



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

O CAPITAL DE RISCO E O CONFLITO DE INTERESSES

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

por

Patrícia Ribeiro Penaforte Rodrigues

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Fevereiro 2012



UNIVERSIDADE
CATÓLICA | FACULDADE
PORTUGUESA | DE DIREITO
ESCOLA DE LISBOA

O CAPITAL DE RISCO E O CONFLITO DE INTERESSES

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

por, Patrícia Ribeiro Penaforte Rodrigues

sob orientação de Mestre Paulo Câmara

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Fevereiro 2012

ÍNDICE

A. O Capital de Risco

I. Introdução

- 1. O mercado de capital de risco e a crise financeira..... 1
- 2. Apresentação do tema..... 2

II. Breve análise estrutural do capital de risco

- 3. Introdução e delimitação da terminologia associada ao Capital de Risco..... 2
 - 3.1. Introdução ao Capital de Risco..... 3
 - 3.2. Conceito de Capital de Risco..... 5
- 4. Estrutura e forma do investimento em Capital de Risco..... 8
 - 4.1. Os Fundos de Capital de Risco..... 8
 - 4.2. As partes..... 10
 - 4.3. O ciclo do capital de risco. Remissão..... 13
- 5. Modalidades de actuação e investimento no âmbito do capital de risco..... 13
 - 5.1. *Private equity*..... 14
 - 5.2. Venture Capital. Remissão..... 14
 - 5.3. Buyouts (Management Buyout vs Leveraged Buyout)..... 14
 - 5.4. Fundos Mezzanine vs. Capital Mezzanine..... 15
 - 5.5. Outras figuras..... 16
 - a) Distressed debt..... 16
 - b) Public-to-Private..... 16
 - c) PIPE (Private Investment in Public Equity)..... 16
- 6. Capital de Risco vs. Financiamento Bancário..... 17

III. Natureza e regime jurídico do capital de risco em Portugal

7.	Capital de risco em Portugal.....	19
7.1.	Natureza e regime jurídico do C.R.....	20
	I. Sociedades de Capital de Risco (SCR).....	21
	II. Investidores em Capital de Risco (IRC)/ Business Angels.....	21
	III. Fundos de Capital de Risco (FCR).....	22

B. Conflito de Interesses no Capital de Risco

IV. (Possíveis) Conflitos de interesse no capital de risco

8.	Introdução ao tema.....	23
8.1.	Identificação organizacional dos elementos passíveis de conflito de interesses.....	27
8.1.1.	Relação entre Empreendedor e VC.....	29
8.1.2.	Relação entre investidor institucional e GFCR.....	33
8.1.3.	Outras relações.....	35
	I Relação entre investidor e empreendedor.....	35
	II Entre investidores.....	35
	III Nos fundos.....	36
8.2.	Conflitos de interesses: dicotomia no âmbito do CR e do direito societário português.....	37

V. Conflitos de interesses na Directiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos

9.	Enquadramento da Directiva Europeia na industria do capital de risco.....	38
9.1.	A Directiva 2011/61/UE relativa aos GFIA. Uma introdução.....	40
9.2.	Âmbito da Directiva.....	40
9.3.	Os conflitos de interesses no âmbito da Directiva.....	42
9.3.1.	As relações previstas no art. 14.º.....	43
9.3.2.	Conflitos de interesses e delegação de funções.....	45
9.3.3.	Conflitos de interesses e o depositário.....	46
	Conclusões.....	47

Anexo I	49
Anexo II	51
Bibliografia	52

ABREVIATURAS

AEVM/ESMA - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados/ European Securities and Markets Authority

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco

CC – Código Civil

CEO – Chief Executive Officer

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CR – Capital de Risco

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DIRECTIVA – Directiva 61/2011/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011

DMIF - Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros - Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004

EUA – Estados Unidos da América

EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association

FCR – Fundo de Capital de Risco

FIA – Fundo de Investimento Alternativo

GFCR – Gestores de Fundos de Capital de Risco

GFIA – Gestor de Fundo de Investimento Alternativo

GP – General Partners

IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas

IPO – Initial Public Offering

IRC – Investidores em Capital de Risco

JOUE - Jornal Oficial da União Europeia

LP – Limited Partners

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OICVM - Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

PROPOSTA - Proposta da Comissão Europeia para o Regulamento de Fundos Europeus de Venture Capital

RJOIC - Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo

SCR – Sociedades de Capital de Risco

SEC – Securities and Exchange Commission

UE – União Europeia

VC – Venture Capitalists o mesmo que capitalistas de risco.

A. O mercado de Capital de Risco

I – Introdução

1. O mercado de capital de risco e a crise financeira

A crise financeira iniciada em 2007 resultou no colapso de grandes instituições financeiras, na nacionalização de bancos e na queda acentuada do mercado de valores mobiliários. A indústria do CR embora mantenha uma ligação crucial ao mercado de capitais¹ continua a crescer nos mercados emergentes e em sectores como o da energia renovável apesar da conjuntura adensar a aversão ao risco e diminuir a confiança dos investidores².

Numa conjuntura económica como a vivida nesta última época e que ainda se alarga, as instituições bancárias sofreram crises de liquidez e de cortes no rating de crédito. O mercado de CR não é insensível a esta situação e sofre um austero impacto relativamente à procura de investidores institucionais disponíveis que, na sua maioria instituições financeiras e fundos de pensões, encontram-se no centro da negativa afectação da crise. Também a dificuldade sentida pelos mercados secundários limita o desinvestimento por IPO, amplamente utilizado nos mercados anglo-saxónicos. Devido à recessão também será difícil para as empresas gerarem receita suficiente, os consumidores terão menor poder de compra e adiarão o consumo. Embora o CR seja uma alternativa aos empréstimos bancários, tal não significa que se trate de uma panaceia, como visto, a valorização deste mercado também depende de um sistema financeiro e económico funcional. Trata-se de uma resposta possível para enfrentar a falta de liquidez bancária, pelo que o capital de risco não é traduzível meramente em SCR, mas também por empresas que acumulam essa função como forma de investimento, e por investidores particulares (*business angels*) que participam activamente no desenrolar do crescimento económico das PME, essenciais para o desenvolvimento nacional. A solução passa também pela actividade estatal neste tipo de investimento, organizada de modo a co-investir e sindicar com fundos de investimento ou juntamente com SCR e *business angels*, ou directamente em PME, garantido credibilidade na iniciativa aos investidores e promovendo a emergência de um sector específico como o CR.

¹ Principalmente no mercado anglo-saxónico.

² SHIKAR GOSH et. al., *Venture Capital Investment in the Clean Energy Sector*, Harvard Business School Entrepreneurial Management, trabalho n.º 11-020, Agosto 2010, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1669445>.

O mercado português não associa tanto o CR ao mercado de capitais embora tenha assistido a um aumento significativo no montante utilizado para este tipo de investimento comparativamente ao ano passado. Relativamente ao capital de risco, Portugal ainda se apresenta como um dos países conservadores e avessos ao risco. Há necessidade de uma nova regulação nacional de acordo com a Directiva 61/2011 UE e com a Proposta da Comissão para o desenvolvimento de *venture capital*, assim como um novo sistema de implementação de investimento do Estado³.

2. Apresentação do tema

O presente trabalho delimita-se por duas grandes partes, a primeira enquanto introdução ao mercado do CR e a segunda aporta objectivamente a susceptibilidade de conflitos de interesses nesta indústria. A primeira parte encontra a delimitação em dois capítulos distinguindo o mercado de capital de risco associado ao funcionamento internacional e ao mercado português. A segunda parte centra-se nos conflitos de interesses passíveis da identificação orgânica deste tipo de investimento, com a devida ressalva para o sistema jurídico português e com apresentação do tema sob o sistema europeu a aplicar pela Directiva 61/2011 UE. Fazemos ainda uma introdução para a Proposta de regulação de *venture capital* da Comissão Europeia identificando esta temática como diversa de *private equity* e *hedge funds* e merecedora de um regime *tailor-made* enquanto indústria de desenvolvimento tecnológico e de crescimento de PME's. Termina o presente estudo com as devidas conclusões relativamente ao mercado de CR e os possíveis conflitos de interesses atinentes.

II – Breve análise estrutural do capital de risco

3. Introdução e delimitação da terminologia associada ao capital de risco

³ Podemos dar o exemplo da economia do mar que se encontra em expansão em Portugal e que se trata de um sector tipicamente português, não fosse a zona económica exclusiva portuguesa a terceira maior da União Europeia. Trata-se de um sector que tem vindo a ser considerado de extrema importância e de desígnio nacional, valorizando-o como um dos principais recursos económicos e motor de desenvolvimento nacional. Se a história do capital de risco é iniciada pelas Descobertas e sendo Portugal o seu principal actor, não se percebe porque não existe mais investimento para o crescimento do sector, que engloba o mercado emergente de energias alternativas, do transporte marítimo e pescas beneficiando de uma localização privilegiada de porta marítima europeia, V. Estudo encomendado pela Associação Comercial de Lisboa a ERNÂNI LOPES, *O Hypercluster da Economia do Mar*, Lisboa, Fevereiro, 2009, disponível em http://downloadsexpresso.aeiou.pt/expressoonline/PDF/HyperclusterMar_150509.pdf.

O termo “capital de risco”⁴ não está uniformemente definido entre os vários sistemas jurídicos e económicos. Diferentes terminologias englobam definições parcialmente intersectadas⁵- como é o caso de *Venture Capital* que conjuga na sua origem anglo-saxónica os termos de *venture capital stricto sensu* e *buy-outs*, também denominados de *private equity*⁶, - enquanto que na maioria dos países europeus o instrumento financeiro é designado de *Private Equity*.⁷ Surge então a dicotomia entre *Buy-outs* e *Venture Capital*⁸, dependendo do ciclo de vida do investimento⁹. A dicotomia no seio dos países europeus deve-se ao contributo da Comissão Europeia¹⁰ e da EVCA, que encerram na terminologia de *Private Equity* a totalidade das manifestações e formas de investimento em capital de risco. Alertam ainda para as variações conceptuais dos termos e do que estes compreendem em sede de diferentes países europeus. O caso português incute na nomenclatura genérica de *capital de risco*¹¹ as diferentes modalidades e formas de investimento¹², devidamente diferenciadas no ponto 5.

⁴ Doravante C.R.

⁵ MAIK KLEINSCHMIDT, *Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value*, Hamburgo, 2006, pp.15, explica o autor que essa diferença resulta de uma base prática e não de uma construção teórica.

⁶ Embora o conjunto do investimento seja denominado de *Venture Capital*, a maioria das sociedades especializadas em capital de risco designam-se pelo vocábulo *private equity*.

⁷ Intitular o mercado no seu conjunto como Private Equity é social e economicamente desejado pois a indústria de *venture capital* é reconhecida por criar crescimento económico e emprego, enquanto os *buy-outs* são relacionados com especulação e mal vistos pelos Estados, GUY FRASER-SAMPSON, *Private Equity as an Asset Class*, West Sussex, 2007, (pp. 4-7).

⁸ Contrariamente, LESLIE JENG ET AL., *The determinants of venture capital funding: evidence across countries*, *Journal of Corporate Finance* 6, pp. 4-5. Assumem nos Estados Unidos da América a expressão Private Equity para o conjunto de investimentos sendo *venture capital* um dos sub-tipos, enquanto que para o mercado europeu denominam o inverso.

⁹ Fazendo referência a alguma confusão terminológica, especialmente na Europa, BRIAN KING, *Venture Capital* em GREG GREGORIOUS, ed, *Encyclopedia of Alternative Investments*, Boca Raton, 2009 (pp. 506-507). E ainda MAIK KLEINSCHMIDT, ob. cit. nota 5, pp.17 refere que nos Estados Unidos a indústria do capital de risco é indiferenciadamente chamada de *Venture Capital* ou de *Private Equity*.

¹⁰ COMISSÃO EUROPEIA, *Report of Alternative Investment Group: Developing Private Equity*, Julho, 2006, pp.11-12.

¹¹ No mesmo sentido segue Espanha, França e Itália que traduzem *Venture Capital* e *Private Equity* na expressão única de *Capital Riesgo*, *Capital Risque* e *Capitale di Rischio*, respectivamente.

¹² No seguimento deste trabalho será feita a devida diferenciação das figuras nos casos e situações que se considerem relevantes. Embora o termo identifique todas as situações de investimento, o caso português por

3.1. Introdução ao capital de risco

O desenvolvimento do investimento por capital de risco na sociedade económica remonta ao Império Romano¹³, embora a estrutura organizada de firmas dedicadas a esse propósito tenha ocorrido durante as grandes expedições das Descobertas do séc. XV¹⁴. Tratava-se de uma área comercial com manifesta necessidade de financiamento, porém a incerteza do sucesso de tais empreendimentos especulativos, de risco elevado e sem qualquer retorno imediato dificultava a sua concretização. Embora não fosse um investimento com grande volume de adeptos ainda assim era realizável como demonstra, *e.g.*, a primeira viagem de circum-navegação ao globo por Fernão de Magalhães (1519-1522), facultada pelo capital privado de um mercador holandês, Cristóbal de Haro e de um grupo de investidores, geridos pela família Fugger.¹⁵

Em pleno séc. XIX, o progresso do capital de risco durante a Revolução Industrial na Europa teve repercussões para os Estados Unidos, através de financiamentos bancários como o do *Crédit Mobilier* em conjunto com o capital privado de Jay Cooke que em 1854 financiaram a indústria de caminhos de ferro desse mesmo país¹⁶. Já no séc. XX, em 1901, é transaccionado o primeiro *buy-out* moderno, tal como hoje é entendido, pela venda da Carnegie Steel à J.P. Morgan no valor de 480 milhões de dólares.

Tornou-se uma actividade com crescimento exponencial devido à I Guerra Mundial, tendo sido criado pelo Congresso o War Finance Corporation com o objectivo de financiar as indústrias essenciais em tempo de guerra, função que se perpetua na II Guerra Mundial e Guerra da Coreia, e se conjuga com função de assistir as empresas durante a Grande Depressão. É o momento que determina o despontar do CR como hoje é compreendido. Surge então nos Estados Unidos, a American Research and Development Corporation (ARDC), fundada por Georges Deriot em 1946, perspectivada como a primeira sociedade de venture

vezes delimita concretamente quando se trate de *private equity stricto sensu*, considerando por isso capital de risco como sinónimo de *venture capital*.

¹³ STEFANO CASELLI, *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, Elvedier, 2010, pp.3.

¹⁴ IAPMEI e APCRI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006, pp.5.

¹⁵ STEFAN DUFFNER, *Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance*, University of Basel, Department of Finance, Novembro 2003, pp. 1, citando KAY, BERNHARD, *Der Navigator*, Lubbe, 2007.

¹⁶ DOUGLAS CUMMING, et al. ed. *Private Equity – Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* - LAURA BOTTAZZI, “*Private Equity in Europe*”, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2010, pp.437-461.

capital, embora no ano de 1945 tivesse sido constituída no Reino Unido a 3i.¹⁷ Nas seguintes décadas desenvolveram-se os vários subtipos de *private equity*, desde o início dos anos 60 até aos anos 80, especialmente devido ao boom de Silicon Valley. Foi nessa década que se deu um dos maiores *leveraged buyouts* de sempre no valor de 25 biliões de dólares pela KKR & Co. L.P. à RJR Nabisco¹⁸. Nos anos 90 surge o boom do mercado *dot-com* com o aparecimento da Internet e com as empresas a investirem no desenvolvimento e pesquisa de tecnologia. As respectivas ofertas públicas de venda de empresas como o Google, a Oracle, o Ebay ou a Amazon renderam milhões de dólares aos investidores, o que determinou o balanço positivo deste tipo de investimento como recurso para as empresas de novas tecnologias de informação.

3.2. Conceito de Capital de Risco¹⁹

O conceito de CR refere-se ao instrumento financeiro genérico de investimento através de participações privadas de médio/ longo prazo a empresas que não obtiveram financiamento pelo mercado de capitais ou bancário, mas que evidenciam forte potencial de crescimento e rentabilidade²⁰. O recurso a este instrumento financeiro implica a contribuição de capitais próprios (*equity*)²¹, sob a forma de acções, acções preferenciais ou obrigações convertíveis em acções²². A assumpção de uma posição minoritária por parte dos capitalistas de risco (*venture capitalists*) e o conseqüente envolvimento na gestão activa da empresa implicam a participação directa no risco da mesma. O financiamento destas empresas tem por intento a alienação dessas participações (desinvestimento), lucrando com a crescente valorização da

¹⁷ HARRY CENDROWSKI ET AL., *Private Equity – History, Governance and Operations*, New Jersey, 2008

¹⁸ GEOFF YATES ET AL., *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, pp.4-7, esta transacção de leveraged buy-out deu lugar ao livro de Brian Burrough, e John Helyar, *Barbarians at the Gate – The Fall of RJR Nabisco*, 1990.

¹⁹ O termo capital de risco é aqui empregue como *venture capital* stricto sensu (v. ponto 3), v. diferenciação no ponto 4.

²⁰ BRITISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *A Guide to Private Equity*, Reino Unido, Fevereiro 2010

²¹ O tradução de *equity* como capital é manifestamente insuficiente pois aquela determina um investimento/capital sem recurso a empréstimos (*debt=divida*), o que em português não deixa de se considerar e nomear de capital, como é o caso do financiamento bancário, instrumento que se pretende evitar com a utilização do capital de risco.

²² ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Guida Pratica al Capitale di Rischio*, Itália, Junho 2000, pp.6-38.

mesma²³. Está subjacente o incentivo à inovação e criatividade dos promotores pela associação dos recursos financeiros dos operadores de CR, sem os custos associados ao endividamento ao crescimento e valorização de projectos empresariais.

Devido ao progresso geograficamente variável do capital de risco²⁴ e com a criação de subsequentes figuras que se reúnem no seu objecto material, não há um conceito generalizado para este tipo de investimento²⁵. Diversos autores constroem diferentes definições, apesar de certas características se manifestarem como essenciais para uma identificação da figura²⁶, compendiadas por Poser²⁷,

A. Relativamente às características do investimento

- a) Investimentos de capital de risco são investimentos de capital próprio (*equity*);
- b) Investimentos são de longa duração (5-10 anos) mas de tempo limitado;

B. Relativamente ao objecto do investimento

²³ PAULO CÂMARA, *Manual do Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, 2.ª edição, 2011, pp. 855

²⁴ STEFANO CASELLI, *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, Elvedier, 2010, (pp.3-4)

²⁵ A Directiva Europeia 2011/61/CE de 8 de Junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, abrangida no âmbito deste trabalho, não contempla uma definição de capital de risco. A nível europeu mantém-se a definição do Regulamento (CE) n.º800/2008, relativa a certas categorias de auxílios estatais, art.2.º, n.º27 “*financiamento através de capitais próprios e quase-capital de empresas durante as suas fases de crescimento inicial (constituição, arranque, expansão)*”. É notória a exclusão do *private equity* stricto sensu, ou seja, aquele que inclui os buy-outs e que é uma forma de investimento na empresa numa fase de desinvestimento.

²⁶ O capital de risco está em constante mutação. Autores como GUY FRASER-SAMPSON, ob. cit. nota 7, confirmam-no, ao demonstrar a dificuldade e a problemática da definição deste termo, pois a noção simplista de “investimento de capital privado numa empresa não cotada” é manifestamente insuficiente, e poderá levar a considerações erróneas, não só devido a *buy-outs* que poderão ser realizados em empresas cotadas, mas também pelo aumento de figuras associadas ao capital de risco, e.g. o PIPE (Private Investments in Public Equity).

²⁷ TIMO POSER, *The Impact of Corporate Venture Capital – Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company*, Wiesbaden, Março 2003 (pp.35-38), resumiu um conceito de capital de risco em “*Venture Capital is an equity investment with a long-term but a limited-time focus in privately held, high-growth start-up companies for the launch, early development or expansion of a business. The venture capital investor provides active support to and exercises significant control over the funded start-up*”.

- a) Capital de Risco é investido em empresas privadas (não cotadas em mercado secundário);
 - b) de potencial crescimento;
 - c) e *seed* ou *start-up* (recentemente criadas ou em fase de desenvolvimento) para o seu lançamento, desenvolvimento ou expansão;
- C. Relativamente à função dos gestores de fundos de capital de risco (GFCR)
- a) Fornecem *know how* e suporte;
 - b) Exercem controlo significativo;

Das características resumidas por aquele autor, é imperativo sublinhar a função dos GFCR que para além do controlo temporário da empresa participada e do financiamento²⁸ *per se*, fornecem uma forte monitorização²⁹ e aportam variados conhecimentos empresariais. A manifestação dos serviços de valor acrescentado varia desde conselhos consultivos e *know how* ao acesso a uma rede de contactos beneficiando a empresa³⁰ com informação e contactos privilegiados³¹.

Da caracterização exposta retemos a omissão relativa ao objectivo final deste tipo de investimento, a sua *raison d'être* para os investidores, a maximização do retorno financeiro através de uma das formas de desinvestimento³² pela venda da participação de controlo na empresa em vista à criação de mais-valia. Assim como do ponto de vista dos empreendedores, a concretização do seu projecto e divulgação da sua empresa. Estes são os principais objectivos, os únicos fins a que é destinado o investimento em empresas em projecção ou crescimento (*start-ups* e *early-stage*), a actuação no interesse dos investidores de valorização das suas participações sociais e o crescimento económico pela realização empresarial. É a grande diferença finalística para com as restantes sociedades, não se trata de maximizar o

²⁸ No caso dos fundos de capital de risco, os GFCR provêm com 1% do capital financiado para um determinado fundo, v. WILLIAM SAHLMAN, *The Structure and Governance of Venture-capital organizations*, Journal of Financial Economics, n.º27, pp. 473-521.

²⁹ Idem, Autor relata a média de 19 visitas por ano dos G.F.C.R. às empresas participadas e um contacto directo de 100 horas.

³⁰ DOUGLAS CUMMING, ed. *Venture Capital – Investment Strategies, Structures, and Policies*, John Wiley and Sons, Inc., Hoboken, 2010 – ROBERTA DESSI, *Venture Capitalists, Monitoring and Advising*, pp.169-190.

³¹ A imprescindibilidade do contributo é inquestionável comportando a diferença para a participação em sociedades comerciais e razão de valoração entre sociedades de capital de risco e os respectivos gestores.

³² v. Anexo II.

valor por acção mas sim maximizar o valor generalizado de uma empresa. A indústria de investimento em CR conciliou a maior parte do capital em sectores como tecnologia, biotecnologia, saúde e farmacêuticas tornando-se aceite como um veículo de investimento, como classe de activos a actuar principalmente no meio tecnológico³³.

4. Estrutura e forma do investimento em Capital de Risco³⁴

O investimento no capital de risco pode ser efectuado por duas vias, directa ou indirecta. Naquela primeira não há necessidade de intermediação³⁵ e os investidores aplicam directamente o capital na empresa visada. Aquando do investimento directo este contém dois contributos principais das SCR (*private equity firms*) e dos *business angels*. É um sector igualmente importante do mercado informal a par com o *venture capital* num estágio primórdio de capital semente³⁶. A via indirecta determina o estabelecimento de uma relação de intermediação entre os investidores institucionais e as empresas a investir, através de fundos de investimento de capital de risco ou fundos de fundos.

4.1. Os Fundos de Capital de Risco

Os FCR são veículos usados para alavancar o capital da empresa visada através de financiamentos dos investidores institucionais que variam consoante o seu tamanho e a sua especialização em diferentes tipos de investimento, seja em *venture capital*, seja em *buy-outs*. A sua estrutura legal varia de país para país, mas existem dois tipos principais: os fundos de vida útil ilimitada e os mais comuns, os de duração limitada (cerca de 10 anos). A estrutura organizacional mais usada como veículo de investimento de FCR são as *Limited Partnerships*³⁷ do sistema anglo-saxónico, onde os investidores institucionais actuam como

³³ Qualquer das nomenclaturas associadas ao âmbito do capital de risco podem ser usadas para fazer referência ao mercado/indústria de capital de risco, assim como ao seu papel enquanto classe de activos, modo de investimento.

³⁴ Enquanto conjunto de investimentos (*private equity lato sensu*), tal como determinado pela EVCA.

³⁵ Não estamos perante uma verdadeira actividade de intermediação financeira mas sim uma intermediação de interesses recíprocos.

³⁶ Para desenvolvimento sobre o tema dos *business angels* no âmbito internacional, DOUGLAS CUMMING, et al, ob.cit. nota 16, ANDREW WONG, *Angel Finance – The other venture capital*, pp. 71-110, autor analisa e compara os métodos de investimento dos investidores particulares com as SCR, demonstrando que maior parte do investimento para *venture capital* provém daqueles.

³⁷ A estrutura e organização funcional no âmbito do regime português encontra-se infra no ponto 6. Porém, a *Limited Partnership* é na sua essência um veículo entre investidores e capitalistas de risco e não é confundível

sócios de responsabilidade limitada (*limited partners*) e as SCR actuam como sócios responsáveis pelas dívidas da sociedade (os *general partners* – GP) representados pela equipa de gestão escolhida para o efeito.

Os FCR partilham das características atribuídas supra no ponto 3.2 ao investimento em CR, com certas especificações como,

- I. Fundos fechados³⁸ *closed-end* e *lock-in*;
- II. Função de intermediários financeiros;
- III. Sistema de governação único.

Os fundos fechados são de tempo limitado (*closed-end*) e de longa duração (10-12 anos, dependendo se são de *venture capital* ou *buyout*) e de termo certo havendo apenas a possibilidade de prorrogação por 2 anos³⁹. A característica do *lock-in* (aprisionamento) implica a permanência do capital afecto ao fundo durante um certo período de tempo sem possibilidade de levantamento pelos investidores⁴⁰, diminuindo as possibilidades de distração com ganhos de curto prazo. É uma das características essenciais de diferenciação para com outros fundos ou financiamentos bancários, todos estes permitem que os

com a *Limited Liability Partnership* todos os sócios assumem responsabilidade limitada. A estrutura daquela é identificado no tipo societário da Sociedade em Comandita, que em Portugal se encontra em grande desuso, v. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol.I, 2.ºed, Almedina, Coimbra, 2007, p.217, principalmente no paralelismo da responsabilidade dos sócios, para maior desenvolvimento, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.º ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp.94-95. Alertamos para a confusão de MARIA CHAVES DE MELLO, *Dicionário Jurídico (Português-Inglês; Inglês-Português)*, 4.º ed., Dinalivro, 2008, que numa tradução literal induz em erro o leitor leigo na matéria, traduzindo *Limited Partnership* como Sociedade por Quotas. No Reino Unido, enquanto estrutura mais usada para os fundos de capital de risco, a *Limited Partnership* tem de ser registada mediante o *Limited Partnerships Act 1907*. Nos E.U.A, esta estrutura está sujeita às leis do Estado de Delaware e forma-se mediante o preenchimento do *Certificate of Limited Partnership*. Sobre a formação de fundos em diferentes países, v. TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Private Equity Conflicts of Interest – Consultation Report*, Novembro, 2009.

³⁸ Unidades de participação em número fixo.

³⁹ GUY FRASER-SAMPSON, ob. cit. nota 7, pp. 11-12.

⁴⁰ DOUGLAS CUMMING, et al., ob.cit, nota 16, JOSEPH MCCAREHY et al. *Private Equity Regulation – A Comparative Analysis*, pp.359-393 estatuem o tempo necessário para o *lock-in* variável entre 5 a 7 anos, alterando consoante a jurisdição de cada país. Embora necessária para a construção de um investimento de longo prazo, a imobilização do capital gera custos de agência e é um potencial gerador de conflitos de interesses, v. ponto 8.1.2. n.º II.

investidores resgatem o seu capital com pouca antecedência ou no momento da procura. Quanto ao segundo ponto, a função de intermediários financeiros⁴¹ é assumida quando as SCR e os *business angels* não investem directamente nas empresas da sua carteira mas afectam o investimento a FCR ou a fundos de fundos de CR.

Os fundos e as SCR podem diferenciar-se consoante a área de especialização (generalistas ou especializados), os seus investidores e consoante a estrutura da gestão. Na angariação de capital para constituição de um fundo, as SCR podem erigir capital da empresa-mãe que aloca dinheiro dos seus recursos internos, contribuindo com a maioria do capital, formando fundos cativos⁴². Quando uma parte destes fundos cativos também recorre à angariação de dinheiro através de investidores externos, denominam-se de semi-cativos⁴³. Os mais usuais são fundos independentes constituídos na sua maioria por investidores institucionais externos como instituições financeiras e fundos de pensões.⁴⁴

4.2. As partes

O mercado organizado de capital de risco é operado por três partes principais, abaixo assinaladas,

I. Promotores/ empreendedores

⁴¹ No caso português v. ponto 6.1.

⁴² As SCR são aqui empresas subsidiárias da empresa mãe com o objectivo de alocar participações minoritárias em negócios atractivos, não há a criação de um terceiro intermediário para se efectuar o investimento, é um subtipo de *venture capital* chamado de *corporate venture capital*, V. DOUGLAS CUMMING, *Corporate Venture Capital Contracts*, *Journal of Alternative Investments*, 2006, pp. 40-53, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=946296>. Para outras formas de *venture capital*, v. JOSEPH A. MCCAHERY e ERIK VERMULEN, *Venture Capital Beyond the Financial Crisis: How Corporate Venturing Boosts New Entrepreneurial Clusters (and Assists Governments in Their Innovation Efforts)*, *Corporate Law & Economics* trabalho n.º. 1/2010, Maio 2010, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1617585>. São os fundos menos usados, constituindo menos de 5% do total investido em fundos no Reino Unido, DARRYL COOKE, *Private Equity: Law and Practice*, Fourth edition, Sweet & Maxwell, Londres, 2011, pp. 2. Em 2006, esse número situava-se nos 17,6% do total da quantia investida em fundos europeus, v. EVCA, *Yearbook 2007 – Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*, Novembro 2007.

⁴³ DARRYL COOKE, Ob.cit. nota 42, Em 2006 os semi- cativos representavam 14, 6% do montante total europeu, v. idem, ob. cit.

⁴⁴ Idem. Os independentes constituem a maioria atribuindo-lhes 2/3 do investimento europeu acometido naquele ano, v. idem, ob.cit.

Na relação económica situam-se do lado da oferta, são geralmente jovens empresas a gerar ou em início de desenvolvimento que têm dificuldade na angariação de financiamento no mercado de dívida. Normalmente a oferta para as PME's é limitada pelo sector em que actuam, dirigindo-se para empresas de novas tecnologias, projectadas pela demonstração de grandes taxas de crescimento. A participação dos fundadores da empresa, assim como dos *business angels* e dos empregados resume-se às acções ordinárias num estágio primordial do investimento.

II. SCR (*Private equity firms*) e os FCR (*Limited Partnerships*);

O papel das SCR nos FCR manifesta-se na gestão dos fundos (GP) e implica a identificação de uma oportunidade de investimento (empresa com grande potencial de valorização) para posteriormente “chamar” o dinheiro alheio dos investidores institucionais para investirem. São estas que designam o GFCR que ficará encarregue de determinado fundo.

A compensação das SCR pela gestão da empresa visada tem duas componentes⁴⁵, uma taxa fixa de comissão de gestão (*annual management fee*) e uma comissão de desempenho/participação nos lucros (*carried interest*). A taxa fixa é normalmente entre 1,5 e 3% do valor patrimonial líquido investido pelos LP, e a participação ronda os 20% dos lucros⁴⁶. No caso dos EUA é recorrente o uso de acções preferenciais convertíveis⁴⁷, na participação das empresas pelos benefícios inerentes ao valor mobiliário em causa⁴⁸. Estas acções são emitidas

⁴⁵ Alguma doutrina faz referência a outro elemento de compensação, o empréstimo livre de juros que os investidores providenciam aos VCs, v. KATE LITVAK, *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, University of Texas Law and Economics Research Paper no. 29, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=555626> or doi:10.2139/ssrn.555626

⁴⁶ ADAM LAWTON, *Taxing Private Equity Carried Interest Using an Incentive Stock Option Analogy*, Harvard Law Review, Vol. 121, n.º3, Janeiro 2008, pp.846-867, faz um avaliação fiscal a cada forma de participação nos lucros (acções, opções...). No caso de investirem num fundo buyout, ainda recebem outro tipo de remuneração como taxas de transação e de monitorização. V. RONALD MASULIS e RANDALL THOMAS, *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, University of Chicago Law Review, Vol. 76, 2009, pp.219, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1207858>.

⁴⁷ STEVEN KAPLAN e PER STROMBERG, *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*, American Economic Review, vol. 91, n.º2, pp.426-430.

⁴⁸ Nomeadamente os direitos especiais de prioridade no pagamento de dividendos (que pode ser cumulativo) e no caso de liquidação ou venda de activos da empresa. As acções preferenciais convertíveis são usadas neste tipo

em cada fase de financiamento, potenciando conflitos entre os investidores⁴⁹. O contrato de capital de risco consagra, na maioria dos casos, um lugar no conselho de administração para os GFCR nas empresas investidas⁵⁰.

III. Investidores institucionais

Os LPs actuam enquanto investidores passivos do fundo, não estão envolvidos na sua gestão e investem cerca de 99% do capital do fundo remetendo o restante para os gestores das SCR e trabalhadores⁵¹. São na sua maioria fundos de pensões, instituições financeiras e seguradoras⁵². Embora sejam actores passivos relativamente à gestão do FCR, os investidores reúnem-se amiúde com os GFCR e recebem relatórios trimestrais do progresso do fundo⁵³. Podem desempenhar uma função mais participativa nos casos de designação para os conselhos ou comités consultivos dos fundos que os estatuem, reunindo-se trimestralmente ou duas vezes por ano para a resolução de questões como o conflito de interesses⁵⁴. Tanto os investidores como as SCR e consequentemente os GFCR formam o lado da procura no âmbito do CR.

O funcionamento do mercado formal de CR no sistema americano pode ser esquematizado como na Fig. I:

de investimento pela possibilidade de conversão em acções ordinárias, sendo automática no caso de IPO e.g.. Embora seja usual estas acções não preverem o direito de voto, os V.Cs salvaguardam esse direito em algumas questões como a eleição de administradores e aprovação de fusões e aquisições.

⁴⁹ V. ponto 8.1.3. n.º II.

⁵⁰ JOSH LERNER, *Venture Capitalists and the Oversight of Private Equity Firms*, *Journal of Finance*, n.º50, pp.301-318.

⁵¹ É a política do “*winning together, losing together*”, a contribuição financeira do G.P. e dos trabalhadores (1%) garante uma quota-parte de responsabilidade monetária, e.g., um fundo de investimento no valor de 500 milhões de euros acarreta um capital inicial pelo GP de 5 milhões de euros, v. DAREK KLONOWSKI, *The Venture Capital Investment Process*, Nova Iorque, Palgrave Macmillan, 2010, pp.16-17.

⁵² No caso português, ver art.30.º C.M.V.M. que enumera os investidores institucionais. Os grandes investidores na Europa no ano 2010. V. Anexo I, Estatística da E.V.C.A. relativamente aos fundos angariados por tipos de investidores institucionais no ano de 2010.

⁵³ RUPERT PEARCE ET. AL., *Raising Venture Capital*, John Wiley and Sons Ltd., West Sussex, 2006, pp.11.

⁵⁴ *Idem*, pp. 11.

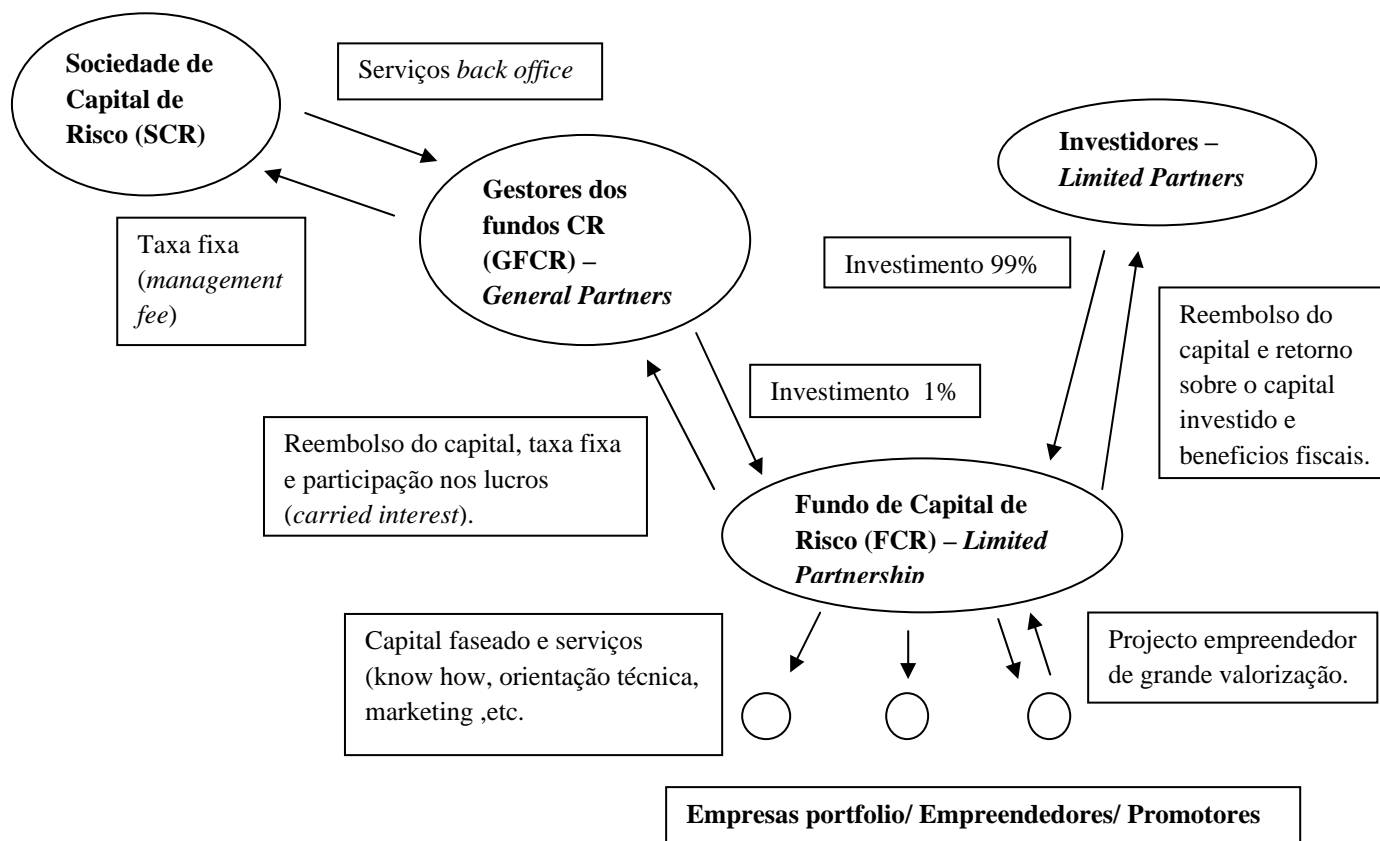


Fig.I baseado no esquema da estrutura de FCR de Thomas Meyer e Pierre-Yves Mathonet⁵⁵.

4.3. O ciclo do capital de risco. Remissão.⁵⁶

5. Modalidades de actuação e investimento no âmbito do capital de risco.

É devido à vida cíclica do investimento em CR que se desenrolam as várias modalidades de actuação. As várias fases são determinadas por diferentes tipos de investimento a aplicar em diferentes estádios de desenvolvimento de uma empresa. A indústria de CR é repartida e especializada nas várias fases, realizando investimentos no início, meio e no fim de vida do ciclo⁵⁷. A diferença da actuação do investimento é manifesta na divergência do montante

⁵⁵ THOMAS MEYER e PIERRE-YVES MATHONET, *Beyond the J-Curve – Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, John Wiley and Sons Ltd., West Sussex, 2005, pp. 28.

⁵⁶ V. Anexo II.

⁵⁷ FRANCISCO BANHA, *Capital de Risco, o Impacto da Fiscalidade*, Vida Económica, Porto, 1998, pp.29, enumera os tipos de investimento, que inclui no início de vida da empresa (capital semente, capital criação, capital para desenvolvimento), na expansão (capital de fundo de maneoio para crescimento, capital para expansão

monetário a investir numa empresa que se encontre numa das fases iniciais de desenvolvimento ou numa fase de desfecho. Essas mesmas fases não suportam em todos os casos os mesmos tipos de investimento, socorrendo-se não só a capital próprio como em alguns momentos podem valer-se de capital de dívida e de instrumentos híbridos. É notória a confusão entre formas de investimento e modalidades de investimento, o que leva à adopção de uma nomenclatura conjunta para os meios de actuação no mercado e para as formas de angariação do seu capital.

5.1. *Private equity*

Como referido supra⁵⁸, o termo *private equity stricto sensu* diverge de circunstâncias e jurisdições, sendo-lhe atribuído várias conotações, delimitando o uso do termo pela construção negativa, tudo o que não seja *venture capital*. Na maioria das economias, uma transação de *private equity* implica a aquisição da maioria da participação de uma empresa cotada ou já estabelecida no mercado, também denominado de *buy-outs*⁵⁹.

5.2. Venture Capital. Remissão.

O investimento em venture capital está caracterizado supra no ponto 3.1.2.

5.3. Buyouts (Management Buyout vs Leveraged Buyout)⁶⁰

Os *buyouts* (compra do controlo accionista) são o motor das firmas de *private equity* e diferenciam-se do *venture capital* pelo foco em empresas estabelecidas (e/ou cotadas) no mercado em vez da actuação em empresas jovens (*start-up*). São estratégias usadas para a aquisição de uma empresa (*target*) através do financiamento de dívida e capital próprio providenciado pelas sociedades de *private equity*. A terminologia de *leveraged* (alavancagem)

da capacidade e para abrir capital), na aquisição (capital para a aquisição e para alavancar a aquisição), na recuperação ou *turnaround* de um negócio (capital para recuperação).

⁵⁸ V. ponto 3.

⁵⁹ V. ponto 4.3.

⁶⁰ Para desenvolvimento do tema vd. JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por Leveraged Buy-out e a sua harmonização com o Direito Português*, Almedina, Coimbra 2001, relativamente ao regime jurídico português, pp. 137-263.

é associada às técnicas de financiamento de dívida, usuais na compra de sociedades abertas com a finalidade de a fechar ao mercado de *capiatis* (*public-to-private*)⁶¹.

O *management buyout* (MBO) traduz-se na aquisição da empresa através da administração existente que compra grande parte ou a maioria dos valores mobiliários. Inversamente paralelo está o *Management Buy-In* (MBI), a aquisição é preconizada por uma administração externa à empresa *target*⁶². Ambos podem financiar-se recorrendo ao financiamento alavancado, daí que o modo de financiamento se misture com a técnica de investimento⁶³. Nestes casos, os administradores ou gestores da empresa visada constituem uma ou mais sociedades – *newco* – que adquirem participações substanciais da sociedade visada – *oldco* ou *target*⁶⁴.

5.4. Fundos Mezzanine vs. Capital Mezzanine

O termo *mezzanine*⁶⁵ foi adoptado no CR para denominar uma posição intermédia/híbrida de modalidade de investimento que se encontra entre o capital próprio e a dívida. É tipicamente fornecido por vários credores incluindo, fundos de mezzanine, companhias de seguro e *hedge funds*⁶⁶. Do termo exposto podemos retirar dois significados, como forma de investimento numa empresa num estágio mais avançado do que *early stage* ou *start up* mas anterior a *buyouts*, chamado de *growth capital* (fase anterior ao IPO) que usa dívida subordinada conjugada com opções de compra de acções ordinárias⁶⁷. O segundo significado

⁶¹ PATRICK GAUGHAN, *Merges, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 5.ª edição, John Wiley and Sons Inc., New Jersey e Canadá, 2011, pp. 20.

⁶² Existem outras estratégias de buyouts mas não se tratando do tema deste trabalho, apresentamos as mais comuns e remetemos a apresentação das outras modalidades para NADINE ULRICH, *Buyout Basics: Grundlagen von Buyouts*, Grin, Norderstedt, 2007, pp. 4-6.

⁶³ DAREK KLONOWSKI, Ob. cit. Nota 51, pp.293-334, sobre os vários tipos de dívida usada e explanação do processo.

⁶⁴ JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, ob.cit. nota 60.

⁶⁵ Da tradução do italiano, andar intermédio.

⁶⁶ ERIK CRUICKSHANK, *Adding Value in Private Equity: Lessons from mature and emerging markets*, Euromoney Books, Junho 2006, pp.25-26

⁶⁷ ANDREW METRICK E AYAKO YASUDA, *Venture Capital and the Finance of Innovation*, 2.ª edição, John Wiley & Sons Inc., Estados Unidos da América, 2011, Pp.524

implica o uso do financiamento mezzanine para cobrir novas fases de financiamento de dívida usada em transações LBO⁶⁸.

5.5.Outras figuras

d) *Distressed debt* – Empresa com dívida em situação crítica ou insolvente;

Esta noção resume-se à compra de participações sociais de dívida (obrigações) a desconto (40% abaixo do seu valor)⁶⁹ em empresas que estão a ter um fraco desempenho ou que tenham declarado a insolvência, o objectivo é comprar a um preço de saldo e garantir a posição de seu maior credor. Os fundos de *private equity* que procuram estas oportunidades (*vulture funds*) obtêm o controlo da sociedade e muitas vezes tornam-se membros da administração para que a empresa seja reestruturada para mais tarde transacionarem o desinvestimento⁷⁰ com a duplicação do lucro. Estas operações são executadas através de LBO embora sejam mais usuais nos *hedge funds*.

e) *Public-to-Private*⁷¹ - Público para Privado;

A operação public-to-private, como referido, integra na sua maioria financiamento alavancado, empréstimos contraídos para a aquisição a 100% da empresa visada, denominando-se também de LBO, embora a sua transação possa ocorrer apenas com recurso a capital oriundo de fundos de capital de risco.

f) *PIPE*⁷² (*Private Investment in Public Equity*)- Investimento Privado em Capitais Próprios Públicos;

⁶⁸ THOMAS MEYER e PIERRE-YVES MATHONET, ob. Cit. nota 55, Pp.7.

⁶⁹ KELLY DEPONTE, *An Overview of the Private Equity Distressed Debt and Restructuring Markets* em *The Guide to Distressed Debt and Turnaround Investing*, Private Equity International, Londres, 2010, pp.15-21.

⁷⁰ EDITH HOTCHKISS e ROBERT MOORADIAN, *Vulture Investors and the market for control of distress firms*, *Journal of Financial Economics*, n.º43, 1997, pp.401-432, comprovam empiricamente que investidores de distressed debt melhoram a governação e o desempenho operacional da empresa visada, assim como reduzem os problemas de agência, aumentando o seu valor.

⁷¹ Sobre conflito de interesses em transações *public to private (P2P)*, v. GEOFF YATES ET AL. ob. cit nota 18, pp. 286-293.

⁷² Para desenvolvimento deste tema, JOSEPH KUZNESKI ET AL. *Looking through the PIPE – Opportunities for Private Equity Investors*, newsletter da Weil, Gotshal & Manges LLP, Maio 2006, disponível em <http://www.weil.com/news/pubdetail.aspx?pub=8426>. E DOUGLAS CUMMING et al, ob.cit. nota 16, NA DAI, *The Rise of the PIPE Market*, pp.111-128.

Esta figura actua perante pequenas empresas cotadas em bolsa em dificuldades ou com fraco desempenho. Resulta da emissão privada de acções a um fundo de *private equity* funcionando como uma célere oferta pública de venda⁷³.

6. Capital de Risco vs. Financiamento Bancário

Uma das questões introdutórias no tema do capital de risco não pode deixar de ser a relação deste tipo de investimento com o financiamento bancário e a sua correlação com as empresas visadas. É usual recorrer ao financiamento bancário e ao mercado de dívida no âmbito de transacções de *private equity*, contudo não é a única modalidade no âmbito do capital de risco a fazê-lo.

A necessidade de financiamento por parte das empresas *start-up* decorre da insuficiência de capital do(s) seu(s) fundador(es) e da inevitável procura externa de capital. Apesar de inúmeras empresas de sucesso iniciarem o seu desenvolvimento com o capital mínimo requerido para o efeito e serem subsistentes por si mesmas⁷⁴, num determinado ponto do seu ciclo de vida será inevitável uma injeção de capital ainda antes de qualquer retorno financeiro. A ideia subjacente à progressão empresarial manifesta-se no maior e mais rápido crescimento da empresa do que a sua subsistência interna poderia fornecer e é essa a função do financiamento externo, a de culmar a lacuna do *cash flow* no estágio inicial de uma empresa *star-up* até este ser internamente suficiente para manter um crescimento óptimo⁷⁵.

As empresas *start-up* são caracterizadas por activos intangíveis de risco elevado, incerteza e assimetrias de informação e embora tenha potencial de grandes retornos, este conjunto é indicativo da dificuldade de obtenção de empréstimos/financiamentos bancários ou outras formas de financiamento de dívida⁷⁶. Subsiste o capital de risco como potencial solução de financiamento destas pequenas e médias empresas (PMEs), com o benefício da maior capacidade de monitorização por parte das SCR em detrimento das instituições

⁷³ JOHN HOGBOOM, *Private Investment in Public Equity: An Overview*, New Jersey Law Journal, vol. CLXXVII, n.º7, Index 621, Agosto 2004.

⁷⁴ Nem todas as empresas conseguem comportar o montante do capital inicial, pense-se e.g. nas indústrias médicas, farmacêuticas e de ciências biotecnológicas onde é necessário milhões de euros como capacidade inicial de desenvolvimento.

⁷⁵ RUPERT PEARCE, ob. cit. Nota 53.

⁷⁶ Muitas vezes o empréstimo bancário não passa como solução de financiamento para o empreendedor por motivos macroeconómicos do país ou simplesmente pelo alto risco que o projecto comporta.

financeiras⁷⁷. A monitorização efectuada na empresa visada é indissociável do controlo e da participação das SCR no órgão de administração daquela, consistindo num papel activo de conselho e de estratégia de investimento à empresa, ao invés da posição das instituições financeiras que apenas monitorizam a saúde financeira da empresa⁷⁸. Contrariamente aos bancos, as infusões de capital são divididos em várias tranches, consoante o crescimento, expansão e etapa actual do projecto⁷⁹. Outras diferenças impõem-se na perspectiva de médio/longo prazo do capital de risco e da dívida, naquele encontramos dependência da rentabilidade da empresa, pagamento de dividendos e amortização do capital aos resultados das empresas em carteira. Enquanto que no mercado de dívida não há qualquer estipulação de prazo, há um plano de reembolso e de pagamento de juros de que depende o retorno financeiro⁸⁰, assim como a exigência de garantias pessoais e/ou reais.

As SRC não são investidores passivos, são parceiros da empresa que contribuem para a sua gestão e valorização e que têm privilégios de controlo significativos, denotáveis principalmente em casos de divergência com a empresa⁸¹. Os privilégios que decorrem do controlo permitem que até ao limite daquele, as SCR beneficiem de outros objectivos que não apenas o lucro, como estratégias que permitam o seu crescimento e futuras alianças⁸². Permitem também que o seu conhecimento em determinada indústria facilite a gestão da

⁷⁷ PAUL GOMPERS, e JOSH LERNER, *The Use of Covenants: An empirical analysis of venture partnership agreements*, Journal of Law and Economics, vol. 39, 1996, pp. 463-98.

⁷⁸ PAUL GOMPERS e JOSH LERNER, *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity, 1998, pp. 149-204.

⁷⁹ Embora esta seja uma das formas de mitigar os riscos de agência, pode convalidar um novo conflito de interesses pois esta estratégia implica a aquisição de valores mobiliários a diferentes preços e com diferentes timings,

⁸⁰ IAPMEI e APCRI, ob.cit, nota 14, pp.9.

⁸¹ MEHMET BARLO et al., *Banks versus venture Capital when the Venture Capitalist Values Private Benefits of Control*, 2010, pp.1- 31, sublinham a diferença de fontes de financiamento activas de VCs e passivas de bancos. Naqueles os contratos não são normas pré-concebidas, havendo lugar a termos como direito de veto em transações que não sejam favoráveis aos VCs, podendo ser favorável à empresa visada, causa de conflitos de interesses.

⁸² L. LINDSEY, *Blurring firm boundaries: the role of venture capital in strategic alliances*, Journal of Finance, n.º63, 2008, pp. 1137-1168.

empresa, como nas reestruturações de fusões e aquisições e no recrutamento de pessoal determinante para o crescimento empresarial⁸³.

Aquando da possibilidade económica de escolha pelo endividamento ou pelo CR vários factores são tidos em conta, sendo o controlo e a monitorização factores determinantes para qualquer empresa *start-up* que necessite de um financiamento externo, pois aquelas que valorizam o benefício de controlo privado são precisamente as que escolhem o endividamento face ao CR⁸⁴ pela possibilidade de manter e evitar a diluição da participação societária. A opção por um dos tipos de financiamento é também determinado por factores externos como a situação macroeconómica, pelas normas vigentes de direito da insolvência ou mesmo pela coordenação dos agentes⁸⁵.

IV. Natureza e regime jurídico do capital de risco em Portugal

7. Capital de risco em Portugal.

A indústria do CR em Portugal ainda padece de um estado incipiente no que diz respeito ao volume registado na execução do empreendedorismo e investimento em inovação. Embora haja sido registado um aumento nos montantes a investir no CR em Portugal no ano de 2010, os mesmos eram inferiores a 1% do *overhang*⁸⁶ europeu de cerca de 100 mil milhões de euros. Da mesma situação padece a dimensão média dos FCR portugueses que se situou 10 vezes inferior à média europeia do sector⁸⁷ nesse mesmo ano. Do relatório da CMVM⁸⁸

⁸³ KLAUS SCHMIDT, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, Journal of Finance 58 (3), 2003, pp. 1139–1165.

⁸⁴ MEHMET BARLO, ob.cit. nota 81, o banco não controla o desenvolvimento da empresa como os VCs, o empreendedor actua como único sujeito, pp.2 e 31.

⁸⁵ AUGUSTIN LANDIER, *Start-Up Financing: From Banks to Venture Capital*, 2003, pp. 1-38, disponível em http://www-gremaq.univ-tlse1.fr/perso/landier%5Cpdfs%5Cbank_vc.pdf, este autor desenvolve a ideia de os agentes escolherem entre estratégias de crescimento agressivas ou seguras, naqueles casos, há maior risco e é necessária uma monitorização acompanhada e estádios de investimento, ideais para o capital de risco; enquanto que uma estratégia segura é determinada por menor risco, e há um estigma de falhar onde é adequado o endividamento.

⁸⁶ Capital angariado aos investidores pelos operadores de capital de risco mas que ainda não foi investido.

⁸⁷ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco*, 2010, pp. 5-34, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20do%20Capital%20de%20risco%202010.pdf>.

surtem estatísticas reprobatórias da intervenção do CR em Portugal, onde o financiamento é maioritariamente dirigido para empresas não residentes e para sectores que não promovem o crescimento da economia portuguesa. Relativamente ao primeiro trimestre de 2011 a APCRI registou um aumento considerável no montante investido em CR em comparação com o mesmo período de 2010 onde apenas 1 milhão foi investido, montante esse que neste ano revela apenas 2% do total investido neste ano⁸⁹.

A falta de informação, experiência e a mentalidade tradicionalista portuguesa⁹⁰ colocam entraves ao dinamismo e crescimento do investimento das PME's por CR que, no regime português, abrange os vários estádios do desenvolvimento empresarial, embora a grande manifestação e núcleo seja o *venture capital* de investimento semente e *start-up*.

7.1. Natureza e regime jurídico do CR

O regime jurídico do capital de risco em Portugal está regulado no DL. 375/2007 de 8 de Novembro, que veio alterar a legislação reguladora da actividade previamente consagrada no DL. 319/2002 de 28 de Dezembro, com o intuito de simplificar e flexibilizar a actividade de CR. A nova legislação permite o exercício do investimento em CR através de veículos determinados, as Sociedades de Capital de Risco (SCR), os Fundos de Capital de Risco (FCR) e de Investidores em Capital de Risco (IRC ou *business angels*). Estes últimos são a grande novidade deste regime e obtiveram neste diploma o tão esperado acolhimento e reconhecimento legal que não constava do quadro jurídico anterior.

O normativo caracteriza a actividade de investimento em CR como “*a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização*”, não incluindo uma divisão material entre *private equity* e *venture capital*, ou seja, no regime português, a terminologia capital de risco engloba todas as situações de investimento protagonizadas pelas duas figuras. Uma das simplificações constantes do regime incide com a constituição de FCR, e o início de actividade de IRC e de

⁸⁸ Idem.

⁸⁹ ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DESENVOLVIMENTO (APCRI), *Newsletter n.ºX*, Junho 2011, pp.5, disponível em <http://www.apcri.pt/node/9>.

⁹⁰ FRANCISCO BANHA, ob.cit. nota 57, pp.31. Outra característica é a adversão do empresário português à entrada de novos sócios.

SCR que dependem apenas de registo prévio simplificado na CMVM⁹¹. A regulamentação e supervisão é da competência desta, nomeadamente nas matérias de execução previstas no art.3.º do DL dispostas no Regulamento da CMVM n.º 1/2008. No direito português o investimento em capital de risco não constitui actividade de intermediação financeira, art.290.º CVM e art. 6.º/5 DL., o que não impede que algumas instituições financeiras exerçam essa função licitamente sem beneficiar do incentivo fiscal associado a esta actividade⁹².

Analizamos sinteticamente cada uma das formas possíveis de investir em capital de risco em Portugal presentes no DL n.º 375/2007,

i) Sociedades de Capital de Risco (SCR)

As SCR são constituídas segundo o tipo de Sociedade Anónima (SA)⁹³ com um capital mínimo de 750.000€ excepto nos casos em que o seu objecto seja exclusivamente a gestão de FCR, caso em que aquele valor decresce para 250.000€, ambos representados obrigatoriamente por acções nominativas⁹⁴. O capital social só pode ser realizado em entradas em dinheiro ou através de instrumentos de capital próprio, valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição⁹⁵, havendo a possibilidade de se efectuarem aumentos de capitais com incorporação de reservas nos termos gerais do CSC⁹⁶. Os relatórios de gestão e as contas anuais devem ser objecto de certificação legal por um auditor registado na CMVM assim como é necessário relatório em relação às entradas do capital social diversas de entradas em dinheiro⁹⁷.

ii) Investidores em Capital de Risco (IRC)/ *Business Angels*

Os IRC são constituídos segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas e o sócio único é somente constituído por pessoas singulares. O objecto destas sociedades são as empresas *seed* e *start-up* com potencial de valorização e investem directamente ou através

⁹¹ Normas estatuídas nos Regulamentos n.º 13/2000 (Entrega de Elementos) e Regulamento n.º 12/2005 (Contabilidade das Sociedades e Fundos de Capital de Risco).

⁹² PAULO CÂMARA, ob.cit. nota 23, pp.856.

⁹³ Art.8.º/1. A firma inclui a expressão “Sociedade de Capital de Risco” ou a sua abreviatura “SCR”, art.8.º/2.

⁹⁴ Art.8.º/3

⁹⁵ Art.6.º/1 al. a).

⁹⁶ Art.8.º/4.

⁹⁷ Art. 8.º/ 6 e /8.

de sociedades veículo. A sua introdução no DL permitiu que beneficiassem do mesmo enquadramento fiscal que as SCR⁹⁸.

iii) Fundos de Capital de Risco (FCR)⁹⁹

O regime dos FCR é o mais extenso do DL (26 artigos em comparação com os artigos únicos dispendidos para SCR e ICR), por ser a forma mais usual no investimento de capital de risco. No contexto português, os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária- pertencente ao conjunto de titulares das respectivas unidades de participação- e não respondem por quaisquer dívidas dos participantes, das entidades que asseguram as funções de gestão, depósito e comercialização, ou de outros fundos¹⁰⁰.

A administração dos FCR é invariavelmente exercida por uma entidade gestora, seja esta uma SCR, sociedade de desenvolvimento regional ou sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário (art.12.º/2). As regras relativas aos projectos de financiamento do FCR estão patentes no Regulamento de Gestão que cada entidade gestora deve elaborar. As relações entre o promotor e a SCR, em representação do fundo, são estabelecidas num acordo parassocial que regula as regras entre as partes, e.g. a comissão de vencimentos, informação e acompanhamento da gestão e conflito de interesses.

Embora concordemos com a necessidade de uma regulação para a actividade do CR, não podemos deixar de sublinhar a inexistência de uma divisão entre o *venture capital* e os *buyouts* no âmbito jurídico português. São duas formas de financiamento muito distintas e que acarretam consequências económicas próprias devido à diferença estrutural e orgânica dos activos usados por cada um dos métodos. Ao não usar de alavancagem, o mercado português de *venture capital* deveria proporcionar maiores incentivos aos seus

⁹⁸ Art. 32.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais. Ainda sob alvo de crítica pela Federação Nacional de Associações de Business Angels por considerarem estes incentivos fiscais “fictícios” e não reais como sucede em outros países como Reino Unido (através do *Enterprise Investment Scheme*) de modo a fazerem face ao alto risco e iliquidez do investimento em star-ups.

⁹⁹ Os fundos de capital de risco são organismos de investimento colectivo , vd. RJOIC, art.1, n.º 2, sendo-lhes aplicável subsidiariamente este regime, e o do Código dos Valores Mobiliários e respectiva regulamentação, art.8.º do RJOIC.

¹⁰⁰ Art. 10.º/1 e/2 do DL.

principais actores, os IRC, assim como desmistificar a regulação da CMVM¹⁰¹ numa área em que se impõe o investimento privado em sociedades não cotadas com o intuito de crescimento e desenvolvimento de PME, onde o normativo das sociedades comerciais e um regime *tailor-made* seria suficiente para este tipo de CR.

B. Conflito de Interesses no Capital de Risco

IV - (Possíveis) Conflitos de interesse no capital de risco

8. Introdução ao tema

I. O conflito de interesses enquanto exercício de tomada de decisões, resulta no consequente lugar comum de motivações conflitantes mais complexas tanto quanto for o seu ambiente de actuação. É o dilema moral e ancestral presente no texto bíblico¹⁰², a que as partes estão inevitável e constantemente sujeitas, assumindo a impossibilidade de total lealdade a mais do que uma parte. O conflito de interesses delimita a oposição de utilidades/acções em sentidos divergentes e manifesta-se na tensão entre a motivação de uma das partes de prosseguir o seu próprio interesse ou do grupo onde está inserido, em detrimento do interesse alheio de que foi encarregue de gerir¹⁰³, negligenciando responsabilidades que deveriam ser observadas (interesse em sentido subjectivo¹⁰⁴).

O conflito de interesses tem sido um tema largamente debatido pela comunidade económica e jurídica devido à afectação da problemática nos sistemas de *corporate*

¹⁰¹ Uma vez que esta actividade nem é incluída como intermediação financeira embora os capitalistas de risco afectem recursos e prestem serviços que permitem aos investidores de actuar ainda que indirectamente no mercado de capitais no caso de private equity.

¹⁰² MATEUS 6:24, “Ninguém pode servir a dois senhores. Porque, ou odiará a um e amará o outro, ou será fiel a um e desprezará o outro.(...)”

¹⁰³ PAULO CÂMARA, ed. et. al., *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, Janeiro 2010, SOFIA LEITE BORGES, *O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira*, pp.315-418.

¹⁰⁴ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (art.64.º/1 do CSC)*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66 – Vol. II, Setembro 2006, é relevante aqui o sentido subjectivo do conceito de interesse enquanto “relação de apetência entre o sujeito considerado e as realidades que ele entenda aptas para satisfazer as suas necessidades ou os seus desejos”, cabendo aos sócios a decisão dos seus interesses e da sociedade, pp. 7 do documento disponível em http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=31559&idsc=50879&ida=50925.

*governance*¹⁰⁵ das sociedades comerciais. No seguimento da definição inscrita no Relatório Cadbury, a governação societária é o *sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas*¹⁰⁶ e prosseguindo na esteira da OCDE, *bem como o conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus accionistas e outras partes interessadas*¹⁰⁷. A diferença predominante dos dois modelos de governação das sociedades comerciais, da grande concentração da propriedade do sistema continental, inversamente à dispersão accionista do modelo usado nos EUA¹⁰⁸ é determinante para proporcionar uma vantagem às transações de capital de risco neste sistema¹⁰⁹. Sendo reconhecido pela centralização do mercado de capitais¹¹⁰, o sistema anglo-saxónico permite um maior e melhor recurso a ofertas públicas de venda de empresas *early stage* na fase de desinvestimento¹¹¹. Contrariamente, o sistema continental apoia-se na intermediação como instituições financeiras que também pela maior aversão ao risco conduzem em menor escala a actividade empreendedora¹¹². As manifestações corporativas dos dois sistemas são indicativos da prossecução de diferentes respostas, como a necessidade de mecanismos de controlo dos

¹⁰⁵ Doravante adoptamos a terminologia portuguesa de governação societária.

¹⁰⁶ COMISSÃO EUROPEIA, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, p. 15, disponível em <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

¹⁰⁷ OCDE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, p. 1, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

¹⁰⁸ MEHMET BARLO et al, ob, cit. Nota 81

¹⁰⁹ BERNARD BLACK e RONALD GILSON, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets- Banks versus Stock Markets*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, n.º 3, 1998, pp.243-277, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1505901>.

¹¹⁰ Não só o desenvolvimento do mercado de capitais permite uma melhor valoração do investimento em capital de risco, como a efectiva aplicação da legislação comercial determina a empregabilidade de determinadas proteções contratuais e de determinado tipo de participação, como as acções preferenciais ou ordinárias, v. JOSH LERNER e ANTOINETTE SCHOAR, *Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, Oxford University Press, 2005, pp.223-246.

¹¹¹ MEHMET BARLO et al, ob cit, nota 81.

¹¹² Este trabalho não pretende escarpelizar todos os problemas de corporate governance mas pretende focar a atenção para o investimento em capital de risco, principalmente pela sua exiguidade em Portugal. Fica o apontamento de posterior discussão relativa à influência dos sistemas de governação na ligação com sistemas económicos e financeiros na função de encorajamento à inovação e investimento em novos empreendedores. V. CURTIS MILHAUPT, *The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate*, *Northwestern University Law Review*, Vol. 91, No. 3 (1997) disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=10184>.

gestores em relação aos accionistas no modelo anglo-saxónico, resumindo-se a problemática do sistema continental na protecção dos pequenos investidores em relação ao poder de controlo e influência dos accionistas na gestão societária¹¹³.

II. A governação societária de uma empresa constituída ou desenvolvida sob o investimento de CR é única¹¹⁴ e manifestamente diversa das funções da estrutura orgânica de uma sociedade comercial¹¹⁵. Numa “típica” organização societária, o conselho de administração é controlado pelos accionistas detentores de acções ordinárias e servem os seus interesses sem a obrigação de cumprimento dos deveres fiduciários (*fiduciary duties*) para com os accionistas, o que permite incorrer em custos mais elevados para estes na prossecução dos interesses comuns. Contrariamente, numa empresa participada por CR, os accionistas preferenciais detêm normas de protecção e lugar no conselho de administração e este, controlado pelos accionistas preferenciais não necessita de incorrer nos interesses dos accionistas comuns, podendo até baixar o valor das acções ordinárias, desde que haja a justificação de acção no melhor interesse da sociedade¹¹⁶. Em contraste com a sociedade anónima aberta, o investimento em CR permite maior alocação do controlo por parte dos investidores e é consagrada como estrutura contributiva para a solução de alguns problemas e para a melhoria¹¹⁷ de questões de governação societária¹¹⁸.

¹¹³ MEHMET BARLO et al. Ob. Cit. Nota 81.

¹¹⁴ MIKE WRIGHT et al., *Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect*, Corporate Governance : An International Review, n.º 17, 2009, pp.353-375.

¹¹⁵ WILLIAM SAHLMAN, ob.cit. nota 28. Como visto no 3.2, a caracterização diverge em muito da sociedade anónima, e.g., a participação é temporária, o investimento não é a única forma de participação, GFCR oferecem know how e serviços complementares não pecuniários, é prática corrente terem lugar no conselho de administração e influenciarem na escolha do CEO, v. STEFANO BONINI ET AL. *The Effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms*, Julho 2011, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=951665>.

¹¹⁶ JESSE FRIED e MIRA GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, New York University Law Review, Vol.81, 2006, pp.967-1025, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=784610>.

¹¹⁷ Não é o tema proposto deste trabalho mas fica a anotação para posterior investigação da influência de uma transação de private equity nos sistemas de governação societário, FRANCESCA CORNELLI ET. AL., *Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?*, Fevereiro 2008, pp.1-36, disponível em

<http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20%28Cornelli,%20Karakas%29.pdf>.

¹¹⁸ MICHAEL JENSEN, *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems in Corporate Governance and Corporate Finance – An European Perspective*, editado por RUUD VAN

O conflito de interesses no âmbito do CR é tema recorrente para a doutrina internacional, fundamentando-se na teoria da firma¹¹⁹ e no conseqüente problema da agência para a sua teorização¹²⁰. Sumariamente e de acordo com Jensen e Meckling¹²¹ a relação de agência é definida como um contrato pelo qual uma das partes (o agente) se obriga a promover por conta da outra (o principal) a celebração de contratos e a realização de serviços, o que implica a delegação de algumas decisões ao agente¹²². A teorização destes autores é sustentada por elementos da teoria contratual¹²³ identificando o desdobramento de dois grandes vectores nas relações intraempresariais no seio das sociedades anónimas, a separação do controlo (gestão) societário, da propriedade¹²⁴ (finanças) dos accionistas, essência dos problemas organizacionais a que a governação societária procura dar resposta¹²⁵.

O desenvolvimento da teoria da agência tem por base a actuação racional e egoísta dos seus actores e a heterogeneidade das preferências do agente, distintas das do principal¹²⁶. Embora responsável pela tomada de decisões e medidas que afectam o retorno financeiro do principal, o agente tem interesses pecuniários e não pecuniários que o levam a prosseguir

FREDERIKSLUST ET AL., *Corporate Governance and Corporate Finance*, Routledge, Abingdon, E.U.A e Canadá, 2008, pp. 11-51, VIRAL ACHARYA ET AL. *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, Junho 2011, pp.1-44, disponível em SSRN <http://ssrn.com/abstract=1324016>.

¹¹⁹ Do ponto de vista económico, integrando a teoria da agência à organização e relações societárias, MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKLING, *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3 n.º4, 1976, pp. 305-360 disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043, descrevem um modelo de firma onde os investidores contribuem dinheiro e os gestores serviços.

¹²⁰ Conduzindo a problemática ao capital de risco, WILLIAM SAHLMAN, *ob.cit* nota 28.

¹²¹ MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKLING, *ob. Cit.* nota 119

¹²² *Idem.*

¹²³ Não se refere à noção legal de contrato, mas sim a um termos mais amplo e económico de acordos institucionais recíprocos entre duas ou mais partes que influenciam e coordenam interações estratégicas, PAVLOS MASOUIROS, *Private Ordering and Corporate Governance: The case of venture capital*, 2009, disponível em <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:3450554>

¹²⁴ Já anteriormente debatido por ADOLPH BERLE e GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

¹²⁵ MANUEL MONTEIRO, *O Corporate Governance*, "O Economista: Anuário da Economia Portuguesa". - A. 18, n.º 18 (2005), p. 95-98, também disponível em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=327&Itemid=21

¹²⁶ MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKLING *ob.cit* ponto 119.

interesses contrários aos do principal, criando os problemas de agência¹²⁷. Estes advêm da colisão de objectivos e interesses de ambas as partes devido à assimetria de informação que ocorre *ex ante* e *ex post* do contrato entre o principal e o agente. Aquela dispõe-se em informação oculta (*hidden information*) e risco moral (*moral hazard* ou *hidden action*). O primeiro permite um maior e melhor acesso à informação por parte dos fundadores e dos GP que actuam e contactam com a empresa numa base diária em detrimento dos LP. O risco moral refere-se às situações em que os LP não monitorizam de perto a actuação dos GP e ignoram/desconhecem o esforço cometido no seu desempenho¹²⁸. Assim como a actuação em interesse próprio resulta num problema de selecção adversa (*adverse selection*), aplicável também às relações empreendedor- GFCR¹²⁹ e não só entre estes e os investidores institucionais.

Os custos de agência dispendidos a monitorizar e mitigar potenciais problemas de risco moral e selecção adversa são minimizados por contratos que providenciam incentivos para as partes, direitos de controlo (*control rights*) aos capitalistas de risco em detrimento dos empreendedores¹³⁰ e direitos aos dividendos (*cash-flow rights*) para estes, em troca do esforço de capital humano no projecto (*sweat equity*)¹³¹. Os direitos de controlo ou de tomada de decisões societárias pelos VCs nas empresas participadas manifestam-se em direitos de voto , em direitos de liquidação e na participação maioritária no conselho de administração, usados simultaneamente com os direitos ao *cash flow*¹³².

8.1. Identificação organizacional dos elementos passíveis de conflito de interesses.

¹²⁷ DAREK KLONOWSKI, ob. cit. nota 51.

¹²⁸ RAPHAEL AMIT ET AL., *Venture Capital Financing of Entrepreneurship: Theory, Empirical Evidence and a Research Agenda*, Blackwell Handbook of Entrepreneurship, 2000, pp.259-281

¹²⁹ DOUGLAS CUMMING, *Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 30 pp. 155-184, 2006, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=261693>.

¹³⁰ WILLIAM SAHLMAN, ob. cit. nota 28.

¹³¹ ZENICHI SHISHIDO, *Sweat Equity as a Gift: Venture Capital Investments and Tax Law In Japan*, Março, 2009, pp. 1-8, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1370534>.

¹³² STEVEN KAPLAN e PER STROMBERG, *Financial Contracting: Theory meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, *Review of Economic Studies*, Vol.70, n.º2, 2003, pp.281-315, identificam três partes no conselho de administração, os VCs que o controlam, os empreendedores e terceiros com consentimento dos dois anteriores.

As empresas financiadas por CR encontram-se na intersecção organizativa da dicotomia entre sociedades abertas e sociedades fechadas. Tal significa que o conflito de interesses emergentes da sua organização divide-se nos dois paradigmas conflitantes das sociedades comerciais, nas abertas a relação entre os administradores e accionistas¹³³ e nas sociedades fechadas as relações internas entre accionistas¹³⁴. O conflito de interesses presente nestas relações é mitigado pela confluência contratual de incentivos mútuos, alterados e corrigidos consoante a fase de investimento e o tamanho do fundo.

Na estrutura orgânica de um FCR as relações entre as três partes principais (investidores-GFCR-empresendedores) são primordialmente estabelecidas ao encontro do modelo principal - agente como demonstradas na Fig. II.

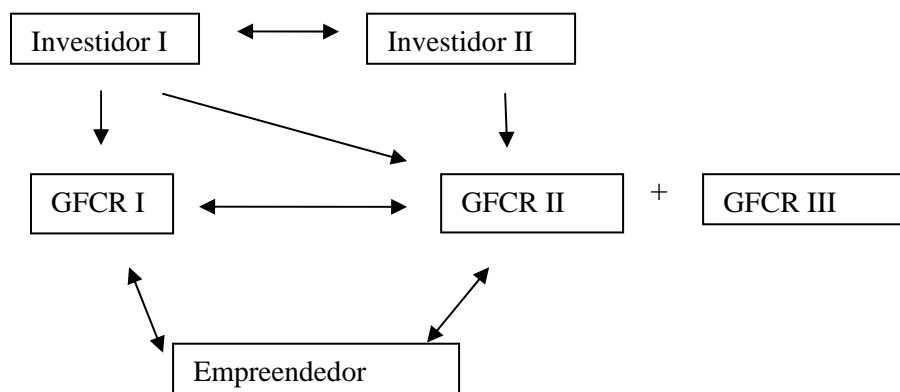


Figura II. Baseado no esquema de CUMMING e JOHAN¹³⁵. Pretende apenas demonstrar as relações numa estrutura organizatória simples de investimento em capital de risco.

As relações acima identificadas são balizadas por contratos inerentemente incompletos devido ao processo faseado que constitui o financiamento em CR, e congruente com o comportamento racional e com as assimetrias de informação limitativas das partes da previsão de todas as contingências empresariais¹³⁶. Em grande parte é a razão pela qual os GFCR

¹³³ Para desenvolvimento, no caso português v. PAULO CÂMARA, et. al., ob.cit. nota 103, pp. 215-291.

¹³⁴ Relativamente a esta matéria, PAULO CÂMARA, , ob. cit. nota 103, pp. 75-213.

¹³⁵ DOUGLAS CUMMING e SOFIA JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting – An international Perspective*, Elsevier, Estados Unidos da América e Reino Unido, 2009, pp.33-34.

¹³⁶ BRIAN BROUGHMAN, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, Março 2009, pp. 1-25 disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1364133>.

assumem uma posição *hands-on* e participam activamente nas operações das empresas portfólio. Os conflitos emergentes na estrutura orgânica de capital de risco assumem-se pelo controlo que aqueles detêm no seio da empresa portfólio¹³⁷.

Os problemas de agência e de custos acima descritos (ponto 8.) dão origem a comportamentos de risco assumidos e reconhecidos nas diversas relações interpartes da orgânica do C.R. e identificados em diferentes estratos relacionais. Podemos diferenciar três situações de risco assumidas entre principais na relação com agentes,

- i. Eximção de responsabilidade (*Shirking*) – tendência de evitar responsabilidades ou deveres, deve-se à incapacidade de monitorizar as partes e compensá-las consoante a sua produtividade e o seu input na relação económica¹³⁸;
- ii. Oportunismo – ocorre quando uma das partes aproveita a sua informação e conhecimento superior, sem o divulgar à outra parte, de modo a prosseguir os seus próprios interesses, e.g. tentativa de renegociação, por parte dos capitalistas de risco, do compromisso de realização dos serviços de valor agregado num estágio de desenvolvimento da empresa em que os empreendedores carecem de poder negocial;
- iii. Incompetência – comportamento de inabilidade dos capitalistas de risco resultando na incapacidade e inantigibilidade dos standards propostos pelos empreendedores;

O procedimento do investimento em CR assume uma função preventiva em cada fase do financiamento. A injeção faseada de capital nas empresas start-up ou PMEs acarreta estratégicas negociações autónomas com diferentes custos em cada estágio de investimento. Esta renegociação faseada actua como sistema de controlo de custos de agência empregue pelos GFCR porquanto a monitorização periódica do estado do projecto permite-lhes estabelecer novas políticas de gestão e de conflitos. Em cada etapa, as circunstâncias e expectativas de diversos interesses podem alterar-se, e as relações entre os GFCR e os restantes accionistas são reconstruídas sob nova negociação¹³⁹. As novas etapas de financiamento (*follow-on*) podem provir exclusivamente de investidores já existentes, etapa interna (*inside round*), ou por um grupo que inclui fundos que não investiu nas fases *ex ante*,

¹³⁷ RONIT YITSHAKI, *Venture capitalist-entrepreneur conflicts: An exploratory study of determinants and possible resolutions*, International Journal of Conflict Management, Vol. 19 n.º 3, 2008, pp.262 – 292.

¹³⁸ D. GORDON SMITH, *Team Production in Venture Capital Investing*, The Journal of Corporation Law, Vol. 24, n.º4, 1999, pp. 949- 974.

¹³⁹ DAREK KLONOWSKI, ob. cit. nota 51.

e que provavelmente actuará como líder das subsequentes negociações, etapa externa (*outside round*)¹⁴⁰.

8.1.1. Relação entre Empreendedor e GFCR.

I. Grande parte da literatura estuda apenas o conflito de interesses proveniente da relação paradigmática entre os GFCR (enquanto agentes) e os empreendedores (enquanto principais), assumindo a mesma como uma relação agencial¹⁴¹ resultante dos riscos que estes incorrem quando escolhem o capital de risco como forma de financiamento. Porém, nem toda a literatura assume a relação entre empreendedor e GFCR ou SCR como totalmente agencial¹⁴², mas sim como cooperativa¹⁴³, ao considerar a natureza da relação das duas partes no alinhamento de um objectivo comum de conversão do instrumento ilíquido da *start-up* em dinheiro proveniente da sua exponencial valorização. Trata-se de uma relação de obrigações agenciais recíprocas mais próximo de uma parceria (ou *team production*¹⁴⁴) do que da relação entre a administração e os accionistas de uma sociedade anónima aberta¹⁴⁵; sem desconsiderar a possibilidade de ambos manterem um comportamento oportunista¹⁴⁶. A grande divergência entre as partes surge no método e no timing do esforço conjunto na prossecução desse objectivo.

II. Nas várias fases do investimento em CR, os interesses dos empreendedores tendem a diferenciarem-se daqueles propostos pelos VCs¹⁴⁷, nomeadamente em relação a políticas

¹⁴⁰ BRIAN BROUGHMAN e JESSE FRIED, *Do VCs Use Inside Rounds to Dilute Founders? Some Evidence from Silicon Valley*, 2011

¹⁴¹ WILLIAM SAHLMAN, ob.cit. nota 28.

¹⁴² MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKLING, ob.cit nota 119, os autores afirmam que embora haja elementos de hierarquia, não se trata de uma relação de agência pura.

¹⁴³ D. GORDON SMITH, *Venture Capital Contracting in the Information Age*, *The Journal of Small and Emerging Business Law*, Vol. 2, n.º1, pp.133-175.

¹⁴⁴ D. GORDON SMITH, ob.cit. nota 133.

¹⁴⁵ D. GORDON SMITH, *idem* ob. Cit.

¹⁴⁶ RONIT YITSHAKI, *Confidence in Cooperative Relations Between Entrepreneurs and VCs: The Role of Social and Formal Control Mechanisms*, Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC), 2007, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1059921>, revela que ambas as teorias demonstram insuficiências na categorização deste tipo de relação.

¹⁴⁷ A relação entre GFCR e empreendedores é regulada pelo Acordo de Accionistas ou Termo de Compromisso (Term Sheet) referindo quais os direitos de controlo, remuneração e papel a desempenhar na estrutura

societárias como a decisão de substituir o CEO ou de vender a empresa¹⁴⁸. Fucral na intermediação desses conflitos está a afectação de direitos de controlo para que o comportamento oportunista oriundo de assimetrias de informação e selecção adversa seja mitigado. A manifestação participativa no controlo da empresa visada diverge relativamente aos VCs que detêm maioritariamente acções preferenciais convertíveis¹⁴⁹ ao contrário dos restantes elementos (empreendedores, trabalhadores, familiares enquanto investidores privados) que detêm acções ordinárias. Este tipo de participação com preferência de liquidação, mitiga o possível conflito gerado pelo oportunismo e assimetria de informação do agente pois insurge credibilidade no empreendedor e no seu próprio projecto¹⁵⁰. Vejamos, o empreendedor enquanto agente coloca o VC numa posição de vulnerabilidade devido ao conhecimento prévio do projecto a apresentar. Se o projecto em causa não valer tanto como publicitado pelo promotor, na fase de desinvestimento, este apenas terá lucro se o valor da empresa acabar por ser mais elevado que o conferido pelo direito de preferência na liquidação ao VC¹⁵¹. Este direito acaba também por funcionar como um incentivo ao empreendedor para a empresa ser bem sucedida de modo a que no momento de liquidação (ou desinvestimento) receba o valor da empresa na sua proporção¹⁵².

Nesta relação, a preponderância de actos oportunistas geradores de conflitos de interesses parte do GFCR e não do empreendedor, pois enquanto estes comportamentos podem operar numa fase *ex ante*, o GFCR ao ter lugar no conselho de administração e

organizativa, v. THOMAS HELLMANN, *Venture Capitalists: The Coaches of Silicon Valley*, Stanford University Press, Fevereiro 2000, pp.1-25.

¹⁴⁸ BRIAN BROUGHMAN, ob.cit. nota 136.

¹⁴⁹ V. ponto 4.2 n.º II. As chamadas acções preferenciais convertíveis para além de abrangerem uma preferência no caso de liquidação da empresa, implicam a conversão automática se o método de desinvestimento for um IPO, mas no caso de ser uma aquisição, os VCs detêm as mesmas acções preferenciais. A conversão não implica apenas a escolha entre títulos de dívida ou de capital, THOMAS HELLMANN, *IPOs, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, Setembro 2002, alerta para a acção participativa preferencial convertível em que o VC *ex ante* do desinvestimento detém participações de dívida e capital e *ex post* detém o mesmo capital mas perde a participação de dívida.

¹⁵⁰ JESSE FRIED e MIRA GANOR, ob.cit. nota 116.

¹⁵¹ Idem. O contrário também é aplicável, vejamos o caso de os VC mostrarem serem detentores de uma imagem reputacional imaculada, o que não sucede na realidade, usufruindo de um projecto de grande valorização dos promotores influenciados por aquela reputação.

¹⁵² Na realidade trata-se de alterar o risco dos VCs para os empreendedores de modo a aumentar o incentivo para a criação de valor, v. WILLIAM SAHLMAN, ob.cit. nota 28.

enquanto monitor, tem acesso a conhecimentos internos da empresa e externos no e de mercado.

III. O conjunto de deveres fiduciários do administrador da sociedade anónima é, no caso do CR, devido pelo GFCR aos investidores e aos accionistas originários como os empreendedores e trabalhadores da empresa. Desde o alemão dever de lealdade que requer a acção do gestor à disposição do superior interesse societário e decidir pelo interesse accionista e da sociedade em detrimento do seu interesse¹⁵³, passando pelo direito anglo-saxónico que contrapõe aquele ao dever de cuidado ou diligência¹⁵⁴ e, implica a procura e conhecimento de toda a informação disponível aquando da tomada de decisões enquanto membro do conselho de administração, à boa fé e tratamento justo, que têm o potencial de mitigar o comportamento oportunista do GFCR. Esta teorização não se encontra de modo tão acertiva na prática pois os VCs estão protegidos pela *business judgement rule* e pela incerteza das obrigações que o conselho de administração munido de acções preferenciais deve aos accionistas ordinários.

IV. Na fase de administração do fundo, o comportamento oportunista do GFCR pode evidenciar-se nas seguintes pontos¹⁵⁵,

- i) Substituição do CEO fundador, de modo a cancelar as opções de acções não exercidas e a conceder o direito de comprar as acções próprias do fundador a um preço mais baixo;
- ii) Etapa de financiamento posterior, VCs controladores podem beneficiar do financiamento de uma nova etapa de modo a que os restantes accionistas vejam o seu controlo reduzido na empresa devido ao aumento de capital;
- iii) No desinvestimento, os VCs podem escolher um determinado momento para o desinvestimento da empresa em seu benefício mas em detrimento da outra parte;

Enquanto agente, o GFCR pode ter sob a sua gestão mais do que um fundo ou empresas geridas em paralelo e dirigir mais tempo e atenção para garantir o sucesso daquelas

¹⁵³ BRIAN BROUGHMAN, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, em DOUGLAS CUMMING, ob.cit. nota 30, pp.347-365.

¹⁵⁴ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ob. cit. Nota 104.

¹⁵⁵ VLADIMIR ATANASOV, VLADIMIR IVANOV e KATE LITVAK, *The Effect of Litigation on Venture Capitalist Reputation*, Dezembro 2008, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343981>.

consideradas com maior potencial de valorização relativamente a outras da sua carteira, potenciando conflitos fundamentados em risco moral devido a *multitasking*¹⁵⁶. É questionável nestes casos, a direcção que deve tomar o dever de lealdade do gestor presente no conselho de administração, e.g. se surgir uma oportunidade empresarial que beneficie duas ou mais empresas do portfolio, se surgir um conflito no dever de lealdade para com a empresa visada e o fundo gerido, este está num cruzamento de deveres de lealdade incapaz de definição. Parece-nos que o GFCR, independentemente do estado financeiro da empresa, deve afastar-se do conselho de administração quando a mediação dos conflitos se torne insustentável, com prejuízo de nos casos de conflito de oportunidade empresarial entre a empresa e o fundo a capacidade de acção não ficar bem determinada e resultar no risco teórico de desconsideração da personalidade colectiva¹⁵⁷.

V. Na fase de desinvestimento o conflito entre ambas as partes resume-se à forma de liquidar a empresa, principalmente através de um IPO ou de venda privada. Esta pode ser viável mais cedo para o fundo do que um IPO se se encontrarem condições prévias ao preenchimento dos requisitos para a entrada no mercado de capitais, ao invés, o empreendedor pode preferir manter-se na esfera privada por mais tempo¹⁵⁸. Na avaliação de sucesso das SCR, para além das rendibilidades auferidas na gestão de fundos de investimento, são contabilizados quantitativamente o número de IPOs realizados. As SCR em início de actividade tendem a ceder à pressão do mercado e acometem IPOs prematuros – *grandstanding*¹⁵⁹ -, apressando a introdução das empresas ao mercado de capitais promovendo horizontes temporais excessivamente curtos, de modo a demonstrarem bons resultados e a enaltecer a sua reputação facilitando a sua implementação no mercado¹⁶⁰. Uma das propostas de resolução do eventual conflito provocado por *grandstanding* implica uma nova medição da qualidade de

¹⁵⁶ DOUGLAS CUMMING e SOFIA JOHAN, ob.cit.nota 135, pp.36-37.

¹⁵⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *O Levantamento da Personalidade Colectiva no Direito Civil e Comercial* Almedina, Coimbra, 2000, pp. 116.

¹⁵⁸ THOMAS HELLMANN, ob. cit. Nota 147.

¹⁵⁹ PAUL GOMPERS, *Grandstanding in the Venture Capital Industry*, Journal of Financial Economics, Vol.42, Setembro, 1996, pp. 133-156.

¹⁶⁰ JOSEPH MCCAHERY e ERIK VERMEULEN, *Corporate Governance and Innovation – Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses*, Law Working Paper n.º 65/2006, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=894785>.

VCs pelo número de investimentos prévios e pelo número de sindicacões nesses investimentos¹⁶¹.

8.1.2. Relação entre investidor institucional e GFCR.

I. Esta relação é paradigmática do exemplo do modelo agencial. Padece, igualmente com a relação entre empreendedor e GFCR, do efeito de risco moral devido a *multitasking*¹⁶². No primórdio do investimento os investidores celebram um acordo onde é estatuído o *lock-in*¹⁶³ com os GFCR, assumindo um investimento de longo prazo numa empresa em início de desenvolvimento ou expansão com a conseqüente impossibilidade de levantamento do seu capital em momento anterior à liquidação do fundo¹⁶⁴. Naturalmente, cada investidor institucional espera que o GFCR conceda mais atenção na fomentação do sucesso e valorização do fundo onde investiu. Porém devido ao *closed end* de cada fundo de investimento o GFCR necessita de manter a capacidade de angariação de novos investimentos e constituição de novos fundos durante o período de administração para assegurar a sua continuidade. A alocação deste tempo para a angariação de capital não beneficia o crescimento do valor dos fundos já estruturados e o investidor não tem como reestruturar o seu capital devido ao acordo previamente celebrado de *lock-in*. Este conflito de interesses relativamente à alocação do capital pode ser mitigado através de maior transparência dos GFCR ou renegociando com os investidores acesso a mais informação atendendo ao limite gerencial¹⁶⁵. Outra forma de estabelecer a atenção do GFCR no fundo e restringir a angariação de fundos de estratégia de investimento similar, será através de um acordo preventivo de estipulação de uma taxa mínima de retorno a pagar aos investidores antes do pagamento da

¹⁶¹ WAN WONGSUNWAI, *Does Venture Capitalist Quality Affect Corporate Governance?*, Harvard University, 2007, disponível em <http://hbs.edu>.

¹⁶² DOUGLAS CUMMING e SOFIA JOHAN, ob.cit. nota 135, pp.36-37.

¹⁶³ O contrato que contém as normas de regulação da relação entre investidor e GFCR é o Acordo de Parceria (Partnership Agreement) que estabelece essencialmente as normas remuneratórias de ambas as partes, v. ANDREW METRICK E AYAKO YASUDA, ob. Cit. nota 67, pp. 30-42.

¹⁶⁴ DAREK KLONOWSKI, ob.cit. nota 51, pp.158.

¹⁶⁵ WILLIAM BIRDTHISTLE e M. TODD HENDERSON, *One Hat too Many?: Investment Desegregation in Private Equity*, Chicago Law Review, Vol. 76, n.º1, 2009, pp. 45- 82, a natureza dos Limited Partners implica o afastamento total de qualquer forma de gestão do fundo.

participação nos lucros dos GFCR¹⁶⁶. No início do investimento o GFCR tem de relatar e divulgar com base no princípio da transparência todos os honorários que recebem das empresas portfolio como de monitorização e de gestão, nos casos em que o suceda.

II. Os GP entram sempre para uma relação de longa duração, consequentemente parte do sucesso de angariação de fundos é a reputação que mantém na gestão de cada fundo. Esta reputação serve de bitola para a avaliação dos GFCR e o risco reputacional mantém alinhados os interesses de ambas as partes.¹⁶⁷ Um bom GFCR aceita de bom grado contratos que prevejam a sua compensação fortemente agregada ao desempenho e aos retornos do investimento; é explícito que a sua performance é analisada e revista pelo menos todos os anos e no caso de terem comportamentos oportunistas ou incompetentes, são-lhes negados os acessos aos fundos. No inverso da relação, os investidores podem causar dano ao fundo e ao GFCR no caso de incumprimento das suas obrigações. Embora os fundos estabeleçam fortes medidas sancionatórias, por vezes os GFCR encontram-se relutantes no exercício dessas medidas, de modo a preservar uma relação duradoura ou lucrativa com um investidor. Nestes casos a actuação será sempre no interesse do fundo e dos investidores cumpridores.

Novo conflito pode suceder se diferentes investidores e diferentes fundos conciliarem diversos tipos de participações numa empresa gerida pelo mesmo GFCR, se a participação for de dívida (e.g obrigações) e outra de capital próprio, o conflito surge no crescimento da empresa participada e o GFCR terá de resolver qual a melhor oportunidade de valorização e de recebimento de rendimentos, se em função de obrigações ou de acções, renegando em qualquer altura um dos fundos¹⁶⁸.

8.1.3. Outras relações

Não só nas relações modeladas à teoria da agência são encontrados conflitos de interesses. Outras relações organizativas da estrutura do financiamento em capital de risco padecem de conflitos,

¹⁶⁶ DANIEL COVITZ e NELLIE LIANG, *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, Janeiro 2002, disponível em <http://bis.org/publ/cgfs19board1.pdf>.

¹⁶⁷ KLAAS P. BAKS e LAWRENCE M. BENVENISTE, *Alignment Interest in the Private Equity Industry*, Julho 2010, pp.1-15, disponível em http://goizueta.emory.edu/faculty/cai/documents/ECAI_Alignment.pdf.

¹⁶⁸ ROBERT P. BARTLETT, III, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, University of Georgia, School of Law, Research Paper no. 06-006, Março 2006, pp. 37-115, disponível em <http://ssrn.com/abstract=893906>

I. Relação entre investidor e empreendedor

O potencial conflito surge nesta relação devido à assimetria de informação entre as duas partes onde o empreendedor assume maior conhecimento dos planos do negócio, do projecto em si mesmo e o investidor desinformado é induzido numa dinâmica de *market for lemons*¹⁶⁹ (selecção adversa). A manifesta experiência dos GFCR no mercado permite-lhes assimilar melhor cada projecto e fazer a distinção entre aqueles que se caracterizam pela qualidade e perspectiva de valorização. Como tal, as SCR interpõem-se nesta relação enquanto intermediários de modo a que o problema de selecção adversa não seja tão grave como com investidores ordinários num investimento directo.

II. Entre investidores

O conflito nestes casos resulta entre investidores de fundos diferentes sob gestão do mesmo GFCR como visto e entre investidores do mesmo fundo. Nestes casos, o GFCR deve prosseguir a gestão em concordância com o interesse do fundo objectivamente observado. Todavia, há cláusulas que incitam a conflitos de interesses entre os investidores sindicados num investimento directo de uma empresa e até entre estes e os GFCR. Um dos exemplos é a cláusula *pay to play*¹⁷⁰ que implica o “pagamento” constante de um investidor durante os futuros rounds de financiamento do fundo de modo a continuar a “jogar” (para não dar azo à conversão das acções preferenciais em acções ordinárias), ou seja, enquanto cláusula anti-diluição prevê que os investidores presentes nesses processos (e.g. aumento de capital) de financiamentos futuros sejam aqueles que beneficiam da cláusula anti-diluição.

Num primeiro momento, esta cláusula parece benéfica pois implica que os investidores se manifestem previamente no acompanhamento de todo o ciclo do investimento, caso contrário perderão os direitos associados às acções preferenciais pois estas converter-se-ão em acções ordinárias. Assim, esta cláusula garante que todos os investidores concordem *a anteriori* nas regras necessárias à participação em financiamento futuros. Embora seja um incentivo aos investidores, achamos que se trata de uma forma de comportamento oportunista pelos GFCR ou pelo investidor principal. Vejamos o exemplo de um caso onde este esbanje dinheiro, devido a má gestão ou a

¹⁶⁹ GEORGE AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, n.º3, 1970, pp.488-500.

¹⁷⁰ ROBERT P. BARTLETT, III, ob.cit. nota 168.

políticas de remuneração excessivas para o comportamento empresarial, a solução do GFCR será o pedido de financiamento de um novo *round* aos investidores numa sessão contínua de *bail-out* pelos investidores que, ou participam ou são financeiramente dilacerados. O caso de uma empresa semente ou start-up é paradigmático desta situação, onde os primeiros investidores são *business angels* que assumem um comportamento de não participar em financiamentos posteriores, não devido a um impacto negativo da empresa mas simplesmente pela natural e inerente restrição de capital destes investidores primários. Parece-nos que se trata de uma cláusula injusta, principalmente para os *business angels* por alterar unilateralmente as condições de financiamento e que acaba por premiar a má gestão.

III. Nos fundos

Os fundos que implicam um pertinente conflito de interesses são os fundos cativos que estão ligados a uma instituição financeira ou empresa do grupo. Há um risco que as decisões de investimento sejam guiadas pelo objectivo de criar lucro da empresa mãe o que pode não ser consistente com a criação de lucros para o fundo e os seus investidores, a solução passa pela inserção de uma equipa de gestão completamente independente.

8.2. Conflitos de interesses: dicotomia no âmbito do CR no direito português

No direito português, o CR é visto como uma forma de gestão de activos sob a autoridade de ICR e SCR que podem investir directamente ou por FCR. Através destes a estrutura organizativa será mais complexa do que nos outros casos, facilmente remetidos para situações típicas de conflitos de interesses nas sociedades comerciais¹⁷¹. Aquando da constituição de FCR, há três interesses em possível conflito como visto ao longo deste trabalho, entre os promotores e os investidores do fundo, estes e os gestores do fundo e entre os gestores e os promotores. Nos acordos parassociais celebrados, é manifesta a importância das condições de entrada, de saída e dos mecanismos de resolução de conflito de interesses. Estes últimos fundamentam-se no art.64.º CSC¹⁷² que concretiza o dever de cuidado, de diligência (subsumido naquele)¹⁷³ e o dever de lealdade. Daquele primeiro dever depende o padrão de comportamento e a licitude da sua conduta, não nos parecendo no caso de CR que seja

¹⁷¹ Ver nota 131 e 132.

¹⁷² Não só para os administradores mas para os fiscalizadores.

¹⁷³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ob. cit. Nota 104.

dirigida apenas à formulação de lucro para os accionistas pois estes têm interesses conflitantes¹⁷⁴, mas sim para a criação de valor da empresa através da boa gestão empresarial que beneficiará ambas as partes. O dever de lealdade pretende evitar a sobreposição do interesse pessoal do administrador ao da sociedade e que obriga a certos deveres já vistos (v. ponto 8.1.1) como a obrigação de não actuação ou afastamento em casos de conflitos. Junto com estes deveres, o CSC consagrou uma regra procedimental de exclusão de responsabilidade, a *business judgement rule* (art.72.º/2) em conformidade com a responsabilidade por actos ilícitos na actividade da administração e do art.799.º CC do ónus da prova de culpa.

As grandes sociedades anónimas abertas começam a introduzir um pilar essencial no direito norte-americano ditado pelos escândalos financeiros, os administradores independentes enquanto mecanismo destinado a mitigar conflito de interesses ao reterem a função de supervisão da gestão da sociedade. Pelo trabalho da CMVM, o administrador independente foi reconhecido em Portugal como aqueles que não *estejam associados a quaisquer grupos de interesses específicos na sociedade ou que se encontrem nalguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise e de decisão*¹⁷⁵ necessariamente não executivo com o papel de acompanhar e fiscalizar a gestão societária.

V- Conflitos de interesses na Directiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos

9. Enquadramento da Directiva na indústria do CR

No contexto da crise financeira iniciada em 2007¹⁷⁶, a Comissão europeia elaborou uma proposta de directiva com vista a regular GFIA (*hedge funds* e *private equity*) apresentada em Abril de 2009. A criação de um mercado europeu harmonizado para os serviços financeiros

¹⁷⁴ GFCR querem mostrar diligência na gestão do financiamento dos investidores institucionais e proporcionar o respectivo lucro ao invés o promotor beneficia com o crescimento da empresa, havendo conflito em transações que podem beneficiar os investidores no curto prazo em detrimento do desenvolvimento sustentável da sociedade participada.

¹⁷⁵ CMVM, *Regulamento da CMVM n.º7/2001*, disponível em <http://www.cmvm.pt>.

¹⁷⁶ A crise não foi causada pelo colapso da indústria de hedge funds ou por falha de mercado das empresas participadas por capital de risco. A regulação impôs-se pelo possível contributo destes dois instrumentos aquando do recurso a alavancagem (leverage), assim como o envolvimento dos hedge funds nas transacções de short-selling v. Exposição de Motivos da Proposta de Directiva de Abril 2009.

tem sido um dos objectivos estratégicos da UE impulsionada pela abertura do mercado de *private equity*, principalmente após o boom *dot.com* que influenciou a sua importância na Europa quando até então era considerado apenas um nicho do sector financeiro. Como em qualquer crise financeira, a solução compreende-se com a ideia de regulação acometida à sua causa, neste caso, a crise colocou um alvo legítimo na identificação e mitigação do risco sistémico. A grande preocupação de propagação daquele devido ao mercado de CR é o recurso massivo ao financiamento de dívida (cerca de 75%) por várias sociedades de *private equity*, e *mutatis mutandis* grandes níveis de acumulação de dívida criam maior risco, tema recorrente de várias crises¹⁷⁷. Não obstante essa percepção, nada é argumentável para justificar a criação de más políticas de regulação do qual é exemplo paradigmático a Proposta da Directiva¹⁷⁸. A consequência foi a inaceitação e crítica dos agentes de CR que, organizados em lobbys¹⁷⁹ apresentaram propostas de alteração pelo que a Directiva aprovada em Novembro de 2010 pelo Parlamento Europeu é comparativamente irreconhecível¹⁸⁰.

Enquanto a Directiva parece erigida de acordo com *one size fits all* uma vez que inclui o investimento em *hedge funds*, *private equity* e *venture capital*¹⁸¹, a Comissão Europeia através da Direcção- Geral do Mercado Interno e dos Serviços tomou um passo importante ao evidenciar a unicidade do *venture capital* num documento de consulta pública¹⁸². Este

¹⁷⁷ PETER MORRIS e LUDOVIC PHALIPPOU, *How Regulators Could Help Private Equity*, Junho 2011, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1762840>.

¹⁷⁸V. Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2009/0064 (COD) e DAVID HAARMEYER, *The AIFM directive: a destructive policy for private equity and EU Economics*, 2010, disponível em <http://www.altassets.com/private-equity-features/article/nz18586.html>. Indica os valores de milhares de milhões que a indústria perderia caso a proposta fosse aprovada.

¹⁷⁹ CAPITAL E CORPORATE - NEWSLETTER, *Directiva Europea de Fondos de Gestión Alternativa – El Capital Riesgo no es la Causa de la Crisis, sino una posible solución*, Julho, 2010.

¹⁸⁰ PETER MORRIS et al. ob. cit. Nota 177, embora tivesse sido alvo de uma reestruturação, os autores afirmam que se trata claramente de uma Directiva apontada para hedge funds e o capital de risco foi incluído para demonstrar que a União Europeia riscou esse ponto da lista.

¹⁸¹ Crítica por a Directiva não ser adequada para o investimento em *venture capital*, v. EVCA, *Impact of the Proposed AIFM Directive on Venture Capital*, Julho 2010, disponível em <http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/default.aspx?id=5574>.

¹⁸² DIRECÇÃO- GERAL DO MERCADO INTERNO E DOS SERVIÇOS, *Consultation on a New European Regime for Venture Capital*, Junho 2011.

documento segue o *Acto para o Mercado Único*¹⁸³, que se encontra em sentido diverso da Directiva no que diz respeito à implementação de um mercado europeu de capital de risco para o crescimento e desenvolvimento das PME's. Com o término do período de consulta, a Comissão Europeia publicou uma Proposta para o Regulamento de Fundos Europeus de Venture Capital¹⁸⁴ de modo a assegurar o acesso dos fundos a investidores de todos os mercados. Para tal, pretende aprovar um único regime europeu simplificado¹⁸⁵ para investidores qualificados, sujeitos a um registo no seu país de origem, que em Portugal deverá ser da competência da CMVM tal como sucede no regime interno do DL n.º375/2007.

9.1. A Directiva 2011/61/UE relativa aos GFIA. Uma introdução.

A presente Directiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimentos alternativos foi publicada no JOUE a 1 de Julho de 2011, com entrada em vigor no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação no jornal oficial (art.70.º), dia 21 de Julho do mesmo ano. O prazo para a sua transposição pelos Estados Membros está prevista para o dia 22 de Julho de 2013 (art.66.º) com excepção de algumas matérias, entre as quais as normas do passaporte de países terceiros. A Directiva é regida pelo processo Lamfalussy¹⁸⁶ encontrando-se ao tempo deste trabalho no Nível 2 que estabelece as suas bases no parecer técnico submetido pela AEVM/ESMA¹⁸⁷ pressupondo a realização de consultas públicas para a sua elaboração e

¹⁸³ COMISSÃO EUROPEIA, *Acto para o Mercado Único – Doze Alavancas para estimular o crescimento e reforçar a confiança mútua – “Juntos para um novo crescimento”*, Bruxelas, Abril 2011, pp. 5, disponível <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:PT:PDF>.

¹⁸⁴ COMISSÃO EUROPEIA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds*, Bruxelas, Dezembro 2011, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/investment/venture_capital_en.htm.

¹⁸⁵ Ao longo do trabalho da Directiva faremos a contraposição da Proposta de Regulação de *Venture Capital*.

¹⁸⁶ Processo legislativo implementado em Março de 2001 na 2335.ª Sessão do Conselho Europeu de Estocolmo sobre os aspectos Ecofin após a apresentação do relatório sobre a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários do Comité de Sábios presidido por Alexandre Lamfalussy (Fevereiro de 2001). De modo a tornar mais célere o processo legislativo comunitário, o relatório aborda um novo procedimento para a legislação europeia em matéria de serviços financeiros dividido em quatro níveis (princípios gerais- Nível 1, medidas de execução- Nível 2, cooperação- Nível 3 e aplicação- Nível 4). V.2335.ª Sessão do Conselho Europeu disponível em

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=PRES/01/102&format=HTML&aged=0&language=PT&guiLanguage=pt> e o próprio relatório do Comité de Sábios disponível http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf.

¹⁸⁷ Substituiu o CESR com efeito desde dia 1 de Janeiro 2011.

posterior aprovação pela Comissão Europeia dos regulamentos de execução. Esta fase implica requerimentos técnicos detalhados destinados a aperfeiçoar ou emendar matéria do nível 1 (Directiva *per se*), desde que de acordo com o estipulado na própria Directiva e com as limitações nela indicadas.

9.2. Âmbito da Directiva

De acordo com o art.2.º da Directiva esta aplica-se, a todos os GFIA da U.E (independentemente se o(s) fundo(s) gerido(s) é europeu ou não), aos GFIA extra-U.E (sem sede social num Estado Membro) que gerem um ou mais FIA da UE¹⁸⁸, e aos GFIA extra-U.E. que comercializam um ou mais FIA na U.E. (independentemente se o FIA é extra ou U.E.). Para efeito da aplicabilidade da Directiva é irrelevante se os FIA são de tipo aberto ou fechado, a legislação sob o qual foram constituídos e a sua forma jurídica e a estrutura jurídica do GFIA.

A Directiva atenta na exigência de capital a fim de garantir a continuidade e a regularidade de gestão de FIA numa norma conivente com o princípio da proporcionalidade, o GFIA que seja um FIA gerido internamente necessita de um valor mínimo de capital inicial de 300 mil euros enquanto que os GFIA nomeado gestor externo de FIA necessita de metade desse valor¹⁸⁹. O FIA para efeitos da presente Directiva entende-se, como no art.4.º, por um organismo de investimento colectivo, incluindo os respectivos compartimentos de investimento que, reúna capital junto de um certo número de investidores, tendo em vista investi-lo de acordo com uma política de investimento definida em benefício desses investidores e não requeira autorização ao abrigo do artigo 5.º da Directiva OICVM 2009/65/CE.

Embora a Directiva faça referência à sua regulação de *hedge funds* e fundos de *private equity*, notamos que de acordo com a definição de FIA, o seu âmbito é muito mais alargado. É condição indispensável e característica da Directiva a inqualificabilidade dos FIA como fundos OICVM, inferindo-se a sua aplicação a uma ampla variedade de fundos como imobiliários, fundos de fundos, fundos de dívida, fundos de *buy-outs*, fundos de *venture capital* ou fundos de energia.

¹⁸⁸ Art. 4.º n.º 1k), é um FIA da U.E aquele que está autorizado ou registado num Estado Membro nos termos da lei nacional aplicável ou aquele que não contém aquelas características mas tem sede social ou administração central num Estado Membro

¹⁸⁹ Art. 9.º da Directiva.

A Proposta é aplicável a,

- i) gestores de organismos de investimento colectivo que invistam pelo menos 70% do seu capital agregado e capital comprometido não exigido em activos que sejam capital próprio ou equiparado (fundo elegível de CR), sujeitos a registo junto da autoridade competente do seu Estado Membro;
- ii) desde que esses gestores administrem fundos elegíveis de CR cujos activos sob gestão não excedam um limite de 500 milhões de euros;

O limite monetário foi basilar na decisão de regular os FCR fora da Directiva pois esta consagra um regime mais favorável a fundos que não recorram a alavancagem e não concedam direitos de reembolso durante 5 anos aos seus investidores quando o valor agregado dos FIAs for inferior a 500 milhões de euros¹⁹⁰. Um GFIA abrangido por esta categoria apenas necessita de um registo junto das autoridades reguladoras competentes, ao invés do pedido de autorização. De acordo com a EVCA, 98% dos fundos de venture capital estão abaixo desse valor monetário¹⁹¹, conseqüentemente caíam na alçada do regime mais favorável, mas a um custo muito superior pois não beneficiariam de quaisquer direitos garantidos pela Directiva, sem prejuízo da possibilidade de *opt-in*, caso em que lhes seria inteiramente aplicável¹⁹².

9.3. Os conflitos de interesses no âmbito da Directiva.

Os requisitos desta Directiva são semelhantes aos previstos na DMIF¹⁹³, embora particularmente adaptados a conflitos de interesses que possam surgir no seio da gestão dos FIAs. As disposições relativas a conflitos de interesses pretendem insurgir sobre os GFIA metodologias de monitorização e de avaliação sobre os FIAs e estão sujeitos a actos delegados pela Comissão Europeia¹⁹⁴. Ao encontro de um mercado comum de comercialização de activos e fundos de investimento alternativo pretende-se que na inclusão

¹⁹⁰ Assim como a fundos que recorram ou não ao efeito de alavanca quando o valor agregado do FIA não exceda, no total, 100 milhões de euros, v. Directiva art. 3.º/2 alínea a).

¹⁹¹ COMISSÃO EUROPEIA, ob.cit. nota 161.

¹⁹² Art.3.º/4.

¹⁹³ Embora esta Directiva não seja aplicável ao capital de risco em Portugal, em outros países europeus conjuntamente com o normativo aplicável ao investimento, podem ser aplicáveis algumas normas da DMIF.V. EVCA, *MiFID – Technical Briefing Note, an EVCA Special Paper*, 2008, pp.9-43.

¹⁹⁴ Art.56.º, a adopção dos actos delegados é conferido por um período inicial de quatro anos a contar de 21 de Julho de 2011.

de elementos técnicos como esses actos delegados “*para especificar o tipo de conflitos de interesse que os GFIA’s devem identificar, bem como as medidas razoáveis que os GFIA’s deverão aplicar em termos de estruturas e procedimentos administrativos e de organização para identificar, prevenir, gerir, acompanhar e divulgar os referidos conflitos de interesses*”¹⁹⁵ se diminuem problemas agenciais na estrutura de capital de risco em sentido lato de modo a criar uma abordagem coesa e coerente na gestão destes instrumentos.

A Proposta estabelece a matéria relativa aos conflitos de interesse no art. 8.º e na esteira da Directiva apela a uma política preventiva de identificação e evitação desses conflitos. No caso do seu insucesso está prevista a monitorização e gestão desses conflitos e a sua divulgação a fim de impedir a afectação adversa aos interesses dos fundos e dos seus investidores, e que não sejam tratados equitativamente. A divulgação dos conflitos de interesses é fornecida após reconhecimento que as políticas de prevenção não são suficientes para garantir, com confiança razoável que os riscos de danos nos interesses dos investidores serão evitados. O mesmo artigo ainda identifica quais os conflitos de interesses que possam surgir e devem ser especialmente identificados pelo gestor,

- entre os GFCR, as pessoas que efetivamente conduzem os negócios do GFCR, empregados ou qualquer pessoa que direta ou indiretamente controla ou é controlada pelo GFCR, e o fundo de capital de risco geridos pelo GFCR ou os investidores nesses fundos;

- entre o fundo de capital de risco ou investidores nesse fundo, e um outro fundo de capital de risco gerido pelo mesmo GFCR ou investidores nesse fundo. E tal como a Directiva, esta matéria está sujeita a actos delegados da Comissão.

9.3.1. As relações previstas no art. 14.º

A matéria dos conflitos de interesses previstos no art.14.º estão sujeitos a actos delegados pela Comissão Europeia em relação aos tipos de conflitos de interesses referidos naquele artigo e ainda quanto às medidas a tomar pelos GFIA’s para “*identificar, prevenir, acompanhar e divulgar conflitos de interesses*” (art. 14 n.º4 alinea b)). Tal deve-se ao artigo em questão referir possíveis conflitos de interesses entre determinadas partes e não identificar quais os conflitos que podem assomar naquelas relações. A natureza subjectiva dos conflitos presentes neste artigo é delimitada pela necessária intervenção de um cliente, assim subsumível a este preceito normativo.

¹⁹⁵ Parágrafo 81 da Directiva.

Enquanto gestor, o GFIA deve tomar “*todas as medidas razoáveis para identificar a possível ocorrência de conflitos de interesses no decurso da gestão dos FIAs entre:*”¹⁹⁶

- a. Art.14.º n.º 1, al. a) – o GFIA (dirigentes, empregados e pessoas com eles directa ou indirectamente ligadas por uma relação de controlo) e o FIA por si gerido ou os investidores desse FIA;

Previne-se nesta alínea os casos em que o GFIA coloca os seus interesses privados em detrimento do FIA ou dos seus investidores, como é o caso,

- de uma das pessoas ligados ao GFIA ou este, por uma situação de controlo estar interessado numa empresa participada cujos valores mobiliários estão a ser geridos em benefício do fundo;

- do gestor agir como agente do fundo relativamente a transações em que este ou uma das pessoas ligadas ao GFIA está também a agir como agente por conta de outro cliente;

- do GFIA ou pessoa a ele ligada receber remuneração ou outros benefícios pelo envolvimento em transações que envolvam empresas participadas pelo fundo.

- na possibilidade do tamanho monetário do fundo não ser contratado relativamente aos seus máximos, aquele será incrementado para beneficiar a gestão que é remunerada com uma percentagem do mesmo e em detrimento dos investidores.

É a única alínea que demonstra o conflito entre o GFIA e um cliente, o FIA, as restantes delimitam as relações entre este e outros clientes do GFIA. Todavia, há situações de sindicância de GFIAS para investimento de fundos que dão azo a conflitos internos entre ambos e que deveriam estar presentes na Directiva.

- b. Art.14.º n.º 1, al. b) – o FIA ou os investidores desse FIA, e o outro FIA ou os investidores desse FIA,

Neste caso o GFIA terá de tomar medidas relativamente aos conflitos emergentes entre o FIA sob sua gestão e outro FIA. São situações conflituosas especialmente se os fundos participarem em empresas com o mesmo ou similar objecto e tais investimentos forem seleccionados pelo GFIA. Esta alínea parece-nos estranha ao corpo subjectivo do conflito de

¹⁹⁶ Tratamos apenas dos potenciais conflitos em sede de *Private Equity* e *Venture Capital* e não de outros instrumentos ou fundos como *hedge funds*.

interesses assente no cliente pois “outro FIA” não é integrado como cliente do GFIA, se assim o fosse caberia no âmbito da alínea c). Parece-nos que esta alínea pretende acautelar possíveis conflitos entre um FIA cliente e um fundo que será cliente, cabendo também nesta acepção, a relação conflitual com um FIA de alimentação (art.4.º/1 m)).

c. Art.14.º n.º 1, al. c) - o FIA ou os investidores desse FIA, e outro cliente do GFIA;

Ressalva as situações em que haja incentivos financeiros ou de outra natureza de modo a privilegiar um cliente ou grupos de clientes, como OIVCM e os interesses dos investidores do FIA em detrimento de outros investidores clientes do GFIA. Importa regular a situação do conflito ser triangular, onde o GFIA entra em conflito com dois ou mais fundos, *eg*, no caso de uma transação ser efectuada pelo GFIA por ser mais vantajosa no curto prazo para si e um primeiro fundo em detrimento de uma decisão de maior valorização para o segundo fundo.

d. Art.14.º n.º 1, al. d) – o FIA ou os investidores desse FIA, e um OICVM gerido pelo GFIA ou os investidores desse OIVCM; ou

e. Art.14.º n.º 1, al. e) – Dois clientes do GFIA.

Estas alíneas apontam para o conflito na gestão e nas relações do GFIA com outros instrumentos financeiros que façam parte da sua carteira e diferentes investidores ou contrapartes. Pessoas que trabalhem directa ou indirectamente com o GFIA podem ter maior interesse na salvaguarda do FIA do que do OIVCM, o mesmo sucedendo com os interesses dos diversos investidores. A última alínea abarca as situações de investidores qualificados previamente à constituição de fundos e aos empreendedores que pretendem ser financiados pelos GFIA.

A Proposta não estatuí tantas alíneas para a determinação de possíveis conflitos de interesses, prevê particularmente no art.8.º os conflitos entre os gestores do fundo e as pessoas que efectivamente o gerem, empregados ou qualquer pessoa que directa ou indirectamente controla ou é controlado pelo gestor do fundo, entre este e o fundo em si ou os seus investidores¹⁹⁷. E ainda entre o fundo ou os seus investidores e outros fundos de *venture capital* geridos pelo mesmo gestor ou os seus investidores¹⁹⁸.

9.3.2. - Conflitos de interesses e delegação de funções.

¹⁹⁷ Em concordância com o art.14.º alínea a) da Directiva.

¹⁹⁸ Em concordância com o art.14.º alínea b) e c) da Directiva.

Como princípio geral, o GFIA pode delegar funções a terceiros mediante as condições estabelecidas nas alíneas do art. 20.º/1 da Directiva. Estas normas sofreram consideráveis alterações desde a proposta apresentada que apenas contemplava a delegação de funções de gestão para outro GFIA da UE. O limite da Directiva para o alcance possível da delegação de funções ainda está por determinar nos actos delegados da Comissão, materialmente o GFIA não poderá delegar funções até ao ponto de não ser considerado gestor do FIA mas mero endereço postal “*letter-box entity*”. Este artigo não deixa claro a sua aplicação a todas as funções do GFIA ao considerar ainda o parágrafo 79 que aponta o âmbito do artigo às funções fundamentais do Anexo I da Directiva (gestão de carteira e gestão de risco). A delegação de funções exige a comunicação prévia ao regulador nacional do fundo e o cumprimento de certas condições a determinar pela Comissão. O GFIA deve justificar objectivamente a estrutura da delegação sem impedir a gestão no melhor interesse dos investidores, com o limite da delegação¹⁹⁹ de gestão de carteira e de risco serem delegadas a uma entidade autorizada e supervisionada sem prejuízo da prévia do regulador do GFIA. Esta delegação é expressamente proibida a uma entidade que entre em conflito com o GFIA e ao depositário ou a um delegado deste.

9.3.3. – Conflitos de interesses e o depositário.

Os depositários desempenham uma função essencial na salvaguarda dos interesses dos investidores, nomeadamente na guarda e administração dos instrumentos financeiros. Como resposta a esquemas fraudulentos do uso indevido do capital dos investidores exemplificado pelos fundos Madoff, a Directiva faz alterações potencialmente despendiosas para a gestão dos FIAs em muitas jurisdições europeias²⁰⁰. De modo a evitar conflito de interesses, um GFIA não pode actuar como depositário nem confiar, como até então nos seus corretores e os GFIA têm de garantir que cada fundo sob a sua gestão tenha um depositário independente que aja de acordo com o interesse dos investidores e do FIA. A delegação de funções é proibida ao depositário com excepção dessa entidade separar funcional e hierarquicamente a gestão de carteira e gestão de risco de outras funções que possam ser conflituantes e ainda se identificar adequadamente os potenciais conflitos de interesses e os monitorizar, gerir e divulgar de forma transparente aos investidores do FIA.

¹⁹⁹ O delegado apenas pode ser uma entidade num país terceiro se existir um acordo de cooperação em vigor entre esse mesmo país e a jurisdição do GFIA.

²⁰⁰ EVCA, *AIFMD Essentials*, Dezembro 2010, disponível em <http://evca.com>.

VI - Conclusões.

Do presente, concluímos que a actividade de CR está dependente da organização financeira de cada país, relevante para os vários estádios do ciclo, principalmente para o desinvestimento, momento em que os investidores obtêm a grande fatia do lucro. No sistema norte-americano, assente numa política estruturada para o mercado de capitais, o IPO é a grande resposta à saída da empresa participada pelos VCs, assim como o raio de acção é no âmbito dos buyouts e financiamentos que recorrem à alavancagem, em empresas cotadas ou já estabelecidas no mercado. Ao invés, em Portugal o grosso do investimento beneficia as PME's, apresentando-se com uma participação minoritária nas empresas e a preferência na altura de desinvestir, seja em grandes empresas ou PME's, não passa pelo IPO mas sim pela venda no mercado a outros investidores e pela recompra pelos promotores²⁰¹.

No centro de uma crise financeira iniciada pelo *subprime* norte-americano a que os bancos ainda procuram dar resposta, a solução viável para o crescimento estatal é no apoio a empresas em desenvolvimento, disponibilizando capital e reduzindo o seu custo destacando o incentivo a esta actividade mediante a redução de impostos sobre os ganhos de capital para este tipo de investimentos. Assim como seria necessária a reformulação do regime do CR em razão das diferentes formas associadas a este investimento, fazendo a devida diferenciação entre *venture capital* e *private equity* no seguimento da regulação europeia (Proposta e Directiva, respectivamente). A dicotomia a assumir nas consequências de nível macro e microeconómico dos dois modelos implica a revisão dos poderes de regulação prudencial e comportamental da CMVM sobre os FCR e as SCR. Pelas diferenças estabelecidas entre as figuras ao longo deste trabalho, sublinhamos a importância de um regime mais favorável para o CR e os seus operadores ao calibrar a importância do investimento em *venture capital* comparativamente a *private equity* que comporta transações em sociedades abertas e que é financiado através de alavancagem, característica presente e constante da actual crise financeira. Deste modo, não só os IRC deveriam deter um normativo mais simplificado, como todo o agente que apenas dirigisse operações de *venture capital* e que não assumisse a alavancagem como meio de financiamento às PME's pois não constitui qualquer perigo de risco sistémico. Tal como sucede nos EUA, apenas os fundos de CR com determinado volume são registados na SEC, havendo ainda uma excepção para os fundos qualificados de *venture*

²⁰¹ ELISABETE PEREIRA, *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: a Perspectiva do Capital de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 32, Abril 2009, pp. 94-114, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Pages/Cadernos%20n.%C2%BA32.aspx>.

*capital*²⁰². Semelhante regime devia ser estabelecido para o mercado português de CR, sendo apenas registadas sociedades com transações que influenciassem o balanço do mercado, seja por ocorrerem em sociedades cotadas ou pelo volume de alavancagem que acarretam.

Para uma efectiva mitigação de conflitos de interesses no CR é imprescindível a diferenciação das figuras presentes pois a sua constituição e governação implicam diferentes regras, nomeadamente quanto aos deveres dos administradores no caso de sociedades anónimas cotadas e nas fechadas. E no que respeita à regulação de *venture capital*, as regras de autonomia privada presentes no CSC parecem-nos suficientes para o efectivo funcionamento da indústria, com o devido respeito pelas normas comunitárias a adoptar, principalmente no que diz respeito aos GFCR e FCR transfronteiriços. As normas contratuais sobre conflitos de interesses são basilares para um efectivo funcionamento de governação no âmbito de um investimento em CR, assim como os desenvolvimentos que vão surgindo na nossa legislação relativamente à independência dos administradores e às incompatibilidades no exercício da função, embora a CMVM e o CSC ainda não tenham resolvido a questão de qual normativo a aplicar em certos casos, evocando uma questão de dupla independência e de maior transparência nas relações societárias. O crescimento do CR em Portugal depende também da mudança da mentalidade conservadora enraizada na sociedade económica e da flexibilidade da regulação que ainda hoje parece excessiva para os agentes de *venture capital*.

²⁰² Estes fundos apenas podem investir em títulos de empresas portfólio elegíveis. Estas por sua vez não podem ser cotadas, não podem incluir alavancagem em ligação ao investimento do fundo, apenas podem usar o financiamento do fundo para fins de exploração e expansão e têm de ser empresas operacionais e não meros veículos de investimento. São requisitos que se encontram na Proposta da Comissão Europeia para o regime de *venture capital*.

ANEXO I – O CICLO DE CR

As start-up requerem montantes de capital substantivo e por se caracterizarem pelos activos intangíveis, alto risco e iliquidez, presentes em anos de resultados negativos, dificilmente têm perspectivas de obter financiamentos bancários. Daí os VC financiarem estes projectos com grande perspectiva de valorização comprando participações na empresa privada. A informação sobre oportunidades de investimento (*deal flow*) é crucial para as SCR que mantêm relacionamentos estratégicos com fornecedores de serviços como bancos, advogados ou consultoras. O sucesso de um FCR inicia-se na preparação e angariação dos fundos pois a insuficiência de capital a investir pode determinar a má performance do fundo²⁰³. O mercado da oferta é determinado pela vontade dos investidores fornecerem fundos às sociedades de capital de risco que por sua vez é fundamentada na taxa de retorno esperada pelo seu investimento. A procura é a quantidade de empreendedores que necessitam do capital das SCR e que tenham a probabilidade de oferecer determinada taxa de retorno.

O ciclo do CR envolve quatro fases,

I. Angariação/Recolha de capital;

Nesta fase as SCR voltam-se para os investidores institucionais e pessoas singulares abastadas de modo a angariar capital para constituírem um fundo.

II. Selecção das oportunidades de investimento;

Os VCs recebem inúmeras propostas para financiarem projectos variados e neste estágio seleccionam aqueles que têm maior potencial de valorização e de crescimento.

As empresas participadas devem ter em conta que na escolha de financiamento por CR, este é mais caro do que um financiamento bancário pois o empreendedor prescinde de uma parte do capital e dos lucros da empresa. Do mesmo modo, recebem serviços especializados para além do dinheiro *per se*. Num momento prévio ao estabelecimento do contrato e da participação na empresa escolhida, os VCs não prescindem do *due diligence*, ou seja, de uma auditoria à empresa como medida preventiva à transação.

III. Administração e assistência às empresas participadas;

²⁰³ ROGER KELLY, *The Performance and Prospects of European Venture Capital*, Working Paper 2011/09, EIF Research & Market Analysis, Luxemburgo, Maio 2011.

Aquando da escolha do projecto a desenvolver, os VCs promovem os seus serviços de gestão e de acompanhamento da empresa numa posição de *hands-on* na vida do investimento desta. Os VCs garantem uma posição de destaque nestas participações, obtendo lugar no conselho de administração ou enquanto detentor de participações privilegiadas.

IV. Saída ou desinvestimento;

O desinvestimento ou saída (*exit*) pode ser executado de seis²⁰⁴ formas distintas, e é o momento esperado pelos VCs e os seus investidores pois é com este que obtêm o maior lucro e retorno de capital, consoante a forma escolhida.

- i. Oferta pública de venda inicial (*Initial Public Offering*);
- ii. Venda Privada;
- iii. Venda a outras SCR;
- iv. Recompra pelos promotores;
- v. Liquidação;
- vi. Reorganização da empresa;

É essencial um mercado funcional para o desenrolar do processo de desinvestimento, esta característica é determinante para o desenvolvimento de uma industria de capital de risco, principalmente no que respeita à organização do mercado de capitais, por onde se opera a rentabilização das participações detidas através de operações públicas de venda²⁰⁵.

²⁰⁴ JOSEPH MCCAHERY, ob. Cit. nota 160.

²⁰⁵ LESLIE JENG, ob. Cit. Nota 7, revelam que um funcionamento activo de possibilidade de ofertas públicas de venda é o factor determinante para o mercado de capital de risco num país.

ANEXO II

01

Funds raised by type of investor in 2010 (incremental closings during year)

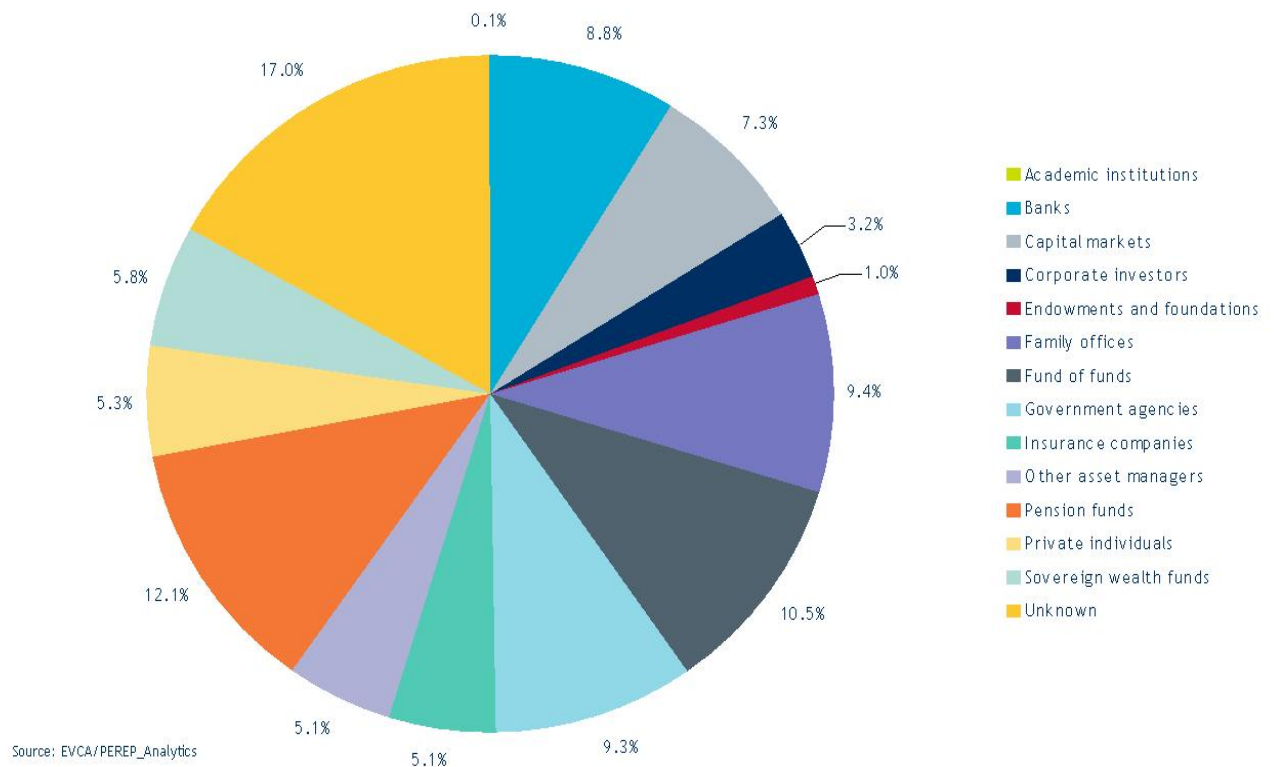


Gráfico da EVCA dos fundos angariados por tipo de investidor, disponível em <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414>.

BIBLIOGRAFIA

ACHARYA, VIRAL/ GOTTSCHALG, OLIVER/ HAHN, MORITZ/ KEHOE, CONOR, *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, Junho 2011, disponível em SSRN <http://ssrn.com/abstract=1324016>.

AKERLOF, GEORGE, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, [Quarterly Journal of Economics](#), Vol. 84, n.º3, 1970, pp.488-500.

AMIT, RAPHAEL/ BRANDER, JAMES/ ZOTT, CHRISTOPH, *Venture Capital Financing of Entrepreneurship: Theory, Empirical Evidence and a Research Agenda*, Blackwell Handbook of Entrepreneurship, 2000, pp.259-281

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DESENVOLVIMENTO, *Newsletter n.ºX*, Junho 2011, disponível em <http://www.apcri.pt/node/9>.

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Guida Pratica al Capitale di Rischio*, Itália, Junho 2000

ATANASOV, VLADIMIR/ IVANOV, VLADIMIR/ LITVAK, KATE, *The Effect of Litigation on Venture Capitalist Reputation*, Dezembro 2008, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343981>.

BANHA, FRANCISCO, *Capital de Risco, o Impacto da Fiscalidade*, Vida Económica, Porto, 1998, pp.29

BARLO, MEHMET/ INSI, EREN, *Banks versus venture Capital when the Venture Capitalist Values Private Benefits of Control*, Julho, 2010

BIRDTHISTLE, WILLIAM/ HENDERSON, M. TODD, *One Hat too Many?: Investment Desegregation in Private Equity*, Chicago Law Review, Vol. 76, n.º1, 2009, pp. 45- 82

BLACK, BERNARD/ GILSON, RONALD, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets- Banks versus Stock Markets*, Journal of Financial Economics, Vol. 47, n.º 3, 1998, pp.243-277, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1505901>.

BONINI, STEFANO/ ALKAN, SENEM/ SALVI, ANTONIO, *The Effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms*, Julho 2011, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=951665>.

BRITISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *A Guide to Private Equity*, Reino Unido, Fevereiro 2010

BROUGHMAN, BRIAN, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, Março 2009 disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1364133>.

- /JESSE FRIED, *Do VCs Use Inside Rounds to Dilute Founders? Some Evidence from Silicon Valley*, 2011

CÂMARA, PAULO, *Manual do Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, 2.^a edição, 2011, pp. 855.

- ed., *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, Janeiro 2010, LEITE BORGES, SOFIA, *O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira*, pp.316-418.

CAPITAL E CORPORATE - NEWSLETTER, *Directiva Europea de Fondos de Gestión Alternativa – El Capital Riesgo no es la Causa de la Crisis, sino una posible solución*, Julho, 2010.

CASELLI, STEFANO, *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, Elvedier, 2010

- *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, Elvedier, 2010, (pp.3-4)

CENDROWSKI, HARRY/ MARTIN, JAMES P./ PETRO, LOUIS W./ WADECKI, ADAM A., *Private Equity – History, Governance and Operations*, New Jersey, 2008

CHAVES DE MELLO, MARIA, *Dicionário Jurídico (Português-Inglês; Inglês-Português)*, 4.º ed., Dinalivro, 2008

COOKE, DARRYL, *Private Equity: Law and Practice*, Fourth edition, Sweet & Maxwell, Londres, 2011, pp. 2.

COMISSÃO EUROPEIA, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, p. 15, disponível em <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

- *Report of Alternative Investment Group: Developing Private Equity*, Julho, 2006, pp.11-12.
- *Acto para o Mercado Único – Doze Alavancas para estimular o crescimento e reforçar a confiança mútua – “Juntos para um novo crescimento”*, Bruxelas, Abril 2011, pp. 5, disponível <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:PT:PDF>.
- *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds*, Bruxelas, Dezembro 2011, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/investment/venture_capital_en.htm.

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco*, 2010

- *Regulamento da CMVM n.º7/2001*, disponível em <http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>.

CONSELHO EUROPEU, 2335.º *Sessão do Conselho Europeu* disponível em <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=PRES/01/102&format=HTML&aged=0&language=PT&guiLanguage=pt> e relatório do Comité de Sábios disponível http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual de Direito das Sociedades*, vol.I, 2.ºed, Almedina, Coimbra, 2007, p.217.

- *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (art.64.º/1 do CSC)*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66 – Vol. II, Setembro 2006.

- *O Levantamento da Personalidade Colectiva no Direito Civil e Comercial* Almedina, Coimbra, 2000, pp. 116.

CORNELLI, FRANCESCA / KARAKAS, O'GUZHAN, *Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?*, Fevereiro 2008, disponível em <http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20%28Cornelli,%20Karakas%29.pdf>.

COVITZ, DANIEL/ LIANG, NELLIE, *Recent Development in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns*, Janeiro 2002, disponível em <http://bis.org/publ/cgfs19board1.pdf>.

CRUICKSHANK, ERIK, *Adding Value in Private Equity: Lessons from mature and emerging markets*, Euromoney Books, Junho 2006, pp.25-26

CUMMING DOUGLAS, ed. *Private Equity – Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*/ BOTTAZZI, LAURA, “*Private Equity in Europe*”, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2010, pp.437-461.

- / MCCAREHY, JOSEPH, *Private Equity Regulation – A Comparative Analysis*, pp.359-393.
- / NA DAI, *The Rise of the PIPE Market*, pp.111-128.
- ed. *Venture Capital – Investment Strategies, Structures, and Policies*, John Wiley and Sons, Inc., Hoboken, 2010 – DESSI, ROBERTA, *Venture Capitalists, Monitoring and Advising*, pp.169-190.
- / WONG, ANDREW, *Angel Finance – The other venture capital*, pp. 71-110,
- /BRIAN BROUGHMAN, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital, Corporate Venture Capital Contracts*, *Journal of Alternative Investments*, 2006, pp. 40-53, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=946296>.
- *Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 30 pp. 155-184, 2006, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=261693>.
- /SOFIA JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting – An international Perspective*, Elsevier, Estados Unidos da América e Reino Unido, 2009, pp.33-34.

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.º ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp.94-95.

DEPONTE, KELLY, *An Overview of the Private Equity Distressed Debt and Restructuring Markets* em *The Guide to Distressed Debt and Turnaround Investing*, Private Equity International, Londres, 2010, pp.15-21.

DIOGO HORTA OSÓRIO, JOSÉ, *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por Leveraged Buy-out e a sua harmonização com o Direito Português*, Almedina, Coimbra 2001, pp. 137-263.

DIRECÇÃO- GERAL DO MERCADO INTERNO E DOS SERVIÇOS, *Consultation on a New European Regime for Venture Capital*, Junho 2011.

DUFFNER, STEFAN, *Principal- Agent Problems in Venture Capital Finance*, University of Basel, Department of Finance, Novembro 2003, disponível em http://www.econbiz.de/archiv1/2008/59468_principal_agent_problems.pdf.

EVCA, *Yearbook 2007 – Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*, Novembro 2007.

- *Impact of the Proposed AIFM Directive on Venture Capital*, Julho 2010, disponível em <http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/default.aspx?id=5574>.
- *MiFID – Technical Briefing Note, an EVCA Special Paper*, 2008, pp.9-43.
- *AIFMD Essentials*, Dezembro 2010, disponível em <http://evca.com>.

FRASER-SAMPSON, GUY, *Private Equity as an Asset Class*, West Sussex, 2007, (pp. 4-7).

FRIED, JESSE/ GANOR, MIRA, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, New York University Law Review, Vol.81, 2006, pp.967-1025, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=784610>.

GAUGHAN, PATRICK, *Merges, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 5.ª edição, John Wiley and Sons Inc., New Jersey e Canadá, 2011, pp. 20.

GREGORIOUS, GREG ed, *Encyclopedia of Alternative Investments* /KING, BRIAN, *Venture Capital*, Boca Raton, 2009, pp. 506-507.

GOMPERS, PAUL/ LERNER, JOSH, *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity, 1998, pp. 149-204.

- /JOSH LERNER, *The Use of Covenants: An empirical analysis of venture partnership agreements*, *Journal of Law and Economics*, vol. 39, 1996, pp. 463-98.
- *Grandstanding in the Venture Capital Industry*, *Journal of Financial Economics*, Vol.42, Setembro, 1996, pp. 133-156.

GOSH, SHIKAR/ NANDA, RAMADA, *Venture Capital Investment in the Clean Energy Sector*, Harvard Business School Entrepreneurial Management, trabalho n.º 11-020, Agosto 2010, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1669445>.

HAARMEYER, DAVID, *The AIFM directive: a destructive policy for private equity and EU Economics*, 2010, disponível em <http://www.altassets.com/private-equity-features/article/nz18586.html>.

HELLMANN, THOMAS, *Venture Capitalists: The Coaches of Silicon Valley*, Stanford University Press, Fevereiro 2000, pp.1-25.

- *IPOs, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, Setembro 2002.

HOGBOOM, JOHN *Private Investment in Public Equity: An Overview*, *New Jersey Law Journal*, vol. CLXXVII, n.º7, Index 621, Agosto 2004.

HOTCHKISS, EDITH/ MOORADIAN, ROBERT, *Vulture Investors and the market for control of distress firms*, *Journal of Financial Economics*, n.º43, 1997, pp.401-432.

ISTITUTO DE APOIO ÀS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS/ ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006.

JENSEN MICHAEL, *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems in Corporate Governance and Corporate Finance – An European Perspective*, Routledge, Abingdon, E.U.A e Canadá, 2008, pp. 11-51.

- / MECKLING, WILLIAM, *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3 n.º4, 1976, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

KAPLAN, STEVEN/ STROMBERG, PER, *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*, American Economic Review, vol. 91, n.º2, pp.426-430.

- /PER STROMBERG, *Financial Contracting: Theory meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, Review of Economic Studies, Vol.70, n.º2, 2003, pp.281-315.

KELLY, ROGER, *The Performance and Prospects of European Venture Capital*, Working Paper 2011/09, EIF Research & Market Analysis, Luxemburgo, Maio 2011.

KLEINSCHMIDT, MAIK, *Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value*, Hamburgo, 2006, pp.15.

KLONOWSKI, DAREK, *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave Macmillan, Nova Iorque, 2010, pp.16-17.

KUZNESKI, JOSEPH / LANDEN, RON, *Looking through the PIPE – Opportunities for Private Equity Investors*, newsletter da Weil, Gotshal & Manges LLP, Maio 2006, disponível em <http://www.weil.com/news/pubdetail.aspx?pub=8426>.

LANDIER, AUGUSTIN, *Start-Up Financing: From Banks to Venture Capital*, 2003, disponível em http://www-gremaq.univ-tlse1.fr/perso/landier%5Cpdfs%5Cbank_vc.pdf,

LAWTON, ADAM, *Taxing Private Equity Carried Interest Using an Incentive Stock Option Analogy*, Harvard Law Review, Vol. 121, n.º3, Janeiro 2008, pp.846-867.

LERNER, JOSH, *Venture Capitalists and the Oversight of Private Equity Firms*, Journal of Finance, n.º50, pp.301-318.

- / SCHOAR, ANTOINETTE, *Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 120, Oxford University Press, 2005, pp.223-246.

LESLIE JENG/ WELLS, PHILIPPE C., *The determinants of venture capital funding: evidence across countries*, Journal of Corporate Finance 6, n.º 3, Setembro, 2000 pp. 241-289.

LINDSEY, LAURA ANNE, *Blurring firm boundaries: the role of venture capital in strategic alliances*, Journal of Finance, n.º63, 2008, pp. 1137-1168.

LITVAK, KATE, *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, University of Texas Law and Economics Research Paper no. 29, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=555626>.

LOPES, ERNÂNI, *O Hypercluster da Economia do Mar*, Lisboa, Fevereiro, 2009, disponível em http://downloadsexpresso.aeiou.pt/expressoonline/PDF/HyperclusterMar_150509.pdf.

MASOUROS, PAVLOS, *Private Ordering and Corporate Governance: The case of venture capital*, 2009, disponível em <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:3450554>.

MASULIS, RONALD/ THOMAS, RANDALL, *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, University of Chicago Law Review, Vol. 76, 2009, pp.219, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1207858>.

MCCAHERY, JOSEPH A./ VERMULEN, ERIK, *Venture Capital Beyond the Financial Crisis: How Corporate Venturing Boosts New Entrepreneurial Clusters (and Assists Governments in Their Innovation Efforts)*, Corporate Law & EconomicsWork n.º. 1/2010, Maio 2010, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1617585>.

- /ERIK VERMEULEN, *Corporate Governance and Innovation – Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses*, Law Working Paper n.º 65/2006, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=894785>.

METRICK, ANDREW/ YASUDA, AYAKO, *Venture Capital and the Finance of Innovation*, 2.º edição, John Wiley& Sons Inc., Estados Unidos da América, 2011, Pp.524.

MEYER, THOMAS/ MATHONET, PIERRE-YVES, *Beyond the J-Curve – Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, John Wiley and Sons Ltd., West Sussex, 2005, pp. 28.

MILHAUPT, CURTIS, *The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate*, Northwestern University Law Review, Vol. 91, No. 3 (1997) disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=10184>.

MONTEIRO, MANUEL, *O Corporate Governance*, "O Economista: Anuário da Economia Portuguesa". - A. 18, nº 18 (2005), p. 95-98, também disponível em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=327&Itemid=21.

MORRIS, PETER/ PHALIPPOU, LUDOVIC, *How Regulators Could Help Private Equity*, Junho 2011, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1762840>.

OCDE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, p. 1, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

P. BAKS, KLAAS/ M. BENVENISTE, LAWRENCE, *Alignment Interest in the Private Equity Industry*, Julho 2010, disponível em http://goizueta.emory.edu/faculty/cai/documents/ECAI_Alignment.pdf.

P. BARTLETT, III, ROBERT, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, University of Georgia, School of Law, Research Paper no. 06-006, Março 2006, pp. 37-115, disponível em <http://ssrn.com/abstract=893906>.

PEARCE, RUPERT/ BARNES, SIMON, *Raising Venture Capital*, John Wiley and Sons Ltd., West Sussex, 2006, pp.11.

PEREIRA, ELISABETE, *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: a Perspectiva do Capital de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 32,

Abril 2009, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Pages/Cadernos%20n.%C2%BA32.aspx>.

POSER, TIMO, *The Impact of Corporate Venture Capital – Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company*, Wiesbaden, Março 2003 (pp.35-38).

SAHLMAN, WILLIAM, *The Structure and Governance of Venture-capital organizations*, Journal of Financial Economics, n.º27, pp. 473-521.

SCHMIDT, KLAUS, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, Journal of Finance 58 (3), 2003, pp. 1139–1165.

SHISHIDO, ZENICHI, *Sweat Equity as a Gift: Venture Capital Investments and Tax Law In Japan*, Março, 2009, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1370534>.

SMITH, D. GORDON, *Venture Capital Contracting in the Information Age*, The Journal of Small and Emerging Business Law, Vol. 2, n.º1, pp.133-175.

- *Team Production in Venture Capital Investing*, The Journal of Corporation Law, Vol. 24, n.º4, 1999, pp. 949- 974.

TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Private Equity Conflicts of Interest – Consultation Report*, Novembro, 2009.

ULRICH, NADINE, *Buyout Basics: Grundlagen von Buyouts*, Grin, Norderstedt, 2007, pp. 4-6.

WONGSUNWAI, WAN, *Does Venture Capitalist Quality Affect Corporate Governance?*, Harvard University, 2007, disponível em <http://hbs.edu>.

WRIGHT, MIKE/ AMESS, KEVIN/ WEIR, CHARLIE/ GIRMA, SOUFAREL, *Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect*, Corporate Governance : An International Review, n.º 17, 2009, pp.353-375.

YATES, GEOFF/ HINCHLIFFE, MIKE, *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, pp.4-7.

YITSHAKI, RONIT, *Venture capitalist-entrepreneur conflicts: An exploratory study of determinants and possible resolutions*, International Journal of Conflict Management, Vol. 19 n.º 3, 2008, pp.262 – 292.

- *Confidence in Cooperative Relations Between Entrepreneurs and VCs: The Role of Social and Formal Control Mechanisms*, Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC), 2007, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1059921>.