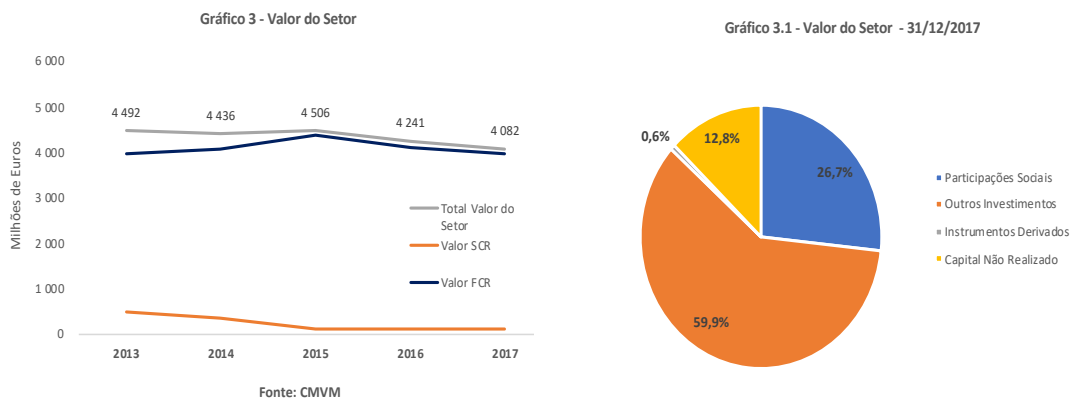


6.1.2. Valor do Setor e Investimento do Setor

Ao contrário dos indicadores anteriores, os Gráficos 3 e 3.1. revelam que o Valor do Setor⁴⁶ ou Valor Comercial do Setor foi de € 4,1 mil milhões em 2017⁴⁷ e alcançou o valor máximo em 2015 (€ 4,5 mil milhões), tendo vindo a decair desde aí, em 2017 registou uma perda de € 159,5 milhões em relação ao ano anterior, motivada, basicamente, pelo decréscimo nos FCR de € 154 milhões.

⁴⁶ “Valor do Setor” ou “Valor Comercial do Setor” é composto pela soma das rubricas de “Participações Sociais”, “Outros Investimentos”, “Posições sobre Derivados (Opções)”, “Capital subscrito e não realizado pelos participantes ou acionistas”. Em resumo, consiste na soma do investimento realizado mais o capital subscrito pelos investidores e disponível para investimento, mas que ainda não foi realizado. A rubrica relativa a “Outros Investimentos” é composta pelas “Prestações Suplementares”, “Prestações Acessórias”, “Suprimentos”, “Obrigações e outros títulos de Dívida” e “Empréstimos”.

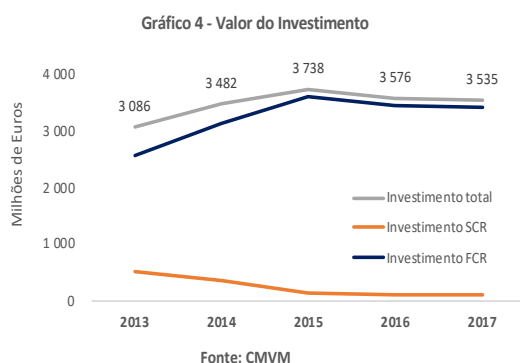
⁴⁷ Cfr. Quadro 3, em anexo.



No final de 2017 o Valor do Setor era representado por 59,9% de outros investimentos, 26,7% de participações sociais (entradas de capital realizado correspondendo a pouco mais de $\frac{1}{4}$ do investimento no setor) e 12,8% de capital não realizado (*Cfr.* Gráfico 3.1).

O valor do investimento em CR⁴⁸ (*Cfr.* Gráficos 4 e 4.1.) teve um crescimento substancial no triénio 2013-2015, no entanto, a partir de 2016, tem decrescido, embora a ritmo mais lento, situando-se no final de 2017 nos € 3,5 mil milhões. Neste ano, o investimento total repartia-se entre outros investimentos (69%) e participações sociais (31%) e foi fundamentalmente realizado por FCR (97%). Comparativamente com o ano de 2016, em 2017 houve uma queda de 1,1% no investimento total (- € 40,8 milhões) sendo de -2,1% a variação do investimento das SCR e de -1,1% (-€ 38,4 milhões) a diminuição no investimento realizado pelos FCR.

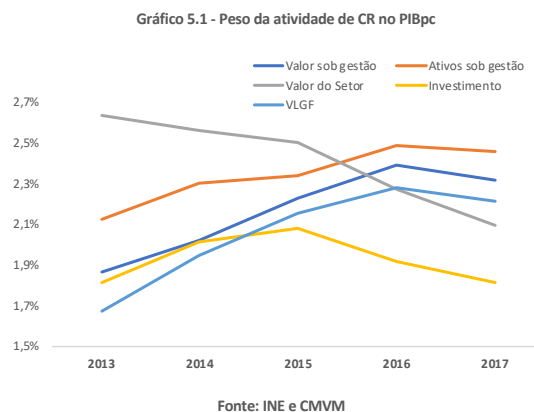
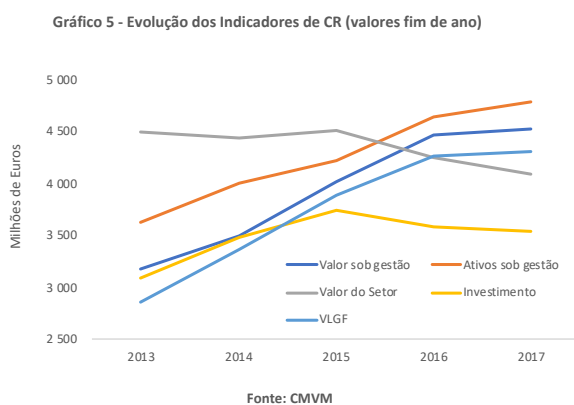
⁴⁸ *Cfr.* Quadro 4, em anexo.



Os números relativos ao período em análise indicam ter-se vindo a operar uma reorientação no investimento dos operadores de CR, privilegiando o investimento através de FCR, como estratégia de dispersão de risco.

Nestes cinco anos, o setor perdeu € 410 milhões de valor, que, no essencial, resultou do decréscimo de € 392 milhões de investimento direto das SCR. No entanto, a diminuição no mesmo período de 848,5 milhões de euros no capital não realizado foi praticamente compensada pelo aumento de investimento dos FCR de € 286 milhões de euros em participações sociais e € 556 milhões em outros investimentos.

No Gráfico 5 verificamos a queda desde 2015 dos indicadores de Valor do Setor (decréscimo acumulado de -9,4%) do Investimento (-5,4% de diminuição acumulada):



Quanto ao peso da atividade de CR no PIB⁴⁹ (*Cfr.* Gráfico 5.1) é também evidente o decréscimo no período do Valor do Setor (de 2,6% em 2013 para 2,1% em 2017) e o peso do Investimento, que em 2017 mantém os mesmos 1,8% que tinha em 2013, tendo chegado a atingir os 2,1% do PIB em 2015. Todos os restantes indicadores registaram um aumento do seu peso relativo até 2017: 2,5% os Ativos sob Gestão; 2,3% o Valor sob Gestão; 2,2% o VLG⁵⁰.

6.1.3. Tipo, Origem e Valor dos Investimentos

Em 2017, foram realizadas 1614 operações de investimento⁵¹ distribuídas por 582 empresas, o que significa que comparativamente com 2016, o número de operações de investimento teve uma variação negativa de 5,1%, mas, em contrapartida, quintuplicou o número de empresas objeto de investimento (114 em 2016 contra 582 em 2017) com operações maioritariamente (93,7%) em empresas residentes. O número de operações de investimento realizados pelas SCR e FCR em unidades de participação de FCR foram 4,3% do total, o volume de investimentos em participações sociais atingiu 44,7% e as operações relativas a outros investimentos chegaram aos 50,9% do número total de investimentos.

Em termos de valor, em 2017 o investimento total⁵² diminuiu 1,1% por força do decréscimo na rubrica “Outros Investimentos” (-2,3%), enquanto que o montante investido em “Prestações Sociais (ações e quotas)” aumentou 1,8% e o investimento em

⁴⁹ Os valores do PIB utilizados são os relativos ao PIB a preços correntes INE Contas Nacionais (Base 2011 - €); <http://www.ine.pt>; atualizados em 24/06/2019.

⁵⁰ O Valor Líquido Global dos Fundos corresponde ao total dos ativos dos FCR (incluindo os FCR geridos pelas SCR) deduzido do montante dos passivos.

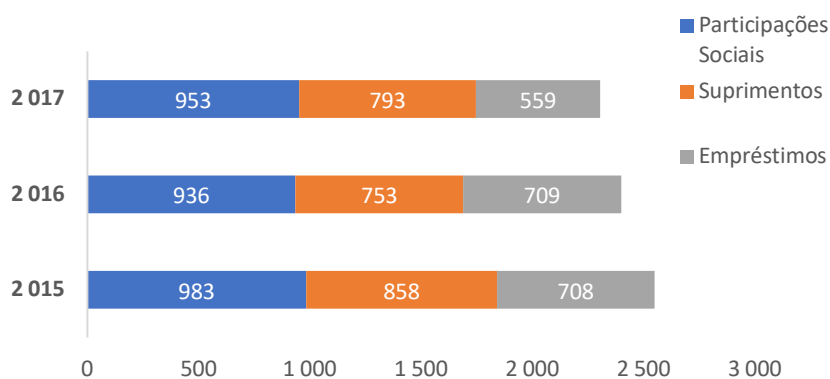
⁵¹ *Cfr.* Quadro 9, em anexo.

⁵² *Cfr.* Quadro 6, em anexo.

unidades de participação de FCR manteve-se praticamente ao mesmo nível de 2016 (subiu 0,1%, *i.e.*, € 200 mil). É de realçar que o investimento em “Participações Sociais (ações e quotas)” aumentou 6,6% em empresas residentes e teve uma variação negativa de 11,4% em empresas não residentes. A rubrica de “Outros Investimentos”⁵³ (€ 2,4 mil milhões em 2017) representou 51% (exclusivamente em empresas residentes) dos ativos sob gestão e 69% do valor do investimento e incluiu € 793,2 milhões de “Suprimentos” (mais 5,4% que em 2016) e 559,3 milhões de euros de “Empréstimos” (-21,1% que em 2016).

É, assim, importante comparar a evolução destas duas componentes dos “Outros Investimentos” com o valor investido em participações sociais⁵⁴, conforme o Gráfico seguinte:

Gráfico 6 - Evolução Empréstimos e Suprimentos 10⁶ Euros



Fonte: CMVM

Segundo o Gráfico 6, é evidente o menor peso do investimento em participações sociais liberadas (ou realizadas),⁵⁵ comparativamente com o da rubrica de “Outros

⁵³ *Cfr.* Quadro 10, em anexo.

⁵⁴ Nos relatórios de 2015, 2016 e 2017 da CMVM afirma-se que a rubrica “Prestações Acessórias” continuou a assumir um papel determinante. Porém, não conseguimos concluir qual o valor desta componente nem das restantes dos “Outros Investimentos”, ou seja, de “Prestações Suplementares” e “Obrigações e outros títulos de Dívida” para nenhum dos três anos indicados. Nos anos de 2013 e 2014 as prestações acessórias foram respetivamente, € 793,2 milhões e € 798,3 milhões, de acordo com a informação da CMVM nos relatórios de cada um destes anos.

⁵⁵ “Participações Sociais (ações e quotas).”

Investimentos”, e, dentro destes, inclusive com os valores atingidos pelas rubricas de “Suprimentos” mais “Empréstimos”. Em 2017, os suprimentos mais empréstimos, € 1.353 milhões, representavam mais de 38% do investimento total, as participações sociais liberadas não chegavam a atingir os 27%.

As rubricas “Depósitos e outros ativos afetos a CR” e “Outros ativos afetos ao investimento em CR”, que refletem o potencial de investimento futuro em participações de CR, registaram variações positivas, respetivamente mais € 17,7 milhões (+ 3,9%) e mais € 167,5 milhões (+27,3%), o que permite concluir pelo aumento significativo de liquidez excedentária, não utilizada em investimento.

Continuaram a ser maioritárias as “Participações Sociais” em sociedades anónimas (81,5% em 2017 e 81,4% em 2016) comparativamente com as participações em sociedades por quotas (5,9% em 2017 e 5,8% em 2016). Não existiam, nem em 2017 nem em 2016, participações sociais superiores a € 100 milhões, sendo a maioria das participações (66,1% em 2017 e 67,6% em 2016) de montante inferior a € 500 mil⁵⁶. Porém, em 2017 elevou-se para 175 (22% do número de participações)⁵⁷ o número de operadores que detinham o domínio acionista⁵⁸ nas empresas, com um valor total de participações de 279 milhões de euros (25,6% do valor das participações), quando em 2016 o domínio acionista correspondia apenas a cerca de 231 milhões de euros (21,5% detido por 163 participantes, *i.e.* 20,2%). Por outro lado, a maturidade das carteiras⁵⁹ teve também uma evolução positiva, considerando que a maioria das participações que se concentram nos prazos até 4 anos diminuíram de 61,4% em 2016 para 56,1% em 2017, enquanto que as participações detidas por mais de 8 anos aumentaram de 13,7% para 14,7%, correspondendo, em termos de percentagem do valor das participações, a uma variação de 26,2% (€ 281 milhões) para 27,9% (€ 304 milhões) em 2017.

⁵⁶ *Cfr.* Quadro 5, em anexo e extraído do Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, 2017, p. 30.

⁵⁷ *Cfr.* Quadro 7, em anexo, *Idem.*, p. 39.

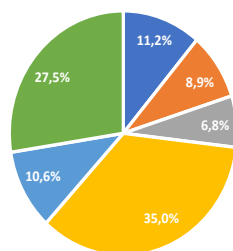
⁵⁸ Detenção de participação no capital social superior a 50%.

⁵⁹ *Cfr.* Quadro 8, em anexo, *Idem.*, p. 40.

6.1.4. Setores de Atividade e Fases do Investimento em Capital de Risco

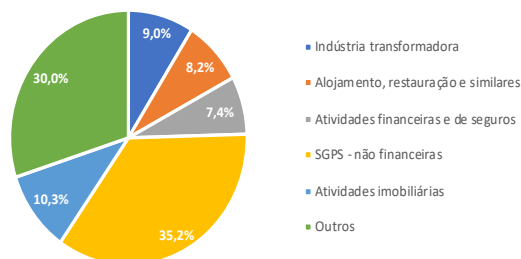
Por setores de atividade, o principal destinatário do investimento⁶⁰ foi o setor das “SGPS – não financeiras”. Contudo, como este setor é apenas um veículo de transferência de investimento para outras empresas perde-se o rasto do destino final do investimento. Excluindo o setor residual de “Outros”, no global, os principais recetores de investimento foram as “Atividades Imobiliárias”, “Indústria Transformadora” (em 2016 foi a que beneficiou de maior investimento), “Alojamento, Restauração e Similares” e “Atividades Financeiras e de Seguros” (foi o setor que recebeu o maior volume de investimento das SCR).

Gráfico 7 - Investimento por setor atividade 2016



Fonte: CMVM

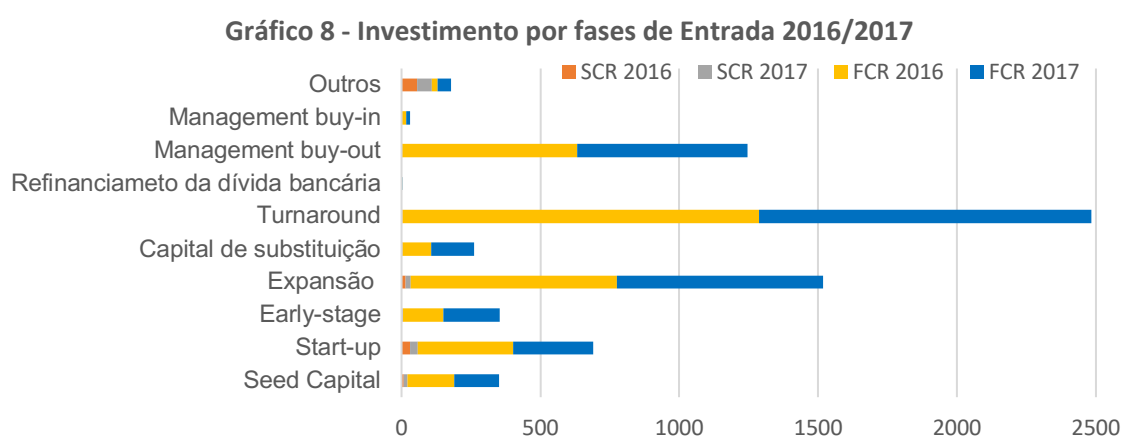
Gráfico 7.1 - Investimento por setor de atividade 2017



Nos Gráficos acima, estão evidenciados os cinco principais setores recetores de investimento, representando 72,5% das aplicações de CR em 2016 e 70% em 2017. Excluindo o setor das “SGPS – não financeiras”, os quatro setores restantes representaram 37,5% e 34,8% respetivamente, do investimento total, em 2016 e 2017.

⁶⁰ Cfr. Quadro 11, em anexo.

Referindo-nos ao investimento realizado em função das fases de entrada⁶¹ (Cfr. Gráfico 8) do CR nas empresas, terminologia da CMVM, que qualifica as estratégias de investimento subjacentes às decisões dos investidores, a primeira constatação é a de que as operações realizadas de “*Venture Capital*”⁶² contribuíram com menos de 20% (exatamente 19,5% e 19,7%, respetivamente em 2016 e 2017) para o investimento total.



Fonte: CMVM

Existe, assim, um grande predomínio das operações de “*Private Equity*” (mais de 80% em ambos os anos), quase totalmente veiculado pelos FCR.

Em termos globais, as fases com valores mais significativos foram as operações de “*Turnaround*”, (operações de reestruturação económica e recuperação financeira) com € 1.195 milhões em 2017, o que representou uma queda de € 94 milhões relativamente a 2016; seguida da fase de “*Expansão*” (investimentos no desenvolvimento do negócio, aumento de capacidade de produção, desenvolvimento de técnicas de comercialização e promoção), € 759 milhões em 2017, valor praticamente

⁶¹ Cfr. Quadro 12, em anexo.

⁶² Cfr. definições de “*Venture Capital*” e “*Private Equity*” no ponto 4.2.

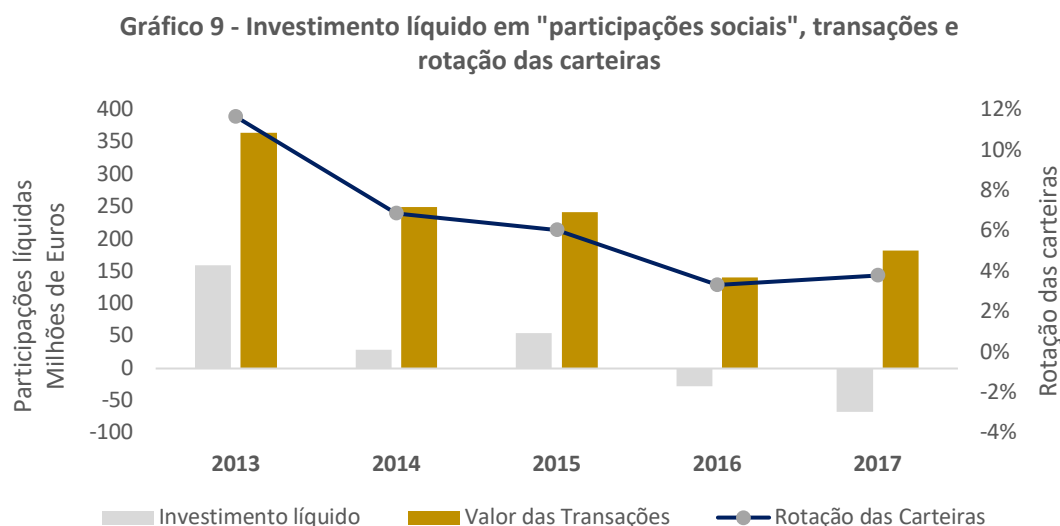
equivalente ao de 2016; e depois, investimentos em operações de “*Management Buy-out*” (tomadas de posições de controlo das empresas pelos seus executivos ou sócios minoritários), com € 612 milhões em 2017, menos € 20 milhões que em 2016.

Por ordem de importância, seguem-se, imediatamente, os investimentos nas fases de “*Start-up*” (empresas recém criadas e a funcionar, ou em processo final de instalação, com um projeto desenvolvido e numa fase inicial da comercialização dos produtos ou serviços), cujo valor de investimento caiu € 56 milhões, ficando nos € 317 milhões; investimento em empresas na fase de “*Early-stage*” (recém instaladas no mercado, que já concluíram a fase de desenvolvimento de produto e que possam já ter iniciado a comercialização), que normalmente tem como finalidade a melhoria dos processos de fabrico e de comercialização e marketing, o qual registou um aumento muito significativo de € 56 milhões, atingindo € 205 em 2017; operações de “*Seed-capital*” (projetos em fase de desenvolvimento da ideia de negócio, antes mesmo da sua instalação, podendo envolver o apoio a estudos de mercado para determinar a viabilidade de um produto ou serviço ou o desenvolvimento do produto a partir de projetos ou estudos), que se manteve, nos dois anos, em € 176 milhões; por último, dentro dos valores com algum significado, temos o investimento em operações de “*Capital de substituição*” (aquisição da participação social de um investidor por outro investidor, normalmente um investidor tradicional da empresa), que representou € 157 milhões em 2017, significando um acréscimo de € 51 milhões relativamente ao ano anterior.

O investimento das SCR só atingiu valores com significado nas fases de “*Start-up*” (€ 28,3 milhões em 2017, menos € 1,6 milhões que em 2016); “*Expansão*” (€ 17,2 milhões, mais € 1,7 milhões que no ano anterior); “*Seed Capital*” (€ 13,2 milhões, representando um aumento de € 6 milhões relativamente a 2016).

6.1.5. Investimento Líquido e Rotação das Carteiras

O Gráfico 9 apresenta os valores relativos ao investimento líquido em CR e a rotação das carteiras,⁶³ importantes indicadores para aferir a dinâmica dos fluxos de capital. O investimento líquido, é a diferença entre as aquisições e alienações de participações sociais (ações e quotas) e de unidades de participação de fundos de investimento. A rotação das carteiras dá-nos uma medida do nível de ativismo na gestão das carteiras de investimento, no sentido em que uma gestão mais ativa, quer em termos de volume de transações, quer em termos de reconfiguração das próprias carteiras, determina um maior índice de rotação.



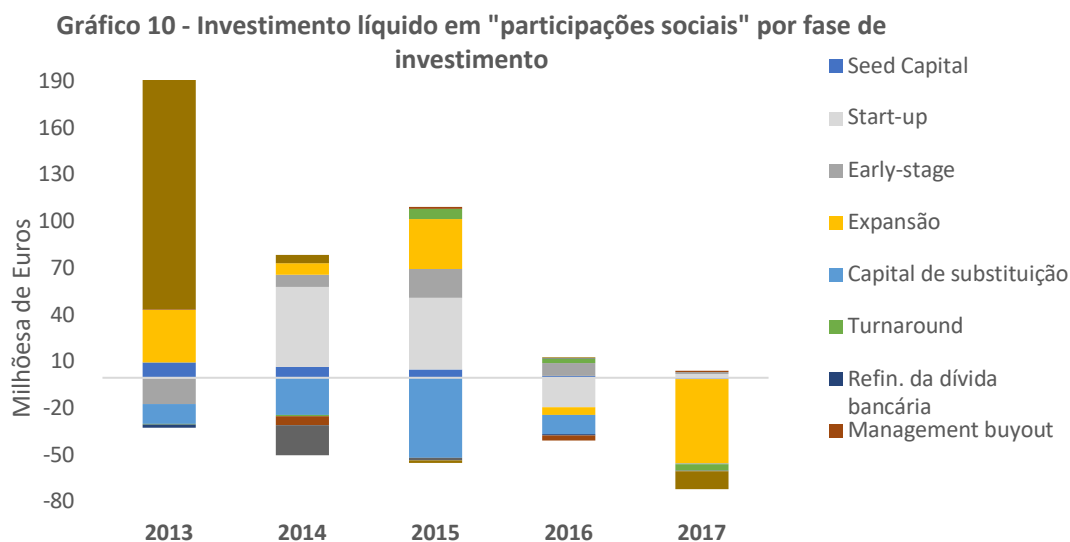
Fonte: CMVM

Em 2017, o investimento líquido em CR foi negativo em € 67,2 milhões e também já tinha sido negativo em 2016, no valor de € 27,4 milhões. O principal contributo para o valor de 2017 veio dos FCR, com um investimento líquido negativo de € 60,9 milhões. Embora o valor de transações (soma das aquisições e alienações)

⁶³ Cfr. Quadro 13, em anexo.

tenha crescido quase 30% em relação a 2016, o valor das alienações (€ 124,8 milhões) foi muito superior ao das aquisições (€ 57,6 milhões). Deste modo, a rotação das carteiras, que tem vindo a diminuir desde 2013, aumentou em 2017 para 3,8%, mas exclusivamente devido ao crescimento do valor das alienações.

As fases de investimento em que se gerou maior desinvestimento líquido⁶⁴ (excluindo a categoria de “Outros”) foram as de “*Expansão*” (- € 54,8 milhões), “*Turnaround*” (- € 4,1 milhões) e “*Seed-capital*” (- € 1 milhão). Contrariamente, as fases de que resultou investimento líquido positivo foram as de “*Start-up*” (€ 2,3 milhões), “*Early-stage*” (€ 1,5 milhões) e “*Management Buy-out*” (€ 600 mil).

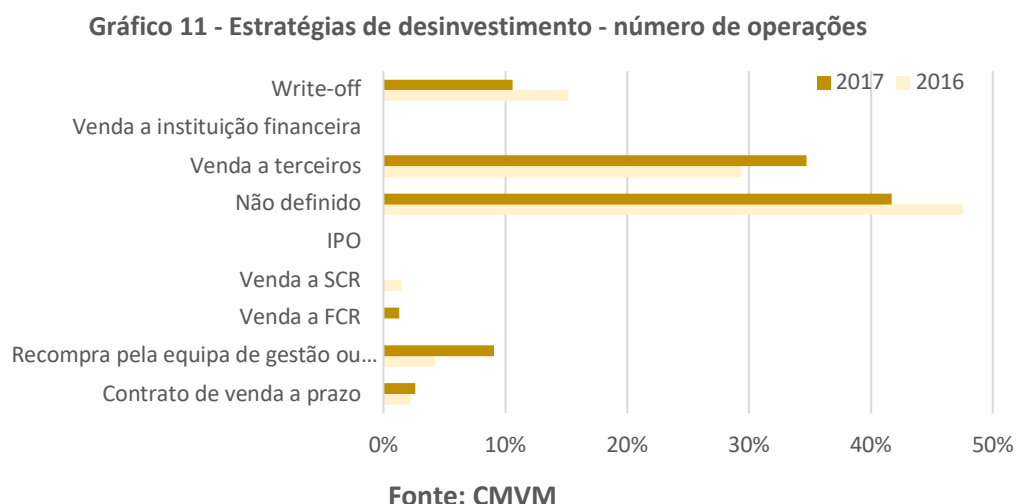


Fonte: CMVM

⁶⁴ Cfr. Quadro 14, em anexo.

6.1.6. Estratégias de Desinvestimento

Em 2017 as operações de desinvestimento atingiram € 519,5 milhões (mais de 30% do que o desinvestimento de 2016)⁶⁵, das quais resultaram menos-valias de € 92,7 milhões (€ 4 milhões de menos-valias em 2016).



Não tendo sido identificadas cerca de 42% das operações, a que corresponderam € 257,5 milhões (49,6%) do valor total desinvestido, as restantes transações concentraram-se em operações de “Venda a terceiros”, “*Write-off*”⁶⁶ e “Recompra pela equipa de gestão ou acionistas”, que no total representaram 54,4% das operações e 38,5% do valor desinvestido (€ 200 milhões). Tal como em 2016 e nos anos

⁶⁵ Cfr. Quadro 15, em anexo.

⁶⁶ “*Write-off*” significa o registo da perda resultante da impossibilidade de recuperação do valor integral investido inicialmente.

precedentes, não foram direcionadas para o mercado de capitais nenhuma das novas empresas, uma vez que continuaram a ser nulas as operações de IPO.

Detalhando as valias realizadas relativamente ao preço de aquisição, em função das fases de investimento em que as empresas se encontravam no momento da alienação das participações⁶⁷, verifica-se que na fase de “*Turnaroud*” (30 operações) se realizaram menos-valias de € 76,2 milhões. Nas fases de “*Seed capital*”, “*Start-up*” e “*Early-stage*” (operações de *Venture Capital* representando 46,6% do total), os desinvestimentos resultaram em € 21 milhões de menos-valias e as operações com empresas na fase de “*Expansão*” (95 operações) geraram € 23,1 milhões de mais-valias. Em conjunto, as fases de “*Capital de substituição*” e “*Management Buy-in*” (4 operações) deram origem a € 122,8 mil de mais-valias.

Para além das menos-valias efetivas realizadas nos desinvestimentos de 2017, devem ainda ser consideradas as valias potenciais resultantes das diferenças entre o *justo valor*⁶⁸ das participações existentes em carteira e o seu valor de aquisição. Em 2017, estas diferenças implicavam menos-valias potenciais de € 535,2 milhões,⁶⁹ significando um potencial de desvalorização de 15,1%, sendo € 515,9 milhões as menos-valias potenciais atribuíveis aos FCR (potencial de desvalorização de 15,1%) e € 19,3 milhões as menos-valias potenciais relativas aos investimentos das SCR (16,9% de desvalorização potencial).

⁶⁷ Cfr. Quadro 16, em anexo.

⁶⁸ O *justo valor* é calculado através da utilização das metodologias de avaliação constantes no Quadro 17, dos Relatórios da CMVM, p. 44. Em 2017, a maioria das participações, 61,6%, foi avaliada pelo método dos *Discounted Cash Flows*.

⁶⁹ Cfr. Quadro 18, em anexo, *Idem.*, p. 45.

6.2. Súmula Conclusiva dos vários indicadores de Capital de Risco

Da análise efetuada podemos concluir o seguinte sobre a situação do setor no final de 2017:

- O Valor sob Gestão e os Ativos sobre Gestão, bem como o VLGF, têm tido um crescimento constante nos últimos 5 anos, apesar de o crescimento registado em 2017 em relação a 2016, ter sido muito mais moderado do que o que se verificou nos anos anteriores, o que se confirma pelo aumento sistemático do peso destes indicadores no PIB até ao ano de 2016, e em 2017, ter estagnado em 2,5% o peso relativo dos Ativos sob Gestão e terem caído ligeiramente os pesos do Valor sob Gestão (2,3% contra 2,4% no ano anterior) e do VLGF (de 2,3% em 2016 para 2,2% em 2017).

- O Valor do Setor caiu consistentemente (com uma quebra de tendência em 2015, ano em que subiu € 70,6 milhões) a uma taxa média anual de -2,4%, passando de 2,6% do PIB em 2013 para 2,1% em 2017. Isto ficou essencialmente a dever-se à contínua diminuição do valor disponível para investimento (capital não realizado) que à medida que foi sendo utilizado em aplicações de investimento, não houve atração de novos investidores com vista a garantir o investimento futuro.

- O investimento no período também aumentou; contudo, desde 2015, que tem decrescido a uma taxa média anual de -2,7%, o que faz com que a sua contribuição para o PIB em 2017 (1,8%) seja exatamente a mesma que em 2013. A principal contribuição para este comportamento decorre da queda dos “Outros Investimentos” desde 2015 (média anual de -2,3%) e das “Participações sociais (ações e quotas)”, embora estas tenham aumentado 1,8% em 2017 em relação ao ano anterior.

- Os investimentos realizados pelas SCR foram essencialmente dirigidos para empresas financeiras e seguros e construção e os investimentos dos FCR foram canalizados para as atividades imobiliárias, indústria transformadora e alojamento,

restauração e atividades similares, em claro arrastamento da conjuntura favorável na indústria do turismo;

- O *Venture Capital*, veículo privilegiado de investimento direto em CR, que pressupõe uma participação mais ativa dos investidores nas empresas, continua a ter um peso relativo muito inferior ao *Private Equity*, que caracteriza um papel mais passivo dos investidores, mais afastados das decisões operacionais e também, eventualmente, das decisões estratégicas.

- O crescimento das rubricas de depósitos e outros meios líquidos e outros ativos afetos ao investimento em CR evidenciam um aumento da liquidez excedentária, sem tradução em novos investimentos;

- Há dois anos consecutivos (2016 e 2017) que o investimento líquido tem sido cada vez mais negativo e só no ano de 2017 a queda no valor das transações foi interrompida com uma subida de € 42 milhões relativamente a 2016, essencialmente, devido ao crescimento do valor das alienações em € 40,9 milhões;

- As operações de desinvestimento de participações sociais têm gerado menos-valias significativas (- € 92,7 milhões em 2017, que compara com - € 4 milhões em 2016 e - € 976 milhões em 2015), com natural relevo para as que se referem a participações dos FCR;

- No final de 2017, a valorização das carteiras de investimentos do setor evidenciava uma potencial perda de valor nessas participações, relativamente aos seus valores de aquisição, de € 535 milhões.

Em resumo, verifica-se que, em Portugal, existe um peso significativo das rubricas de “Suprimentos” e “Empréstimos” no investimento total (38,3% em 2017), comparativamente com uma menor expressão do investimento em participações sociais (26,9% ou 30,8% incluindo as UP dos FCR, em 2017), indiciando uma atuação por parte dos operadores nacionais mais próxima da atividade bancária do que do

investimento em CR, que tem como principal característica a titularidade de direitos residuais de controlo e assunção de riscos acionistas.

Que esta circunstância resulta do decréscimo que se tem verificado, no investimento em participações sociais⁷⁰ das SCR (-€ 343 milhões entre 2013 e 2017) e do crescimento do investimento dos FCR (+ € 286 milhões, no período), mas, sobretudo, em outros investimentos (+ € 556 milhões, dos quais, - € 13,4 milhões em suprimentos e + € 298,1 milhões em empréstimos, nos 5 anos analisados) realizados pelos FCR.

⁷⁰ Incluídas as unidades de participação dos FCR.

6.3. Operações de Capital de Risco

Como evidenciado nos Capítulos anteriores, os investimentos em CR não estão limitados à aquisição de instrumentos de capital próprio, sendo complementados por outros tipos de investimentos “*accessórios*” à aquisição das participações sociais da empresa participada. De facto, tal como mencionado por alguns autores,⁷¹ o seu âmbito tem vindo a alargar-se, apresentando uma realidade diversificada. As várias reformas introduzidas no regime jurídico do CR têm procurado adaptar-se à realidade desta atividade, procurando abranger no seu articulado uma ampla variedade de instrumentos de capital e financeiros.

A realização de investimentos por parte de ICR, SCR e FCR verifica-se mediante a subscrição de participações sociais da empresa participada.⁷² De acordo com a CMVM, 38,4% do valor das participações detidas correspondiam a uma percentagem de participação abaixo de 20% do capital social, e 36,1% à detenção de participações até 50% do capital social.⁷³ Nos investimentos em CR, a subscrição do capital social da empresa participada é normalmente acompanhada da celebração de outros acordos relativos a contratos de suprimentos, convenções de voto, prestação de serviços de gestão, apoio técnico ou relativamente a quaisquer outras formas de financiamento.⁷⁴ Neste sentido, no caso das SCR, os investimentos em instrumentos de capital alheio dizem maioritariamente respeito a sociedades onde as SCR detêm capital próprio, tendo por base empréstimos realizados com vista a apoiar a criação e o desenvolvimento da

⁷¹ Cfr. CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 942.

⁷² Neste sentido, vem a lei expressamente mencionar nos termos do artigo 9.º do RJCR, que as SCR e os restantes investidores, no desenvolvimento da respetiva atividade, possam realizar operações de investimento através de instrumentos de capital próprio, tal como previsto nas alíneas a), do n.º 1 do artigo 9.º.

⁷³ CMVM, *op. cit.*, 2017, p. 17 e Quadro 7, em anexo.

⁷⁴ GOMES, Fátima, *O Direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas Sociedades Anónimas*, Universidade Católica Portuguesa, 2010, p. 156.

sociedade.⁷⁵ Noutros casos, podem ainda ser emitidas obrigações representativas de dívida subordinada, em que o titular da obrigação, havendo insolvência da emitente, apenas pode ser reembolsado depois de satisfeitos todos os credores comuns. No mesmo sentido, é igualmente permitida a prestação de garantias financeiras,⁷⁶ como o penhor financeiro e a alienação fiduciária em garantia.⁷⁷

Finalmente, a lei faz menção à possibilidade de aplicações dos excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros⁷⁸ e de realização de operações financeiras,⁷⁹ tais como as operações de cobertura de risco necessárias para o desenvolvimento de uma determinada atividade.

Em situações de liquidação, “*Write-off*”, ou de reorganização empresarial, pode igualmente verificar-se a alienação da globalidade da empresa participada a uma terceira entidade. As formas mais comuns de concretização deste tipo de negócios têm por base a celebração de contratos de compra e venda de ações ou são realizadas através de operações de fusão ou da compra dos ativos da empresa.

Através da realização deste tipo de operações as entidades de CR criam riqueza resultante da sua atuação no mercado, ao potenciarem recursos financeiros, melhorarem a estrutura de governo societário e implementarem melhorias operacionais.⁸⁰ Além da valorização das participações sociais subscritas e do próprio valor da empresa,⁸¹ a principal motivação destes investimentos é a aquisição de um “*negócio viável, com um*

⁷⁵ Cfr. artigo 3.º, n.º 1, *in fine* e do artigo 9.º, n.º 1, al. b), do RJCR.

⁷⁶ De acordo com a al. d) do n.º 1, do artigo 1.º do RJCR.

⁷⁷ Cfr. D.L. n.º 105/2004, de 8 de Maio relativo aos contratos de garantias financeiras.

⁷⁸ De acordo com a al. e) do n.º 1, do artigo 1.º do RJCR, devendo a respetiva referência ser entendida enquanto instrumentos financeiros derivados. Normalmente, estes instrumentos têm por base contratos que dão origem a um ativo financeiro para uma das partes e a um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para a outra.

⁷⁹ Cfr. al. f) do n.º 1, do artigo 1.º do RJCR.

⁸⁰ KAPLAN, Stephen; STROMBERG, Per, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, *Journal of Economic Perspectives*, 2009, pp. 11 a 16.

⁸¹ Tal como oportunamente mencionado no ponto 4.2.

potencial e elevado resultado(...)".⁸² Em particular, as situações de "Management Buy-out" permitem a protagonização da mudança do controlo da sociedade, bem como a redução dos conflitos de interesses⁸³ inerentes à dispersão do capital social.

6.3.1. A estrutura organizacional dos investimentos de FCR

As alterações introduzidas pelo novo RJCR vêm proceder ao alargamento do âmbito de aplicação desta forma de financiamento, nomeadamente através da transposição para a ordem jurídica interna da Diretiva n.º 2009/65/CE,⁸⁴ que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM). As alterações legislativas introduzidas pelo RJCR, bem como as relativas ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo,⁸⁵ revelam uma aproximação cada vez mais significativa entre estas duas figuras.⁸⁶ A estrutura organizacional dos investimentos relativos a CR que tenham por base FCR assentam igualmente na gestão de patrimónios coletivos, tal como acontece nos fundos de investimento mobiliário.

A gestão do património de FCR é normalmente exercida por SCR, Sociedades de Desenvolvimento Regional ou por entidades legalmente habilitadas a gerir organismos de investimento alternativo fechado.⁸⁷ Ao contrário dos fundos de

⁸² OSÓRIO, José Diogo Horta, *Da tomada de controlo de sociedades por Leveraged Buy-out e sua harmonização com o Direito português*, Almedina, 2001, p. 24.

⁸³ Também designados de "agency costs" ou "custos de agência" relativamente aos conflitos de interesses existentes entre gestores e acionistas da sociedade.

⁸⁴ Do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho. E ainda, a Diretiva n.º 2013/14/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Maio, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos no que diz respeito à dependência excessiva relativamente às notações de risco, que veio proceder à alteração das disposições constantes da Diretiva n.º 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Junho, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais.

⁸⁵ Nos termos da Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro.

⁸⁶ *Cfr.* artigo 2.º, n.º 1, al. *aa*) do RGOIC.

⁸⁷ *Cfr.* artigo 17.º, n.º 2 e 3, do RJCR.

investimento coletivo,⁸⁸ os FCR assentam normalmente em estruturas de investimento fechadas. No entanto, nos FCR não é permitido o resgate das unidades de participação até o termo da vida do FCR, previamente acordado e conforme estipulado no respetivo regulamento de gestão.⁸⁹

Os FCR funcionam, assim, como fundos de investimento, cujas unidades de participação se destinam a ser subscritas por quaisquer investidores para a aquisição de participações no capital de uma ou várias sociedades, selecionadas pelas respetivas entidades gestoras, em função do seu potencial de crescimento e de acordo com o retorno financeiro do investimento. O investimento é realizado pelas entidades encarregadas da gestão dos FCR, nas empresas participadas, podendo ser acompanhado da realização de outros investimentos, como prestações suplementares ou acessórias equiparáveis e suprimentos, bem como ter por base empréstimos realizados com vista a apoiar o crescimento e o desenvolvimento da sociedade.

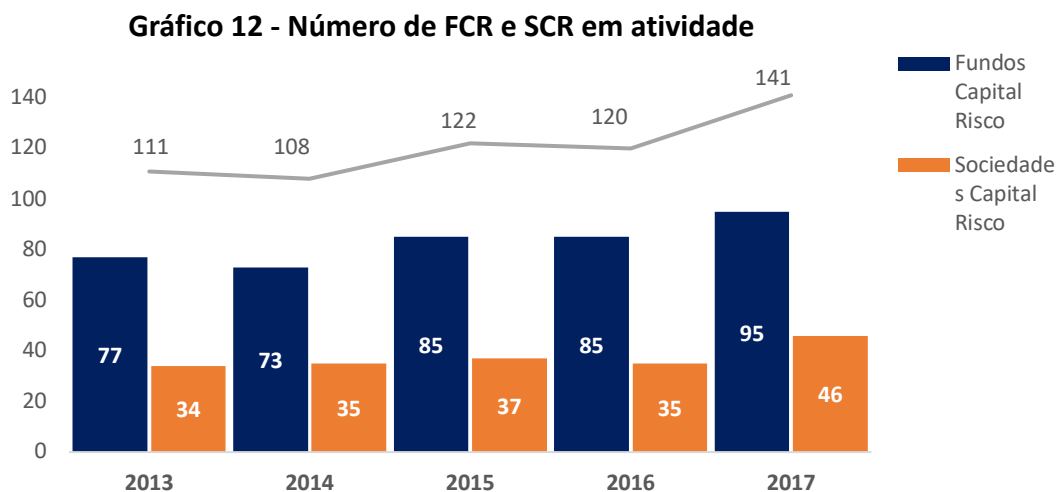
De acordo com as conclusões traçadas no Capítulo relativo à análise da informação da CMVM, no final do ano de 2017, a maioria dos investimentos em CR foi realizada através de FCR, mantendo uma preponderância significativa quando comparados diretamente com a participação das SCR.⁹⁰ De acordo com os dados do Gráfico 12, em 2017, existiam em atividade 141 entidades de CR,⁹¹ 95 FCR e 46 SCR. Os ativos geridos pelos FCR consistiam em participações no capital de 538 empresas e na detenção de unidades de participação de 18 FCR. Quanto ao investimento das SCR, este distribuía-se pela participação no capital de 63 empresas e pela detenção de unidades de participação de 42 FCR.

⁸⁸ *Cfr.* artigo 10.º, n.º 1, 2 e 3, do RGOIC.

⁸⁹ Nos termos do artigo 19.º, n.º 3, alínea e.) do RJCR, entre os elementos integrantes do regulamento de gestão deverá ser incluído o prazo de duração do FCR e a sua eventual prorrogação.

⁹⁰ CMVM, *op. cit.*, 2017, p. 8.

⁹¹ Mais 21 entidades que em 2016.

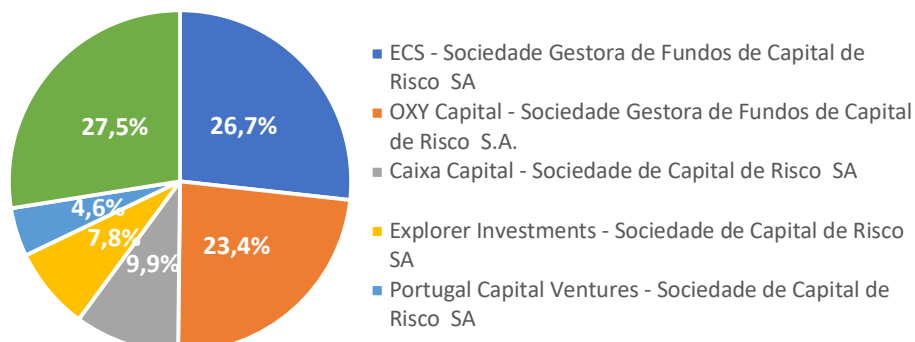


Os FCR detinham € 4,5 mil milhões de Ativos sob Gestão, o que representa 94,9% do valor total do setor. Os Ativos sob Gestão dos FCR estão concentrados essencialmente em 5 operadores. Os ativos geridos pelas 46 SCR totalizavam € 243 milhões.

O valor médio dos Ativos sob Gestão dos 95 FCR que operavam no final de 2017, era de € 47,8 milhões, (€ 3,2 milhões em 2016), verificando-se um aumento do valor médio dos fundos, dos operadores no mercado 23 FCR apresentavam nos seus investimentos ativos com um valor superior a € 100 milhões,⁹² designadamente:

⁹² CMVM, *op. cit.*, p. 9.

Gráfico 13 - Ativos sob gestão dos FCR 2017



Fonte: CMVM

No que se refere ao VLGF, temos que os 9 FCR com valor unitário superior a 100 milhões de euros concentravam 64,5% do total do VLGF, *i.e.*, cerca de € 2,8 mil milhões e eram geridos por 6 operadores, 3 dos quais geriam 54,4% do VLGF total.

Em 2017, os FCR tiveram 796 participantes, detentores de unidades de participação, sendo a maioria entidades residentes (85,6%), especialmente pessoas coletivas.

As entidades mencionadas no Gráfico 13 dizem maioritariamente respeito a SCR e a sociedades gestoras de FCR e de Fundos de Reestruturação que têm estado ativos na recuperação de empresas que a recessão e as restrições de financiamento deixaram à beira da insolvência ou mesmo em situação de falência. A ECS⁹³ justifica uma referência devido ao peso da rubrica dos fundos por ela geridos que permitem a realização de investimentos em empresas com elevado potencial de crescimento e participação na reestruturação de empresas com potencial económico a longo prazo, dizendo maioritariamente respeito a operações de “*Capital de expansão*”, bem como de “*Management Buy-in*” e “*Management Buy-out*”. Atualmente a ECS tem 4 fundos sob

⁹³ Fundada em 2006 por António de Sousa e Fernando Esmeraldo. Informação disponível em: <https://www.ecs.pt>

gestão direta em Portugal, através dos quais investe em empresas de vários setores de atividade, sendo estes:

i.) Fundo Albuquerque: as atividades de investimento deste FCR focam-se primordialmente em operações de “*Capital de expansão*”, de “*Management Buy-ins*” e de “*Management Buy-outs*”;

ii.) Fundo Recuperação e o Fundo Recuperação Turismo: têm por objetivo recuperar empresas que, apesar de enfrentarem dificuldades financeiras ainda apresentam modelos de negócio sustentáveis;

iii.) Fundo Energia: destina-se principalmente à realização de investimentos em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento que atuem na área da energia;

A informação constante do Relatório da CMVM relativa às fases de investimento permite demonstrar que as operações de “*Turnaround*”, “*Capital de expansão*” e “*Management Buy-out*” são as que continuam a deter uma maior importância.⁹⁴ Os dados analisados vêm igualmente comprovar a adequabilidade do financiamento das empresas através destas modalidades de investimento em CR, bem como o papel fundamental que estas têm vindo a desempenhar na reestruturação e recuperação das empresas participadas.⁹⁵

⁹⁴ CMVM, *op. cit.*, pp. 13 e 21.

⁹⁵ E em especial, para realidades empresariais como a das PME, defendendo a importância da utilização deste tipo de investimentos em projetos de elevado potencial de crescimento ou valorização. *Cfr.* CMVM, *op. cit.*, p. 27.

V. Análise da relação contratual estabelecida entre investidores SCR e FCR e a sociedade participada

7. A liberdade de estipulação ou modelação do conteúdo negocial

7.1. Disposições contratuais mais relevantes

O investimento em CR tem na sua génese um processo negocial prolongado que ocorre entre as várias entidades de CR e as sociedades financiadas, com a intervenção da CMVM. O mercado da oferta é determinado pela vontade de os investidores fornecerem fundos às empresas que, por sua vez, é estimulado pelo retorno resultante do investimento.

A formalização da vontade das partes num instrumento contratual é fundamental para a definição do investimento e para a administração dos interesses em jogo. O contrato celebrado entre o investidor e a empresa participada tem subjacente uma finalidade de alinhamento de interesses, definindo os contornos do financiamento e procurando atenuar as consequências das assimetrias de informação e dos custos de agência inerentes a este tipo de operações.⁹⁶ Acresce que a entrada de novos sócios para a sociedade é acompanhada de uma alteração na distribuição e valoração das participações sociais, podendo ser ainda criados direitos especiais atribuídos a determinadas categorias de ações. Nos termos das várias estruturas contratuais negociadas pelos investidores, devem destacar-se as estipulações relativas:

⁹⁶ RODRIGUES, Patrícia Penaforte, *O Capital de Risco e o Conflito de Interesses*, 2012, pp. 39 a 41.

- i). a direitos de preferência no aumento de capital;
- ii). ao direito de recebimento prioritário no caso de liquidação da empresa;
- iii). à possibilidade de indicação de membros para os Conselhos de Administração da empresa participada;
- iv). aos direitos de voto ou a decisões estratégicas da empresa;
- v.) ao maior percentual por ação no caso de recebimento de lucros.

Estes contratos contêm um conjunto de cláusulas típicas que permitem definir as percentagens de remuneração dos administradores da empresa participada, os instrumentos de capital a ser utilizados, bem como as diferentes fases nos termos das quais se irá desenrolar todo o processo de investimento. Os valores mencionados têm por base um plano financeiro previamente elaborado e anexo ao contrato.

As cláusulas de investimento devem conter todas as informações relativas à categoria das participações sociais adquiridas, bem como os direitos que estas atribuem.

No mesmo sentido, as cláusulas que definem o direito aos lucros, os direitos de voto e os direitos de controlo estão frequentemente dependentes de medidas observáveis relacionadas com a *performance* societária. Por estas razões, o acompanhamento reduz as perdas da continuação da ineficiência e permite aos investidores determinar qual o momento mais favorável para o desinvestimento,⁹⁷ depois de decorrido o prazo contratualmente estabelecido. A possibilidade de realização de novas etapas de investimentos aparece, igualmente, associada a indicadores específicos de desempenho, permitindo uma monitorização ativa no âmbito do desenvolvimento do processo de investimento na empresa participada.

⁹⁷ A este respeito importa salientar que os direitos de saída/desinvestimento em apreço podem ainda “*funcionar como um mecanismo moderador do poder das maiorias*”. Cfr. MENDES, Evaristo, *Valor das participações sociais*, op. cit., p. 5.

Os contratos de CR analisados incluem igualmente cláusulas de não concorrência e de alienação. Através destas cláusulas os investidores de CR comprometem-se a não desenvolver outras atividades profissionais que possam concorrer com a atividade económica da empresa. Nos casos em que as empresas participadas se dedicam ao desenvolvimento e exploração de direitos de Propriedade Intelectual, é habitual a estipulação de cláusulas através das quais os investidores se obrigam a transferir para a sociedade, como pagamentos acessórios gratuitos de capital, todos e quaisquer direitos de que sejam titulares emergentes de patentes, modelos de utilidade, direitos de autor, registos de modelo, desenhos industriais e registos de marcas relacionados com o projeto de investimento e que sejam necessários à sua implementação e desenvolvimento.

É frequente assistir-se, igualmente, para além do disposto na lei⁹⁸, à estipulação das designadas cláusulas de proteção *anti-diluição*, que atribuem aos sócios signatários o direito de manter a percentagem da sua participação social em operações de aumento de capital. A intenção destas estipulações parece ser a de proteger os sócios minoritários contra o risco de ver a sua participação diluída em situações de aumento de capital.

No que respeita ao tráfico das participações, a estipulação de cláusulas de preferência permite vincular os investidores e os sócios a dar prioridade entre si ou a um terceiro, aquando da transmissão das ações (ou quotas). As preferências estatutárias fazem parte da condição jurídica da própria participação social em si considerada. Existindo uma preferência estatutária,⁹⁹ a participação social tem uma transmissibilidade restrita, tal como em virtude da preferência legal do artigo 239.º, n.º 5.¹⁰⁰

⁹⁸ De acordo com o previsto nos artigos 267.º, 269.º e 460.º do CSC.

⁹⁹ Nos termos do disposto no artigo 328.º, n.º 2, alínea b.) do CSC, o contrato de sociedade pode atribuir um direito de preferência aos acionistas e pode conformar as condições do respetivo exercício, mas apenas nos casos de alienação de ações nominativas.

¹⁰⁰ Estas estipulações permitem funcionar como “*filtro das entradas de estranhos para o respetivo grémio social*”, visando sobretudo, “*eliminar possíveis influências externas indesejadas*” e “*manter estáveis as relações de participação e poder*”. Cfr. MENDES,

Além disso, são igualmente comuns as cláusulas de “*call option*”, opções de compra através das quais, observadas certas circunstâncias, um determinado sócio exerce o direito de adquirir as participações sociais de outro sócio signatário. Estas cláusulas conferem ao sócio detentor da opção de compra o direito de comprar as participações sociais doutro(s) sócio(s), de acordo com as condições previamente contratadas (podendo incluir o pagamento de um preço pré-estabelecido). Na perspetiva inversa, o sócio alienante obriga-se a vender as suas participações sociais nos termos acordados, bastando para a execução da cláusula, a manifestação de vontade do sócio adquirente, detentor da opção de compra.¹⁰¹

Para além das referidas, existem ainda as cláusulas de “*put option*”, que conferem a um determinado sócio signatário uma opção de venda das suas participações sociais, quando sejam verificadas determinadas condições. O sócio detentor da opção de venda tem o direito de vender as suas participações sociais de acordo com as condições pré-contratadas. Se este sócio exercer a sua opção de venda, os demais sócios signatários obrigam-se a aceitar a sua saída da sociedade. Nos contratos celebrados no âmbito dos investimentos de CR, a estipulação deste tipo de cláusulas vem proteger os sócios investidores, permitindo a utilização da opção de venda como forma de acautelar o momento da sua saída da sociedade, e ainda, garantir as condições do desinvestimento.

No mesmo sentido, é recorrente a celebração de cláusulas de “*lock-up*”, que permitem condicionar a transmissão das participações sociais ao voto favorável dos acionistas, impossibilitando a alienação das respetivas ações sem aquele consentimento, durante um certo período de tempo.¹⁰² Estas estipulações são também frequentes nos investimentos que envolvem FCR, em que é usualmente definido um período de tempo durante o qual o capital deverá permanecer dentro do património do fundo.

Evaristo, *Cessão de quotas, Preferências estatutárias – Desenvolvimentos recentes*, DSR 19, 2018, pp. 4 e 5.

¹⁰¹ CARVALHOSA, Modesto, *Acordo de Acionistas*, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 315

¹⁰² CÂMARA, Paulo, *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, Dissertação de Mestrado, Universidade de Lisboa – Faculdade de Direito, p. 219.

Os contratos de CR podem ainda incluir cláusulas de «preferência» em caso de dissolução ou liquidação da sociedade, que permitem atribuir a uma determinada categoria de acionistas o direito a receber, com prioridade relativamente aos demais, o montante das entradas efetivamente realizadas, dizendo este respeito à fração de capital correspondente a cada sócio.¹⁰³

Nas estruturas contratuais analisadas é igualmente frequente a celebração de cláusulas de garantia, que estipulam a prestação de garantias pessoais de reembolso dos investimentos aos sócios das sociedades participadas.¹⁰⁴ A exigência de garantias de reembolso permite acautelar o retorno do investimento, servindo de proteção dos interesses dos investidores.

Este esquema negocial “*conduz a que se duvide do carácter do Capital de Risco*”¹⁰⁵ associado à atuação destas empresas. Em particular, a celebração de cláusulas que fazem depender o direito aos lucros, os direitos de voto e os direitos de controlo à observação de medidas relacionadas com a *performance* societária, de cláusulas “*put option*” e a exigência de garantias pessoais de reembolso permite eliminar quase todos os riscos associados à natureza dos investimentos em CR, assegurando o momento e o retorno financeiro do investimento. Neste sentido, já chegou a ser apontado por alguns autores que o CR no mercado português não parece verdadeiramente uma atividade de risco,¹⁰⁶ uma vez que os diversos operadores utilizam diversas estratégias para se

¹⁰³ De acordo com o previsto nos artigos 154.º e 156.º do CSC relativamente à forma de partilha do ativo restante. Nos termos do n.º 4 do artigo 156.º, se depois de ter sido efetuado o “*reembolso integral*”, ainda existir saldo, “*este deve ser repartido na proporção aplicável à distribuição dos lucros.*”

¹⁰⁴ As cláusulas de garantia podem ser relativas à capacidade e poderes do adquirente e seus representantes para celebrar o contrato sobre as participações sociais em causa ou, por outro lado, pretendem proteger os investidores relativamente aos riscos relacionados com o património social, com a rentabilidade do negócio, capacidade creditícia ou com quaisquer outras situações operativas relativas à gestão da sociedade.

¹⁰⁵ GOMES, Fátima, *op. cit.*, p. 188.

¹⁰⁶ Tendo sido contestado o caráter “leonino” da sua intervenção, chegando ainda a ser suscitada judicialmente a questão, pelo menos no quadro de ordenamentos jurídicos estrangeiros. Nesta senda, *cfr.* CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito Bancário*, 5.ª Edição, Coimbra, 2014, pp. 1261. No mesmo sentido *Cfr.* BANHA, Francisco, *Capital de Risco, Os Tempos Estão a Mudar*, Bertrand Editora, Venda Nova, 2000, p. 63, em que menciona a conversa com

protegerem contra os eventuais riscos inerentes à sua posição social, procurando inclusive isentar-se de uma possível participação nas perdas, desvirtuando a verdadeira essência do CR.^{107/108} O esquema de realização de operações de financiamento que tem sido aplicado nestes investimentos em Portugal é inadequado às operações de CR.¹⁰⁹ De facto, não existe, nestes casos, *Capital de Risco*, uma vez que os vários investidores embora assumam todos os direitos dos sócios, se protegem igualmente contra todos os riscos inerentes a uma tal posição.¹¹⁰

uma empresa que procurou recorrer ao Capital de Risco e que viu frustrada a sua esperança de encontrar no Capital de Risco uma alternativa ao financiamento bancário, nos seguintes termos: “*A nossa experiência foi muito curta uma vez que quando nos dirigimos a uma SCR nos foi logo dito que não estavam ali para perder dinheiro e por isso financiavam a nossa empresa apenas se existissem garantias de que, no final do prazo acordado, a nossa empresa adquirisse à SCR as ações que tinha comprado acrescido da correspondente valorização do capital que tinham definido.*”

¹⁰⁷ GOMES, Fátima, *op. cit.*, pp. 185 a 190. No mesmo sentido, *cf.* BANHA, Francisco, *op. cit.* na nota anterior, p. 63. O que, no seu entendimento, é suscetível de constituir uma violação da proibição do artigo 22º, n.º 3 do CSC.

¹⁰⁸ *Cfr.* também a este respeito, CUNHA, Paulo Olavo, “*Breve nota sobre os direitos dos sócios (das sociedades de responsabilidade limitada) no âmbito do CSC*”, in AAVV, *Novas Perspetivas do Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 1988, pp. 234 e s.s. e, em especial, pp. 237, que, quanto aos direitos gerais dos sócios em matéria de lucros, qualifica como direito inderrogável e irrenunciável o direito dos sócios aos lucros finais, sendo que a sua violação implicaria a nulidade da respetiva deliberação, de acordo com o previsto no artigo 56.º, n.º, 1, alínea d.) do CSC.

¹⁰⁹ GOMES, Fátima, *op. cit.*, pp. 189 a 190. Neste sentido é ainda mencionado que, “*por vários motivos, de natureza económica e enquadramento jurídico-fiscal, o Capital de Risco em Portugal não tem tido o grande desenvolvimento que assume em outros países.*”

¹¹⁰ *Idem.*, p. 189.

VI. Breve referência à tributação do Capital de Risco em Portugal

8. Regime Fiscal – benefícios e isenções

Quando as formas legais de investimento em CR foram introduzidas em Portugal, um dos mecanismos utilizados para o seu incentivo foi a concessão de benefícios fiscais. Neste sentido, as SCR constituídas até 31 de Dezembro de 1988, estariam totalmente isentas de pagamento de IRC sobre os rendimentos ou mais-valias realizadas, tanto no ano da sua constituição como nos sete anos seguintes.¹¹¹

Posteriormente, o Estatuto dos Benefícios Fiscais veio consagrar uma nova isenção para as SCR constituídas até 31 de Dezembro de 1990. Nesta altura, o período de isenção já passara a ser inferior, aplicando-se apenas no ano da constituição e nos quatro anos seguintes, sujeitando a imposto os juros resultantes de depósitos em instituições financeiras.

O regime de isenção prendia-se, desde logo, com o facto de as mais-valias decorrentes da alienação de participações sociais em empresas participadas não contribuírem para a formação do lucro tributável.

No final de 1995, todas as SCR passaram a estar sujeitas ao regime geral do IRC.

Com a reforma fiscal operada pelo Decreto-Lei n.º 198/2001, veio aplicar-se às SCR o regime fiscal das Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS),¹¹² no entanto, atualmente, o tratamento dado às SGPS e às SCR encontra-se individualizado,

¹¹¹ *Cfr.* Decreto-Lei n.º 215/89, de 1 de Julho.

¹¹² De 3 de Julho.

devido às alterações empreendidas pelo Orçamento do Estado para 2014, aprovado pela Lei 83.º-C/2013, de 31 de Dezembro.¹¹³

¹¹³ Diário da República n.º 253/2013, 1.º Suplemento, Série I de 2013-12-31, em vigor a partir de 2014-01-01.

8.1. A tributação das SCR, FCR e ICR

Enquanto sociedades comerciais, as SCR e os ICR estão sujeitos ao regime geral do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC),¹¹⁴ embora beneficiem do regime especial consagrado no artigo 32º-A do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), que, no que se refere às mais valias obtidas pela alienação das suas participações sociais, concede às SCR a possibilidade de procederem a uma dedução à coleta, até à sua concorrência, e limitada à soma das coletas dos cinco exercícios anteriores, do valor correspondente ao montante (re)investido em sociedades com potencial de crescimento e valorização¹¹⁵.

Por sua vez, “os sócios das sociedades por quotas unipessoais ICR, os investidores informais das sociedades veículo de investimento em empresas com potencial de crescimento, certificadas no âmbito do Programa COMPETE, e os investidores informais em Capital de Risco a título individual, certificados pelo IAPMEI, no âmbito do Programa FINICIA, podem deduzir à coleta de IRS do próprio ano, até ao limite de 15% desta, o montante correspondente a 20% do valor investido por si ou pela sociedade unipessoal de que sejam sócios”¹¹⁶.

Outra questão é a tributação dos juros, lucros e reservas distribuídos (dividendos) às SCR pelas entidades participadas. Sendo o titular do capital uma pessoa coletiva, a distribuição de dividendos é tributada em sede de IRC por retenção na fonte à taxa de 25%, independentemente de o titular do rendimento ser uma entidade com sede ou direção efetiva em território nacional¹¹⁷.

¹¹⁴ *Cfr.* artigo 2.º, n.º 1, al. *a*), do CIRC.

¹¹⁵ Artigo 32º-A, n.º 3 do EBF, nas condições definidas no n.º 4 do mesmo artigo.

¹¹⁶ Artigo 32º-A, n.º 5, com os limites estabelecidos nas alíneas *a*) e *b*) do n.º 6 do mesmo artigo.

¹¹⁷ Nos termos do artigo 94.º, n.º 4 do CIRC – *Cfr.* Decreto-Lei n.º 28/2019 de 28 de Fevereiro.

No entanto, relativamente aos Dividendos (Lucros e Reservas distribuídos), existe uma dispensa geral¹¹⁸ de retenção na fonte e correspondente isenção/anulação do rendimento, na esfera do investidor, quando este detenha, direta ou indiretamente, uma participação não inferior a 10% no capital social ou nos direitos de voto da entidade que distribui os lucros ou reservas. A participação deverá ter sido detida de modo ininterrupto durante o ano anterior à distribuição dos rendimentos ou, se detida há menos tempo, terá de ser mantida o tempo necessário até completar aquele período.

Este mecanismo (“*tax exemption*”) consagra a chamada eliminação da dupla tributação económica, na medida em que a mesma realidade económica (lucros e reservas distribuídos), deixará de ser duplamente tributada, na esfera da sociedade e na esfera dos acionistas.

Relativamente aos sujeitos passivos de IRS beneficiários de rendimentos de capitais (juros/dividendos/outros)¹¹⁹ são tributados à taxa liberatória de 28%,¹²⁰ podendo, no entanto, ser feita a opção pelo englobamento, caso em que o rendimento tributável é reduzido a 50% relativamente aos rendimentos pagos por entidades residentes em Portugal ou noutros estados membros da UE desde que preencham os requisitos e condições estabelecidas no artigo 2.º da Diretiva n.º 2011/96/UE, do Conselho, de 30 de Novembro.¹²¹

Quanto ao efeito em termos de IRC na esfera da sociedade, dos juros suportados nos empréstimos de sócios, o CIRC considera que “*os juros e outras formas de remuneração de suprimentos e empréstimos dos sócios às sociedades não são gastos dedutíveis, na parte que excedam a taxa definida por portaria do membro do Governo*”

¹¹⁸ No sentido em que a dispensa de retenção na fonte não beneficia exclusivamente as SCR, mas todas as entidades que se encontram nas condições estabelecidas no artigo 51º, n.º 1 do CIRC.

¹¹⁹ Tal como definidos no artigo 5.º do CIRS.

¹²⁰ *Cfr.* artigo 71.º, n.º 1 do CIRS.

¹²¹ O objetivo da Diretiva é, especificamente, isentar de retenção na fonte os dividendos e outro tipo de distribuição de lucros pagos pelas sociedades afiliadas às respetivas sociedades-mãe e suprimir a dupla tributação de tais rendimentos ao nível da sociedade-mãe.

*responsável pela área das finanças (...)*¹²². A Portaria n.º 279/2014 de 30 de Novembro fixou a taxa de juro anual a aplicar aos suprimentos e empréstimos, a taxa Euribor a 12 meses acrescida do “*spread*” de 2% ou do “*spread*” de 6% nos empréstimos às PME.

Como se vê, este regime consagra *contrario sensu* um princípio de dedutibilidade fiscal dos “*juros e outras formas de remuneração de suprimentos e empréstimos dos sócios*” sempre que estes encargos sejam inferiores ao limite estabelecido na portaria regulamentadora da autoridade de finanças.

Os FCR não possuem personalidade jurídica e, portanto, compete à respetiva sociedade gestora assumir a sua representação fiscal¹²³. A sociedade gestora terá a incumbência de exercer os direitos e as obrigações em nome e por conta dos fundos por si geridos, nomeadamente as obrigações declarativas e de liquidação dos impostos.

O regime fiscal dos FCR, definido no n.º 1 do artigo 23º do EBF, caracteriza-se pelo benefício da isenção de IRC dos rendimentos de qualquer natureza obtidos pelos FCR, desde que se encontrem constituídos e operem em conformidade com a legislação portuguesa.

Por sua vez, o n.º 2 do mesmo artigo determina que os rendimentos das unidades de participação dos FCR, pagos ou colocados à disposição dos titulares, quer seja por distribuição ou por resgate, são sujeitos a retenção na fonte em sede de IRS ou IRC, à taxa de 10%, exceto quando os titulares dos rendimentos sejam entidades isentas quanto aos rendimentos de capitais, ou entidades não residentes sem estabelecimento estável em território português, ao qual os rendimentos sejam imputáveis. Excluem-se deste regime:

¹²² Artigo 23ª-A, n.º 1 do CIRC.

¹²³ Nos termos do artigo 16º da Lei Geral Tributária (LGT).

- a) As entidades que sejam residentes em países, territórios ou regiões, sujeitos a um regime fiscal claramente mais favorável, constantes de lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças;¹²⁴
- b) As entidades não residentes detidas, direta ou indiretamente, em mais de 25%, por entidades residentes.

¹²⁴ Caso em que serão objeto de retenção na fonte à taxa liberatória de 35%, nos termos do artigo 71º, n.º 16 do CIRS.

VII. Conclusão

O tecido empresarial português é maioritariamente constituído por pequenas e médias empresas caracterizadas pela debilidade da sua estrutura de capital, e inadequabilidade do recurso aos *financiamentos bancários clássicos*. O recurso a alternativas de financiamento como o CR constitui uma decisão que pode cumprir um papel importante para estas empresas, trazendo vantagens independentemente da fase de desenvolvimento em que se encontrem, sendo uma potencial solução para o seu financiamento, com o benefício da maior capacidade de monitorização por partes dos vários ICR, SCR e FCR, comparativamente com a realizada pelas instituições financeiras. Além disso, ao tratar-se de uma modalidade de financiamento que envolve a subscrição do capital das empresas participadas, o CR permite ainda, quebrar o círculo vicioso existente entre a escassez de capitais próprios necessários para impulsionar a rentabilidade e o crescimento empresariais e a falta de rentabilidade e dimensão para poder aceder ao capital alheio. A análise realizada nesta dissertação e a informação dos vários Relatórios Anuais da Atividade de CR em Portugal permitem demonstrar a adequação deste tipo de investimentos para realidades empresariais como as da PME, bem como a sua importância e utilização em projetos de elevado potencial de crescimento ou valorização.¹²⁵

O estudo da informação produzida pela CMVM permitiu verificar que, em Portugal, os investimentos dos operadores de CR são efetuados, em parte, sob a forma de participações sociais, e são frequentemente complementados por outros tipos de investimentos. Globalmente, o tipo de atuação mais significativa revela que a experiência desta atividade a nível nacional tem sido desenvolvida no sentido da sua complementaridade em relação à atividade de concessão de crédito. Os dados analisados mostraram que, no final do ano de 2017, a orientação dos investimentos em

¹²⁵ Conforme tratado no ponto 6.

CR acabou por se refletir num elevado peso da rubrica relativa a “Outros Investimentos”, comparativamente com o peso mais reduzido do investimento em “Participações Sociais”. Esta menor expressão do investimento em participações sociais e o peso significativo dos “Suprimentos” e “Empréstimos” no investimento total resultam do decréscimo verificado no investimento em participações sociais¹²⁶ das SCR e do crescimento do investimento dos FCR, também em prestações sociais, mas, sobretudo, em outros investimentos realizados pelos FCR, o que parece identificar uma tendência para deturpar o risco natural associado à atividade de Capital de Risco, associando-o a um mero investimento em ativos financeiros do qual se pretende garantir o respetivo retorno.

No mesmo sentido, o peso superior dos investimentos relativos a *Private Equity*, que implicam um envolvimento menor dos investidores, relativamente ao *Venture Capital*, permite concluir que a indústria do CR em Portugal sofre de um claro défice de investimento em inovação, colocando entraves ao dinamismo e ao crescimento do investimento nas PME através de CR.

A análise contratual realizada no Capítulo V vem demonstrar que o esquema negocial utilizado na atividade de CR em Portugal, que assenta, normalmente, na celebração de cláusulas que fazem depender o direito aos lucros, os direitos de voto e os direitos de controlo à observação de medidas relacionadas com a *performance societária*, na estipulação de cláusulas “*put option*” e na exigência de garantias pessoais de reembolso, permite eliminar quase todos os riscos associados à natureza deste tipo de investimentos e assegurar o momento e o retorno financeiro do negócio.

Desta forma, a análise elaborada pela CMVM e as conclusões aqui traçadas vêm evidenciar que o desenvolvimento da indústria de CR, em Portugal não tem sido orientada no sentido de uma verdadeira “*atividade de risco*.”¹²⁷ A orientação deste tipo de investimentos revela uma tendência para a assunção de posições de capital alheio,¹²⁸

¹²⁶ Incluídas as unidades de participação dos FCR.

¹²⁷ Tal como anteriormente demonstrado no ponto 7.1.

¹²⁸ *Cfr.* nota anterior.

procurando garantir-se o retorno do capital investido. Os vários operadores movimentam-se no mercado como se tratasse de intermediários financeiros, concedendo crédito às empresas em que se propõem participar. A orientação dos investimentos revela uma mentalidade tradicionalista relativamente às opções de financiamento, não favorecendo a evolução do mercado de CR em Portugal. É fundamental entender-se a natureza das operações de CR e que, o risco do investimento neste tipo de empresas é geralmente superior ao risco do investimento em geral, por ser compensado pelas possibilidades de ganho associadas a uma alta taxa de rentabilidade das empresas participadas e ao elevado nível de monitorização. As instituições de CR ao disponibilizarem fundos às sociedades participadas tornam-se verdadeiros sócios ou acionistas, o que implica, igualmente, a assunção da partilha dos riscos inerentes a uma tal posição.

A informação relativa às fases de investimento em CR veio revelar que as operações de “*Turnaround*”, “*Capital de expansão*” e “*Management Buy-out*” são as que continuam a deter uma maior importância.¹²⁹ Entre as operações analisadas, apenas os desinvestimentos realizados nas fases de “*Capital de expansão*” e “*Management-Buy-in*” deram origem a mais-valias, demonstrando a relevância do CR enquanto forma de expansão de projetos empresariais. Os dados apresentados vêm igualmente comprovar o papel fundamental que o CR tem vindo a desempenhar na reestruturação e recuperação das empresas participadas.¹³⁰ A este respeito, deve salientar-se a importância do CR no contexto da crise económica e financeira sentida em Portugal, sendo fundamental a orientação deste tipo de investimentos para a recuperação de empresas que atravessam situações de dificuldades financeiras, mas com potencial de crescimento e valorização, de forma a que lhes possam ser dadas as condições necessárias para combater a crise atual.

¹²⁹ De acordo com a informação analisada no ponto 6.1.4. e no ponto 6.3.1.

¹³⁰ *Cfr.* nota anterior.

No mesmo sentido, a reação do mercado encontra-se igualmente dependente da existência de iniciativas governamentais de criação de um quadro legal¹³¹ ou a existência de incentivos ou apoios governamentais de natureza económica ou fiscal que procurem estimular o desenvolvimento da atividade. Em Portugal, apesar de terem sido fornecidos benefícios fiscais aquando das primeiras formas legais de investimento em CR, estes acabaram por ser progressivamente eliminados poucos anos depois, permanecendo atualmente apenas o disposto no regime especial consagrado nos artigos 23.º e 32.º-A, n.º 3 do EBF, no que diz respeito a benefícios e isenções concedidos a FCR e a SCR. A este respeito, importa salientar, que o regime fiscal dos FCR é mais favorável que o regime atribuído às SCR. De facto, enquanto o benefício concedido aos FCR vem consagrar uma verdadeira isenção de IRC dos rendimentos de qualquer natureza, o benefício concedido às SCR apenas permite a dedução à coleta das mais valias obtidas pela alienação das suas participações sociais.^{132/133}

¹³¹ Não apenas a nível nacional, mas também a nível europeu através das várias Diretivas do Parlamento Europeu e do Conselho. A Lei n.º 18/2015, de 4 de Março veio aprovar o Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado, transpõe parcialmente as Diretivas n.º 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho, e 2013/14/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Maio, que asseguram a execução na ordem jurídica interna dos Regulamentos (UE) n.º 345/2013 e 346/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Abril, procedendo à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em Capital de Risco.

¹³² A este respeito, pensamos que o benefício de isenção concedido aos FCR pode estar relacionado com a preferência dos investimentos em CR através de FCR, que se verifica desde os Relatórios Anuais da Atividade de CR de 2012 e/ou devido ao facto dos investimentos através de FCR permitirem uma maior dispersão do risco.

¹³³ Tal como analisado no ponto 9.1.

VIII. ANEXOS

Quadro 1 - SCR e FCR em Atividade - Valor sob Gestão

Unidade: 10⁶ Euros

	2013	2014	2015	2016	2017	%
Fundos Capital Risco	2 854,2	3 282,9	3 806,5	4 256,9	4 307,1	95,4%
Sociedades Capital Risco	320,6	217,9	204,4	208,3	209,7	4,6%
Valor sob gestão	3 174,8	3 500,8	4 010,9	4 465,2	4 516,8	100,0%
Δ anual						
Fundos Capital Risco		15,0%	15,9%	11,8%	1,2%	
Sociedades Capital Risco		-32,0%	-6,2%	1,9%	0,7%	
Total		10,3%	14,6%	11,3%	1,2%	

Quadro 2 - FCR e SCR em Atividade - Ativos sob Gestão

Unidade: 10⁶ Euros

	2013	2014	2015	2016	2017	%
Fundos Capital Risco	2 987,4	3 454,7	3 966,1	4 393,9	4 543,7	94,9%
Sociedades Capital Risco	636,0	538,4	245,3	248,5	243,1	5,1%
Ativos sob gestão	3 623,4	3 993,1	4 211,4	4 642,4	4 786,8	100,0%
Δ anual						
Fundos Capital Risco		15,6%	14,8%	10,8%	3,4%	
Sociedades Capital Risco		-15,3%	-54,4%	1,3%	-2,2%	
Total		10,2%	5,5%	10,2%	3,1%	

Quadro 3 - FCR e SCR em Atividade - Valor do Setor

Unidade: 10⁶ Euros

	2013	2014	2015	2016	2017	%
Participações Sociais	1 146,8	1 175,2	1 125,0	1 072,4	1 089,6	26,7%
Outros Investimentos	1 938,7	2 307,0	2 612,5	2 503,8	2 445,8	59,9%
Instrumentos Derivados	37,2	-41,8	-104,5	-9,1	25,2	0,6%
Capital Não Realizado	1 369,4	995,4	873,4	673,9	520,9	12,8%
Total Valor do Setor	4 492,1	4 435,8	4 506,4	4 241,0	4 081,5	100,0%
SCR						
Participações Sociais	451,2	343,5	120,8	111,3	108,0	9,9%
Outros Investimentos	55,3	14,6	5,9	5,6	6,5	0,3%
Instrumentos Derivados	-1,1	-4,8	-4,3	-	0,1	0,4%
Capital Não Realizado	1,1	1,2	1,2	3,7	0,6	0,1%
Valor SCR	506,5	354,5	123,6	120,6	115,2	2,8%
FCR						
Participações Sociais	695,6	831,7	1 004,2	961,1	981,6	90,1%
Outros Investimentos	1 883,4	2 292,4	2 606,6	2 498,2	2 439,3	99,7%
Instrumentos Derivados	38,3	-37,0	-100,2	-9,1	25,1	99,6%
Capital Não Realizado	1 368,3	994,2	872,2	670,2	520,3	99,9%
Valor FCR	3 985,6	4 081,3	4 382,8	4 120,4	3 966,3	97,2%
Δ anual						
Participações Sociais		2,5%	-4,3%	-4,7%	1,6%	
Outros Investimentos		19,0%	13,2%	-4,2%	-2,3%	
Instrumentos Derivados		-212,4%	150,0%	-91,3%	-376,9%	
Capital Não Realizado		-27,3%	-12,3%	-22,8%	-22,7%	
Δ Valor total		-1,3%	1,6%	-5,9%	-3,8%	
Participações Sociais		-23,9%	-64,8%	-7,9%	-3,0%	
Outros Investimentos		-73,6%	-59,6%	-5,1%	16,1%	
Instrumentos Derivados		336,4%	-10,4%	-100,0%	s/s	
Capital Não Realizado		9,1%	0,0%	208,3%	-83,8%	
Δ Valor SCR		-30,0%	-65,1%	-2,4%	-4,5%	
Participações Sociais		19,6%	20,7%	-4,3%	2,1%	
Outros Investimentos		21,7%	13,7%	-4,2%	-2,4%	
Instrumentos Derivados		-196,6%	170,8%	-90,9%	-375,8%	
Capital Não Realizado		-27,3%	-12,3%	-23,2%	-22,4%	
Δ Valor FCR		2,4%	7,4%	-6,0%	-3,7%	

Quadro 4 - FCR e SCR em Atividade - Valor do Investimento

Unidade: 10⁶ Euros

Rubricas	2013	2014	2015	2016	2017	%
Participações Sociais	1 146,8	1 175,2	1 125,0	1 072,4	1 089,6	30,8%
Outros Investimentos	1 938,7	2 307,0	2 612,5	2 503,8	2 445,8	69,2%
Investimento total	3 085,5	3 482,2	3 737,5	3 576,2	3 535,4	100,0%
SCR						
Participações Sociais	451,2	343,5	120,8	111,3	108,0	9,9%
Outros Investimentos	55,3	14,6	5,9	5,6	6,5	0,3%
Investimento SCR	506,5	358,1	126,7	116,9	114,5	3,2%
FCR						
Participações Sociais	695,6	831,7	1 004,2	961,1	981,6	90,1%
Outros Investimentos	1 883,4	2 292,4	2 606,6	2 498,2	2 439,3	99,7%
Investimento FCR	2 579,0	3 124,1	3 610,8	3 459,3	3 420,9	96,8%
Δ anual						
Participações Sociais		2,5%	-4,3%	-4,7%	1,6%	
Outros Investimentos		19,0%	13,2%	-4,2%	-2,3%	
Δ Investimento total		12,9%	7,3%	-4,3%	-1,1%	
Participações Sociais		-23,9%	-64,8%	-7,9%	-3,0%	
Outros Investimentos		-73,6%	-59,6%	-5,1%	16,1%	
Δ Investimento SCR		-29,3%	-64,6%	-7,7%	-2,1%	
Participações Sociais		19,6%	20,7%	-4,3%	2,1%	
Outros Investimentos		21,7%	13,7%	-4,2%	-2,4%	
Δ Investimento FCR		21,1%	15,6%	-4,2%	-1,1%	

Quadro 5 – Valor das Participações na Atividade de Capital de Risco (31/12/2017)

Tipo de Participação	Nº Obs	Valor Total	Valor Médio da Participação	Valor Mediano da Participação
Participações Sociais (ações não cotadas)	650	880 362 588,27 €	1 354 403,98 €	91 240,79 €
Participações Sociais (ações cotadas)	6	8 075 692,19 €	1 345 948,70 €	1 466 470,64 €
Participações Sociais (quotas)	66	64 286 473,41 €	974 037,48 €	316,42 €
UP FCR	70	136 907 543,65 €	1 955 822,05 €	901 706,37 €
Total	792	1 089 632 297,53 €	1 375 798,36 €	112 917,80 €

Valor Participação (€)	Nº Obs	% Total	Valor Total	% Total
0	218	27,5%	- €	0,0%
]0-100.000[	175	22,1%	11 181 723,50 €	1,0%
[100.000-500.000[	131	16,5%	34 671 536,96 €	3,2%
[500.000-1.000.000[	64	8,1%	46 396 061,89 €	4,3%
[1.000.000-5.000.000[	161	20,3%	351 931 702,41 €	32,3%
[5.000.000-10.000.000[	26	3,3%	182 784 799,56 €	16,8%
[10.000.000-20.000.000[	8	1,0%	119 935 252,78 €	11,0%
[20.000.000-100.000.000[	9	1,1%	342 731 220,43 €	31,5%
> 100.000.000	0	0,0%	- €	0,0%
Total	792	100,0%	1 089 632 297,53 €	100,0%

Fonte: CMVM

Quadro 6 - Ativos sob Gestão por Tipo de Investimento (valores de fim de ano)

Un: 10⁶ Euros

	2016			2017			%	Δ 2017/2016
	SCR	FCR	Total	SCR	FCR	Total		
Valor dos Investimentos	117,0	3 459,1	3 576,1	114,4	3 420,9	3 535,3	73,9%	-1,1%
Participações Sociais (ações e quotas)	23,5	912,1	935,6	19,3	933,3	952,6	19,9%	1,8%
<i>Em empresas residentes</i>	19,3	668,9	688,2	18,1	715,3	733,4	15,3%	6,6%
<i>Em empresas não residentes</i>	4,2	243,2	247,4	1,2	218,0	219,2	4,6%	-11,4%
Outros Investimentos (1)	5,7	2 498,1	2 503,8	6,5	2 439,3	2 445,8	51,1%	-2,3%
<i>Em empresas residentes</i>	5,4	2 496,2	2 501,6	6,5	2 437,3	2 443,8	51,1%	-2,3%
<i>Em empresas não residentes</i>	0,3	1,9	2,2	-	2,0	2,0	0,0%	-9,1%
Investimentos em UP de FCR	87,8	48,9	136,7	88,6	48,3	136,9	2,9%	0,1%
Depósitos e Outros Meios Líquidos Afectos a CR	96,9	356,3	453,2	91,6	379,5	471,1	9,8%	3,9%
Outros (2)	34,6	577,6	612,2	37,0	743,4	780,4	16,3%	27,5%
Total	248,5	4 393,0	4 641,5	243,0	4 543,8	4 786,8	100,0%	3,1%

Fonte: CMVM

(1) Prestações Suplementares; Prestações Acessórias; Suprimentos; Obrigações e Outros Títulos de Dívida; Empréstimos

(2) Outros ativos afectos ao investimento em capital de risco

Quadro 7 – Percentagem do Capital Social Detido nas Empresas Participadas (31/12/2017)

% Capital Detido	SCR			FCR			Total		
	N.º de Participações	% Part.	% Valor	N.º de Participações	% Part.	% Valor	N.º de Participações	% Part.	% Valor
[0-10[	66	59,5	41,8	183	26,9	21,2	249	31,4	23,2
[10-20[	16	14,4	18,2	131	19,2	14,8	147	18,6	15,1
[20-30[	4	3,6	2,1	116	17,0	27,7	120	15,2	25,2
[30-40[	10	9,0	7,3	61	9,0	8,0	71	9,0	8,0
[40-50[	5	4,5	11,0	25	3,7	2,0	30	3,8	2,9
[50-60[	5	4,5	19,0	19	2,8	4,2	24	3,0	5,7
[60-70[	2	1,8	0,3	18	2,6	1,3	20	2,5	1,2
[70-80[	1	0,9	0,0	12	1,8	1,2	13	1,6	1,0
[80-90[	1	0,9	0,2	12	1,8	4,8	13	1,6	4,4
[90-100]	1	0,9	0,1	104	15,3	14,7	105	13,3	13,3
Total	111	100,0	100,0	681	100,0	100,0	792	100,0	100,0

Fonte: CMVM

Quadro 8 – Período de Detenção das Participações em Capital Social (31/12/2017)

Período de detenção (anos)	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações	% Part.	% Valor	N.º Participações	% Part.	% Valor	N.º Participações	% Part.	% Valor
[0-2[	29	26,1	6,3	134	19,7	12,5	163	20,6	11,9
[2-4[	23	20,7	35,7	258	37,9	26,3	281	35,5	27,2
[4-6[	14	12,6	12,2	113	16,6	15,5	127	16,0	15,2
[6-8[	18	16,2	18,0	86	12,6	17,7	104	13,1	17,8
[8-10[	4	3,6	2,7	43	6,3	6,0	47	5,9	5,7
>=10	23	20,7	25,1	47	6,9	22,0	70	8,8	22,3
Total	111	100,0	100,0	681	100,0	100,0	792	100,0	100,0

Fonte: CMVM

Quadro 9 - N.º de Investimentos em Capital de Risco por tipologia de Investimento (valores fim de ano)

Un: N.º de participações e investimentos

Tipo de Investimento	2016			2017			% 2017/2016	Δ 2017/2016
	SCR	FCR	Total	SCR	FCR	Total		
Participações Sociais (ações e quotas)	54	681	735	64	658	722	44,7%	-1,8%
<i>Em empresas residentes</i>	44	622	666	51	591	642	39,8%	-3,6%
<i>Em empresas não residentes</i>	10	59	69	13	67	80	5,0%	15,9%
Investimentos em UP de FCR	48	23	71	47	23	70	4,3%	-1,4%
<i>Em empresas residentes</i>	44	20	64	44	20	64	4,0%	0,0%
<i>Em empresas não residentes</i>	4	3	7	3	3	6	0,4%	-14,3%
Outros Investimentos (1)	24	870	894	25	797	822	50,9%	-8,1%
<i>Em empresas residentes</i>	23	857	880	23	783	806	49,9%	-8,4%
<i>Em empresas não residentes</i>	1	13	14	2	14	16	1,0%	14,3%
Total	126	1574	1700	136	1478	1614	100,0%	-5,1%

Fonte: CMVM - Relatórios Anuais da Actividade de Capital de Risco 2016 e 2017

(1) Inclui Prestações Suplementares; Prestações Acessórias; Suprimentos; Obrigações e outros títulos de Dívida; Empréstimos

Quadro 10 - Ativos sob Gestão - Detalhe "Outros Investimentos"

Un: 10⁶ Euros

	2013	2014	2015	2016	2017	%	2017/2016
Valor dos Investimentos	3 085,5	3 482,2	3 737,6	3 576,2	3 535,4	73,9%	-1,1%
Participações Sociais (ações e quotas)	1 067,5	1 043,3	983,2	935,6	952,6	26,9%	1,8%
Outros Investimentos (1)	1 938,7	2 307,0	2 612,5	2 503,8	2 445,8	69,2%	-2,3%
<i>Prestações Acessórias</i>	793,2	798,3	-	-	-	0,0%	
<i>Suprimentos</i>	806,6	819,3	857,9	752,9	793,2	22,4%	5,4%
<i>Empréstimos</i>	261,2	616,4	707,6	709,2	559,3	15,8%	-21,1%
<i>Rubrica residual (3)</i>	77,7	73,0	1 047,0	1 041,7	1 093,3	30,9%	5,0%
Investimentos em UP de FCR	79,3	131,9	141,9	136,7	136,9	3,9%	0,1%
Depósitos e Outros Meios Líquidos Afectos a CR	376,8	429,5	465,5	453,4	471,1	9,8%	3,9%
Outros (2)	161,1	81,4	8,3	612,8	780,3	16,3%	27,3%
Total Ativos sob Gestão	3 623,4	3 993,1	4 211,4	4 642,4	4 786,8	100,0%	3,1%

Fonte: CMVM

(1) Prestação suplementares, Prestações acessórias, Suprimentos, Obrigações e outros títulos de dívida, Empréstimos

(2) Outros ativos afetos ao investimento em capital de risco

(3) Rubrica Residual = Outros Investimentos - (Prestações Acessórias + Suprimentos + Empréstimos)

Quadro 11 - Setores de Atividade das Empresas Participadas (31/12/2016 e 31/12/2017)

Unidade: 10⁶ Eur

Setores de Actividade	2016						2017							
	SCR		FCR		Total 2016			SCR		FCR		Total 2017		
	Nº Part	Valor	Nº Part	Valor	Nº Part	Valor	%	Nº Part	Valor	Nº Part	Valor	Nº Part	Valor	%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	-	-	37	65,4	37	65,4	1,8%	-	-	22	62,6	22	62,6	1,8%
Indústria extractiva	-	-	21	60,7	21	60,7	1,7%	-	-	12	59,5	12	59,5	1,7%
Indústria transformadora	20	7,9	369	392,2	389	400,1	11,2%	17	4,8	341	311,8	358	316,5	9,0%
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	-	-	20	136,7	20	136,7	3,8%	-	-	18	111,1	18	111,1	3,1%
Construção	1	10,0	30	121,5	31	131,5	3,7%	3	9,7	30	154,1	33	163,7	4,6%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	3	-	90	131,1	93	131,1	3,7%	3	-	80	128,2	83	128,2	3,6%
Alojamento, restauração e similares	3	1,6	86	315,7	89	317,3	8,9%	2	1,6	70	289,5	72	291,1	8,2%
Atividades de informação e de comunicação	14	1,0	250	152,8	264	153,8	4,3%	28	1,9	235	219,5	263	221,5	6,3%
Atividades financeiras e de seguros	53	88,6	53	154,1	106	242,7	6,8%	55	89,8	63	170,3	118	260,0	7,4%
SGPS - não financeiras	8	4,6	219	1 248,0	227	1 252,6	35,0%	5	3,5	198	1 240,6	203	1 244,1	35,2%
Atividades imobiliárias	3	0,5	63	379,9	66	380,4	10,6%	3	0,5	73	363,1	76	363,6	10,3%
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	14	1,8	237	166,1	251	167,9	4,7%	17	2,3	255	200,2	272	202,4	5,7%
Outras atividades (a)	7	1,0	99	134,6	106	135,6	3,8%	3	0,6	81	110,5	84	111,3	3,3%
Total	126	117,0	1 574	3 459,0	1 700	3 576,0	100,0%	136	114,5	1 478	3 420,9	1 614	3 535,5	100,0%

(a) Engloba todos os sectores com menos de 1% do investimento total (SCR + FCR) em cada ano

Quadro 12 - Valor Investido por Fases de Entrada do Capital de Risco nas Empresas (31/12/2016 e 31/12/2017)

Unidade: 10⁶ Euros

Fases de Investimento	2016			2017			%	Δ 2017/2016
	SCR	FCR	Total	SCR	FCR	Total		
Venture Capital	39,2	657,6	696,8	43,5	653,5	697,0	19,7%	0,0%
Seed Capital	7,2	168,8	176,0	13,2	162,3	175,5	5,0%	-0,3%
Start-up	29,9	342,6	372,5	28,3	288,7	317,0	9,0%	-14,9%
Early-stage	2,2	146,2	148,4	2,0	202,5	204,5	5,8%	37,8%
Private Equity	77,8	2 801,5	2 879,3	71,0	2 767,4	2 838,4	80,3%	-1,4%
Expansão	15,5	742,4	757,9	17,2	741,6	758,8	21,5%	0,1%
Capital de substituição	0,5	105,3	105,8	2,0	154,5	156,5	4,4%	47,9%
Turnaround	3,1	1 285,1	1 288,2	-	1 194,6	1 194,6	33,8%	-7,3%
Refinanciamento da dívida bancária	-	1,2	1,2	-	0,8	0,8	0,0%	-33%
Management buy-out	1,6	630,8	632,4	-	612,4	612,4	17,3%	-3,2%
Management buy-in	-	16,3	16,3	-	13,9	13,9	0,4%	-14,7%
Outros	57,1	20,3	77,4	51,9	49,5	101,4	2,9%	31,0%
Total	117,0	3 459,0	3 576,0	114,5	3 420,9	3 535,4	100,0%	-1,1%

Fonte: CMVM

Quadro 13 - Investimento líquido, Transações e Rotação das carteiras Un: 10⁶ Euros

Participações Sociais	2013	2014	2015	2016	2017
Aquisições	261,9	139,3	148,2	56,5	57,6
Alienações	102,4	110,1	93,6	83,9	124,8
Investimento líquido	159,5	29,2	54,6	-27,4	-67,2
Valor das Transações	364,3	249,4	241,8	140,4	182,4
Rotação das Carteiras	11,7%	6,9%	6,1%	3,3%	3,8%

Ativos sob Gestão	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fundos Capital Risco	2 488,7	2 987,4	3 454,7	3 966,1	4 393,9	4 543,7
Sociedades Capital Risc	637,2	636,0	538,4	245,3	248,5	243,1
Ativos sob gestão	3 125,9	3 623,4	3 993,1	4 211,4	4 642,4	4 786,8

Quadro 14 - Investimento líquido-transações por fase de investimento

Un: 10³ Euros

Fase de Investimento	2017								
	SCR			FCR			Total		
	Aquisições	Alienações	Invest. Líquido	Aquisições	Alienações	Invest. Líquido	Aquisições	Alienações	Invest. Líquido
Seed Capital	35,0	-5,8	29,2	7 309,1	-8 365,8	-1 056,7	7 344,1	-8 371,6	-1 027,5
Start-up	90,9	-	90,9	9 136,3	-6 958,8	2 177,5	9 227,2	-6 958,8	2 268,4
Early-stage	384,7	-368,0	16,7	6 839,0	-5 319,2	1 519,8	7 223,7	-5 687,2	1 536,5
Expansão	-	-132,7	-132,7	17 536,5	-71 360,0	-53 823,5	17 536,5	-71 492,7	-53 956,2
Capital de substituição	-	-	-	9,8	-493,7	-483,9	9,8	-493,7	-483,9
Turnaround	-	-	-	264,0	-4 382,1	-4 118,1	264,0	-4 382,1	-4 118,1
Refin. da dívida bancária	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Management buyout	-	-	-	598,2	-	598,2	598,2	-	598,2
Management buyin	-	-	-	2 298,1	-2 746,0	-447,9	2 298,1	-2 746,0	-447,9
Outros	98,4	-6 417,0	-6 318,6	13 025,4	-18 265,6	-5 240,2	13 123,8	-24 682,6	-11 558,8
Total	609,0	-6 923,5	-6 314,5	57 016,4	-117 891,2	-60 874,8	57 625,4	-124 814,7	-67 189,3
2016									
Seed Capital	259,2	-	259,2	1 341,8	-346,8	995,0	1 601,0	-346,8	1 254,2
Start-up	100,0	-	100,0	7 059,3	-25 936,7	-18 877,4	7 159,3	-25 936,7	-18 777,4
Early-stage	564,5	-	564,5	7 458,0	-0,8	7 457,2	8 022,5	-0,8	8 021,7
Expansão	-	-598,3	-598,3	32 301,5	-36 616,6	-4 315,1	32 301,5	-37 214,9	-4 913,4
Capital de substituição	-	-1 909,9	-1 909,9	-	-10 591,9	-10 591,9	-	-12 501,8	-12 501,8
Turnaround	-	-	-	6 125,7	-3 124,8	3 000,9	6 125,7	-3 124,8	3 000,9
Refin. da dívida bancária	-	-	-	-	-813,6	-813,6	-	-813,6	-813,6
Management buyout	-	-	-	-	-3 324,0	-3 324,0	-	-3 324,0	-3 324,0
Management buyin	-	-	-	500,7	-	500,7	500,7	-	500,7
Outros	178,7	-15,0	163,7	622,0	-590,3	31,7	800,7	-605,3	195,4
Total	1 102,4	-2 523,2	-1 420,8	55 409,0	-81 345,5	-25 936,5	56 511,4	-83 868,7	-27 357,3

Quadro 15 - Estratégia de Desinvestimento do Capital de Risco

	SCR			FCR			Total		
	Nº Trans	Preço de Venda (10 ³ Euros)	%	Nº Trans	Preço de Venda (10 ³ Euros)	%	Nº Trans	Preço de Venda (10 ³ Euros)	%
	2017								
Contrato de venda a prazo	-	-	0%	10	61 567,5	12,2%	10	61 567,5	11,9%
Recuperação pela equipa de gestão ou acionistas	-	-	0%	35	6 340,8	1,3%	35	6 340,8	1,2%
Venda a FCR	-	-	0%	5	349,9	0,1%	5	349,9	0,1%
Venda a SCR	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
IPO	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
Não definido	25	2 037,0	14,8%	136	255 477,6	50,5%	161	257 514,6	49,6%
Venda a terceiros	20	11 731,1	85,0%	114	181 027,7	35,8%	134	192 758,8	37,1%
Venda a instituição financeira	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
Write-off	7	40,6	0,3%	34	897,1	0,2%	41	937,7	0,2%
Total	52	13 808,7	100,0%	334	505 660,6	100,0%	386	519 469,3	100,0%
2016									
Contrato de venda a prazo	-	-	0%	9	9 239,6	2%	9	9 239,6	2,3%
Recuperação pela equipa de gestão ou acionistas	-	-	0%	17	48 882,0	12%	17	48 882,0	12,3%
Venda a FCR	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
Venda a SCR	-	-	0%	6	1 615,0	0%	6	1 615,0	0,4%
IPO	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
Não definido	8	1 046,9	15,6%	183	212 285,0	54%	191	213 331,9	53,5%
Venda a terceiros	15	5 677,1	84,4%	103	119 635,2	31%	118	125 312,3	31,5%
Venda a instituição financeira	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
Write-off	1	-	0%	60	-	0%	61	-	0%
Total	24	6 724,0	100%	378	391 656,8	100%	402	398 380,8	100,0%

Quadro 16 - Desinvestimento do Capital de Risco por fase de Investimento face ao Preço de Aquisição

	SCR			FCR			Total		
	Nº Trans	+/- Valia (10 ³ Euros)	%	Nº Trans	+/- Valia (10 ³ Euros)	%	Nº Trans	+/- Valia (10 ³ Euros)	%
2017									
<i>Seed capital</i>	1	-	0%	46	21,1	0%	47	21,1	0%
<i>Start-up</i>	2	-	0%	89	-24 287,0	26,0%	91	-24 287,0	26,2%
<i>Early-stage</i>	14	-160,2	-20,9%	28	3 447,2	-3,7%	42	3 287,0	-3,5%
Expansão	3	122,7	16%	92	23 026,2	-24,6%	95	23 148,9	-25%
Capital de substituição	-	-	0%	2	-572,7	0,6%	2	-572,7	0,6%
<i>Turnaround</i>	-	-	0%	30	-76 220,8	81,6%	30	-76 220,8	82%
Refin. da dívida bancária	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
<i>Management buy-out</i>	-	-	0%	21	-	0%	21	-	0%
<i>Management buy-in</i>	-	-	0%	2	695,5	-0,7%	2	695,5	-0,8%
Outros	32	804,0	104,9%	24	-19 546,9	20,9%	56	-18 742,9	20,2%
Total	52	766,5	100,0%	334	-93 437,4	100,0%	386	-92 670,9	100,0%
2016									
<i>Seed capital</i>	-	-	0%	41	-4 780,3	488%	41	-4 780,3	119,4%
<i>Start-up</i>	12	-104,0	3,4%	82	7 123,3	-727%	94	7 019,3	-175,3%
<i>Early-stage</i>	1	0,3	0%	9	-4 178,4	426%	10	-4 178,1	104,3%
Expansão	2	-4 584,3	151,6%	155	-9 170,3	936%	157	-13 754,6	343,5%
Capital de substituição	1	1 781,2	-58,9%	10	6 093,9	-622%	11	7 875,1	-196,7%
<i>Turnaround</i>	-	-	0%	54	27 116,7	-2767%	54	27 116,7	-677,2%
Refin. da dívida bancária	-	-	0%	3	-7 176,2	732%	3	-7 176,2	179,2%
<i>Management buy-out</i>	1	-	0%	14	-15 865,0	1619%	15	-15 865,0	396,2%
<i>Management buy-in</i>	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%
Outros	7	-117,3	3,9%	10	-143,7	15%	17	-261,0	6,5%
Total	24	-3 024,1	100%	378	-980,0	100%	402	-4 004,1	100,0%

Quadro 17 – Metodologias de Valorização dos Investimentos (31/12/2017)

Unidade: 10³ Euro

Metodologia de Valorização	SCR				FCR				Total			
	Valorização		Participações (¹)		Valorização		Participações (¹)		Valorização		Participações (¹)	
	Total do Investimento	%	N.º	%	Total do Investimento	%	N.º	%	Total do Investimento	%	N.º	%
Valor de aquisição	1 075,12	0,9	14	10,3	117 043,07	3,4	106	7,2	118 118,18	3,3	120	7,4
Valor de mercado	1 625,48	1,4	7	5,1	101 185,11	3,0	11	0,7	102 810,59	2,9	18	1,1
Transações relevantes	15,50	0,0	2	1,5	174 017,96	5,1	25	1,7	174 033,46	4,9	27	1,7
Múltiplos	12 582,96	11,0	4	2,9	414 379,49	12,1	258	17,5	426 962,45	12,1	262	16,2
<i>Discounted Cash Flows</i>	10 174,22	8,9	59	43,4	2 386 085,79	69,7	936	63,3	2 396 260,01	67,8	995	61,6
<i>Net Asset Value</i>	89 021,96	77,7	49	36,0	207 488,94	6,1	59	4,0	296 510,89	8,4	108	6,7
Outros	42,03	0,0	1	0,7	20 712,78	0,6	83	5,6	20 754,81	0,6	84	5,2
Total	114 537,26	100,0	136	100,0	3 420 913,15	100,0	1 478	100,0	3 535 450,41	100,0	1 614	100,0

(¹) inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Fonte: CMM

Quadro 18 – Valias Potenciais em Carteira – SCR e FCR (31/12/2017)

Unidade: 10³ Euro

Metodologia de Valorização	Valias Potenciais		
	SCR	FCR	Total
Valor de aquisição	0,0	0,0	0,0
Valor de mercado	197,9	-6 029,4	-5 831,5
Transações relevantes	0,0	137 485,1	137 485,1
Múltiplos	-1 573,3	10 601,4	9 028,1
<i>Discounted Cash Flows</i>	-6 779,9	-593 019,6	-599 799,4
<i>Net Asset Value</i>	-11 190,6	26 652,4	15 461,8
Outros	11,3	-91 596,8	-91 585,6
Total	-19 334,6	-515 907,0	-535 241,5

Fonte: CMM

Nota: Ver número de participações por metodologia de avaliação no Quadro 20.

IX. BIBLIOGRAFIA

- [1] ALCOBIA, ANA CATARINA CARIA – *O Capital de Risco na Recuperação e Reestruturação de Empresas – O Turnaround*, Lisboa: ISCTE Business School, Abril de 2012. Tese de Mestrado.
- [2] ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Guida Pratica al Capitale di Rischio*, Itália, 2000. Disponível em: https://www.datocms-assets.com/45/1459518734-Guida_al_VC_PE.pdf?ixlib=rb-1.1.0
- [3] ATHAYDE, AUGUSTO DE/ ATHAYDE, AUGUSTO ALBUQUERQUE DE/ ATHAYDE, DUARTE – *Curso de Direito Bancário*, Vol. I, 2.^a edição, Coimbra, 2009.
- [4] AUGUSTO, MIGUEL DOS SANTOS – *Financiamento das PME através de Capital de Risco*, Lisboa: ISEG, Junho de 2014. Tese de Mestrado. Disponível no site da AIP: <http://www.aip.pt>.
- [5] BANHA, FRANCISCO - *Capital de Risco, Os Tempos Estão a Mudar*, Bertrand Editora, Venda Nova, 2000, p. 63.
- [6] BLACK, GILSON - *Venture Capital and the Structure of Capital Markets, Bank versus Stock Markets*, Journal of Financial Economics, Vol. 47, 1998. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=46909>
- [7] BREALEY, RICHARD A./ MYERS, STEWART C. – *Princípios de Finanças Empresariais*, 3.^a edição, McGraw-Hill de Portugal, Lda., 1992.
- [8] CALDAS, CATARINA RIBEIRO DE FREITAS – *Share-deals: Compra e venda de participações sociais*, Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Julho de 2013. Tese de Mestrado.

[9] CÂMARA, PAULO - *Manual do Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a edição, Coimbra, 2018, pp. 935 e seguintes.

- *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, Dissertação de Mestrado, Universidade de Lisboa – Faculdade de Direito, pp. 219.

[10] CARVALHOSA, MODESTO - *Acordo de Acionistas*, São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 315 e seguintes.

[11] CMVM, Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2012 – disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documentos/Relatório%20Anual%20do%20Capital%20de%20risco%202012_Versãofinal.pdf

- Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2013 – disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documentos/Relatório%20Capital%20de%20risco%202013_Versão%20final_09012015%20v2.pdf

- Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2014 – disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documentos/RCA_2014.pdf

- Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2015 – disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documentos/RACR_2015.pdf

- Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2016 – disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documentos/RAC_2016.pdf

- Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2017 – disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documentos/Relatório+Capital+de+Risco+2017.pdf>

[12] CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES - *Manual de Direito Bancário*, 5.^a edição, Coimbra, 2014, pp. 307 e seguintes.

- *Do Trust no Direito Civil*, Almedina, 2014, p. 991.

[13] COYLE, BRIAN – *Venture Capital & Buyouts*, Chicago Fitzory, Dearborn Publishers, 2000.

[14] CUNHA, PAULO OLAVO – *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.^a edição, Almedina, 2016.

- “*Breve nota sobre os direitos dos sócios (das sociedades de responsabilidade limitada) no âmbito do CSC*”, in AAVV, *Novas Perspectivas do Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 1988, pp. 234 e seguintes.

[15] DUARTE, RUI PINTO – *FISCO: A Subcapitalização das Sociedades no Direito Comercial*, n.º 76/77, Março/Abril 1996, ano VIII, p. 58.

[16] EBAN Tool Kit – *Introduction to business angels and business angels network activities in Europe*, 2009. Disponível em: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/02/EBAN-ToolKit_EN-2009.pdf

[17] EIDENSEN, MARTIN/ ERLA, BETINE – *Private Equity Zombie Funds: Performance and Fund Characteristics - An empirical analyses of the global private equity firm market*, Bergen: Norwegian School of Economics, Spring 2015. Master Thesis.

[18] ESTÁCIO, FRANCISCO – *Capital de Risco*, Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Agosto 2015. Tese de Mestrado.

[19] GILSON, RONALD J./ WHITEHEAD, CHARLES K. – *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, Rock Center for Corporate Governance Stanford University, ECGI Working Paper Series in Law, 2007.

- *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American*

Experience, Stanford Law Review, Vol. 55, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=353380>

- *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, The Center for Law and Economic Studies, Colombia Law School, 1999. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909

[20] GILSON, RONALD J. - *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review, Vol. 55, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=353380>

[21] GOMES, FÁTIMA - *O Direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas Sociedades Anónimas*, Universidade Católica Portuguesa, 2011, pp. 137 e seguintes.

[22] GULINELLO, CHRISTOPHER - *Engineering a venture capital market and the effects of government control on private ordering: Lessons from the Taiwan experience*, 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=836504>

[23] IAPMEI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006 – disponível em: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Financiamento-para-PME/Capital-de-Risco/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf.aspx>

[24] INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA - *Empresas em Portugal*, 2017, pp. 6. Disponível em: <https://www.ine.pt> e outras estatísticas empresariais relevantes disponíveis em: <https://www.pordata.pt> e em: <https://www.pordata.pt/Portugal/Volume+de+negócios+das+pequenas+e+médias+empresas+total+e+por+dimensão-2932>

[25] JORNADAS FINANCEIRAS, 1, Lisboa 2015 – *Capital de Risco*, Coordenação Científica do Prof. Doutor Menezes Cordeiro e Prof. Doutor Januário Costa Gomes; Coordenação Executiva da Dra. Ana Alves Leal e Dra. Madalena Perestrelo de Oliveira; Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2015.

[26] KAPLAN, STEVEN N./ STROMBERG, PER - *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring*, American Economic Review, vol. 91, n.º 2, 2000. Disponível em: <https://blogs.epfl.ch/rolf.lindback/documents/Contracting%20Screening%20and%20Monitoring.pdf>

- *Leveraged Buyouts and Private Equity*, *Journal of Economic Perspectives*, 2009, p. 132.

[27] MARINHO, DIOGO SAAVEDRA – *Da Subcapitalização à Dedutibilidade de Gastos de Financiamento: De um Passado Atribulado para Um Futuro Incerto*, Porto: Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Junho de 2013. Tese de Mestrado.

[28] MARTINS, Elisabete – *Princípio da Intangibilidade do Capital Social*, Revista de Revisores e Auditores, 2008.

[29] MENDES, EVARISTO - *Valor das participações sociais, Valor legal e valor estatutário, Discrepância de valores*, Direito das Sociedades em Revista (DSR), Almedina, 2015, pp. 2 a 8.

- *Exoneração de sócios*, II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2012, pp. 20 e seguintes.

- *Cessão de quotas, Preferências estatutárias – Desenvolvimentos recentes*, DSR 19, 2018, pp. 4 e seguintes.

[30] MORAIS, RUI DUARTE – *Apontamentos ao IRC*, Almedina, 2009.

[31] MOTA, ANTÓNIO GOMES/ FERREIRA, MIGUEL/ NUNES, JOÃO PEDRO – *Finanças Empresariais*, Teoria e Prática, Publisher Team, 2006.

[32] NABAIS, JOSÉ CASALTA – *Direito Fiscal*, 7.ª edição, Almedina, 2012.

[33] NASCIMENTO, FREDERICO FAYAD – *O Capital de Risco e suas Estipulações*

Contratuais, Lisboa: ISCTE Business School, Setembro de 2016. Tese de Mestrado.

[34] NETO, ABÍLIO – *Operações Bancárias*, Legislação, Doutrina e Jurisprudência, 1.^a edição, Ediforum, 2008.

[35] OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE – *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015, pp. 69 a 96.

[36] OSÓRIO, JOSÉ DIOGO HORTA - *Da tomada de controlo de sociedades por Leveraged Buy-out e sua harmonização com o Direito português*, Almedina, 2001, pp. 14 a 24.

[37] PALMA, FERNANDO RAMOS – *O Capital de Risco como alternativa ao Financiamento Bancário*, Lisboa: ISCTE Business School, Outubro de 2016. Tese de Mestrado.

[38] PINA, CARLOS COSTA – *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, 2005.

[39] PIRES, JOSÉ MARIA – *Elucidário de Direito Bancário*, As Instituições Bancárias e a Atividade Bancária, Coimbra, 2002.

[40] PLMJ, Sociedade de Advogados – *O Novo Regime do Capital de Risco*, Nota Informativa, PLMJ International Legal Network, 2015. Disponível em: <https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2015/Marco/Novo-Regime-do-Capital-de-Risco-Mercado-de-Capitais.pdf>

[41] RAMADANI, VELAND – *Business Angels – Who They Really Are?* Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance, Vol. 18, Chichester, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1300422.

[42] RAMOS, MARTA FERNANDES – *Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas*, Porto: Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Julho de 2011. Tese de Mestrado.

[43] RODRIGUES, PATRÍCIA PENAFORTE – *O Capital de Risco e o Conflito de*

Interesses, Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Fevereiro de 2012. Tese de Mestrado.

[44] ROUSSAL, MARIA – *Dos Deveres das Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e dos Poderes dos Participantes: a Autonomia na Gestão e a prossecução do Exclusivo Interesse dos Participantes*, Lisboa: ISCTE Business School, Outubro de 2015. Tese de Mestrado.

[45] SAMUELSON/ NORDHAUS – *Economia*, 12.^a edição, McGraw-Hill de Portugal, Lda., 1990.

[46] SANCHES, J. L. SALDANHA – *Manual de Direito Fiscal*, 3.^a edição, Coimbra, 2007.

[47] SANTOS, CRISTINA DOLORES/ FERNANDES, JOSÉ RODRIGO – *Relato Financeiro*, Interpretação e Análise, 2.^a edição, Vida Económica, 2013.

[48] SANTOS, HUGO MOREDO - *Um Governo para os Fundos de Investimento: O Governo das Organizações – vocação universal do corporate governance*, Almedina, 2011, p. 371.

[49] SILVA, JOÃO CALVÃO DA – *Direito Bancário*, Almedina, 2001.

[50] SMITH, GORDON D. - *The Exit Structure of Venture Capital*, UCLA Law Review, Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper n. ° 1005, Vol. 53, 2005, pp. 12 a 13 e 317 a 338.

[51] SOLOMON, STEVEN M. DAVIDOFF – *The Failure of Private Equity*, Berkeley Law Scholarship Repository, Berkeley Law, 2009.