



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O Investimento em Capital de Risco
Os Conflitos de Interesses e os Seus Remédios

Juliana Isabel Faria Figueiras

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O Investimento em Capital de Risco

Os Conflitos de Interesses e os Seus Remédios

Juliana Isabel Faria Figueiras

Orientador: Professor Doutor José Engrácia Antunes

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022

Aos meus Pais, a quem devo tudo.

“É preciso sair da ilha para ver a ilha. Não nos vemos se não sairmos de nós.”

(José Saramago)

Agradecimentos

Aos meus Pais e Irmão, o maior dos agradecimentos. Por estarem sempre presentes. Pelas palavras certas nas horas precisas. Pelo apoio e pelos valores. Não há palavras suficientes para lhes agradecer. Devo-vos aquilo que não se compra.

Aos meus Avós, sinónimo de casa, serei eternamente grata por tudo aquilo que me ensinam.

Aos meus Amigos, aqueles que me acompanham sem me largarem a mão, agradeço o companheirismo, o apoio incondicional e as risadas.

Ao Professor Doutor José Engrácia Antunes, pela competência técnica e científica, por toda a atenção e disponibilidade dispensadas.

Resumo

A presente dissertação incide sobre as relações estabelecidas no âmbito do investimento em capital de risco, mais concretamente quanto aos diversos e múltiplos interesses de cada parte.

Após a compreensão do investimento em capital de risco como fenómeno económico e jurídico, traçam-se os interesses e os conflitos de interesses que surgem no seu âmbito, salientando-se a existência dos conflitos de interesses como uma idiosincrasia do capital de risco.

Visto que o financiamento através do capital de risco é uma forma de financiamento empresarial de extrema importância, enumeram-se soluções existentes na ordem jurídica para aquele que vê o seu interesse lesado aquando de um conflito de interesses.

Palavras-chave: capital de risco; conflitos de interesses; deveres fiduciários; responsabilidade.

Abstract

This dissertation focuses on the relationships established within the scope of private equity deals, more specifically regarding the diverse and multiple interests of each party.

After understanding private equity deals as an economic and legal phenomenon, the interests and conflicts of interests that arise in its scope are outlined, emphasizing the existence of conflicts of interest as an idiosyncrasy of private equity.

Since financing through private equity is an extremely important form of corporate financing, the solutions available in the legal system are listed for those whose interests are harmed in the event of a conflict of interest.

Keywords: private equity; conflicts of interest; fiduciary duties; liability.

Índice

Agradecimentos	6
Resumo	7
Abstract	7
Lista de Siglas e Abreviaturas	10
Introdução	11
Capítulo I – O Investimento em Capital de Risco	12
1. O Capital de Risco como Fenómeno Económico	12
1.1. Aspetos Gerais	12
1.2. Evolução Histórica	13
1.3. Comparação com Outros Tipos de Financiamento.....	15
1.4. Relevo Atual do Capital de Risco	16
1.5. Modalidades do Capital de Risco	17
2. O Capital de Risco como Fenómeno Jurídico	19
2.1. A Regulação Legal: Sua Evolução em Portugal e na Europa	19
2.2. O Regime Jurídico Português do Capital de Risco (RJCR)	22
2.3. As Entidades de Investimento em Capital de Risco	23
Capítulo II – Os Conflitos de Interesses no Capital de Risco	24
1. Noções Gerais.....	24
1.1. Interesse	24
1.2. Conflito.....	25
1.3. Conflito de interesses	25
1.4. Os Interesses no Capital de Risco	27
1.5. Ordem de Sequência.....	29
2. Os Conflitos de Interesses nas Sociedades de Capital de Risco (SCR).....	31
2.1. Relações Verticais	31

2.2. Relações Horizontais	33
3. Os Conflitos de Interesses nos Fundos de Capital de Risco (FCR)	34
3.1. Relações Verticais	34
3.2. Relações Horizontais	37
Capítulo III – Os Remédios Legais e Outros	38
1. O Problema	38
2. As Normas sobre Conflitos de Interesses no RJCR	40
3. As Normas Sancionatórias do RJCR	42
4. Meios Alternativos de Resolução de Conflitos	43
5. Recurso aos Tribunais	44
6. A Prevenção dos Conflitos de Interesses	46
Conclusão	48
Bibliografia	50

Lista de Siglas e Abreviaturas

Al(s).	alínea(s)
Art(s).	artigo(s)
CadMVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
Cfr.	Conforme/confronte
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DGFIA	Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo
<i>E.g.</i>	Por exemplo
EUA	Estados Unidos da América
EuSEF	European Social Entrepreneurship Funds
EuVECA	European Venture Capital Funds
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FCR	Fundo de Capital de Risco
ICR	Investidor em Capital de Risco
n. ^{o(s)}	número(s)
PME	Pequenas e Médias Empresas
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
RJCR	Regime Jurídico de Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado
SCR	Sociedade de Capital de Risco
SDR	Sociedade de Desenvolvimento Regional
SGFCR	Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco
SGOIC	Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo
SICR	Sociedade de Investimento em Capital de Risco
ss.	e seguintes
UE	União Europeia

Introdução

Um dos meios de financiamento das empresas portuguesas passa pelo capital de risco. Este encontra-se entre o autofinanciamento e o heterofinanciamento, devido ao facto de constituir uma entrada no capital social da empresa e, ao mesmo tempo, possuir um carácter temporário.

O capital de risco relaciona, assim, tanto o aporte de capitais para a empresa em questão, como o aconselhamento técnico no âmbito da sua gestão. É da possível ingerência de terceiros na gestão de uma empresa estranha que podem surgir conflitos entre os múltiplos interesses das partes. Se numa empresa não financiada por capital externo existem, por vezes, interesses desarmónicos, a intervenção de terceiros na sua gestão levará a que a dissonância entre interesses seja mais premente. Ora, é sobre os conflitos de interesses que surgem da atividade de capital de risco que se debruça este trabalho.

Marcamos o seu início com o Capítulo I, onde abordámos o capital de risco numa perspectiva económica e numa perspectiva jurídica. Na primeira, focamo-nos em perceber no que consiste o capital de risco, qual a sua importância e as suas modalidades. Na segunda, procurámos esmiuçar os ditames normativos do capital de risco e quem são os seus intervenientes. Esta exposição visa servir de contextualização para o objeto deste trabalho, de forma a que consigamos perceber em que circunstâncias ocorrem os conflitos de interesses.

Seguidamente, o cerne do trabalho – presente no Capítulo II – residirá nos conflitos de interesses que surgem no âmbito da atividade de capital de risco. Concentramo-nos na compreensão dos diferentes interesses, na enumeração detalhada das partes em conflito e nas razões dos mesmos. Por outras palavras, pretendemos compreender quais as circunstâncias e por que motivos ocorrem discórdias entre as diferentes partes.

Por fim, no Capítulo III, exaltamos as respostas trazidas pelo ordenamento jurídico para os casos de conflitos de interesses, realçando aqueles nos quais se verifica a violação de deveres fiduciários por parte dos membros do órgão de administração. Procuramos responder às questões que se impõem quando nos deparamos com conflitos de interesses: que soluções existem para remediar os seus efeitos? Como compensar aquele que viu os seus interesses lesados?

Capítulo I – O Investimento em Capital de Risco

1. O Capital de Risco como Fenómeno Económico

1.1. Aspetos Gerais

O investimento em capital de risco é uma forma de financiamento das empresas¹. O investidor em capital de risco adquire ou subscreve participações sociais da empresa que pretende financiar, por um período de tempo limitado. A aquisição de participações sociais numa empresa envolve “uma influência na gestão e a assunção do risco da empresa adquirida ou financiada tendo em vista a valorização e posterior alienação das participações detidas”². Ou seja, quando investimos em capital de risco, financiamos a empresa através das entradas que realizamos, o que gera essencialmente duas consequências.

Em primeiro lugar, o investidor tem uma abordagem *hands-on*, passando a influenciar as decisões de gestão da empresa, contribuindo com o seu *know-how* e rede de contactos, tendo em vista um melhor desempenho da sociedade participada. Esta influência pode, contudo, significar uma ingerência na gestão por parte do investidor, resultando numa perda de controlo da empresa pelos sócios. O sócio-investidor, no momento em que adquire a participação social, passa a ser sócio-gestor da sociedade.

Em segundo lugar, o investidor participará na assunção do risco da empresa juntamente com os restantes detentores de participações sociais, visando o seu crescimento. Havendo uma valorização da empresa, haverá consequentemente uma valorização das participações sociais. Por isso, quando o investidor, detentor de uma participação social, desinvestir, terá como ganho a diferença entre o seu investimento inicial e o desinvestimento posterior. Só assumindo também o risco conseguirá o investidor obter uma mais valia do seu investimento. Contudo, nem sempre se alcançam ganhos, porquanto, tal como nos diz PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “(a)o sair, ao

¹ ORLANDO DE CARVALHO aproxima-se de uma noção de empresa, entendendo a como “uma organização de factores produtivos que, constituindo uma forma relativamente estável de exercício de uma actividade de produção (entendida, evidentemente, em sentido amplo) com vista à obtenção de um ganho, ou de um excedente, socialmente legítimo, (...)”. Cfr. ORLANDO DE CARVALHO, *Direito das Empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012, p. 276.

² PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2018, 4.ª edição, p. 935.

desinvestir, pode ganhar ou pode perder. Esta é a sua [do capital de risco] principal característica”³.

Assim, facilmente compreendemos o carácter temporário do capital de risco. O investidor em capital de risco não tem como propósito adquirir a propriedade ou o controlo de longo prazo da empresa, antes investe com o intuito de obter um ganho com o desinvestimento. Igualmente, a empresa que recorre ao capital de risco, precisando de financiamento para realizar a sua atividade, tem consciência que, durante um certo período, a gestão dependerá também deste investidor. Nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “o capital de risco dá origem, por definição, a uma «parceria temporária» entre o investidor financeiro e os fundadores”⁴.

1.2. Evolução Histórica

A noção de capital de risco – de investir correndo o risco de ganhar algo ou perder o que foi investido – é muito antiga.

Um dos primeiros momentos em que encontramos vestígios do capital de risco é no ano 100 a.C., quando o romano Marco Crasso financiava aqueles que desenvolviam negócios, com o intento de receber os lucros que eventualmente fossem produzidos pelos mesmos⁵.

O contrato de comenda, que remonta à Idade Média, é também associado ao capital de risco, pois tratava-se de um contrato de curta duração, que “permitia que os mercadores obtivessem o financiamento de que necessitavam (...). A partilha do resultado permitia contornar a proibição canónica do juro”⁶.

No século XV, com as primeiras expedições marítimas, desenvolve-se também a ideia de capital de risco. Sendo necessário um financiamento avultado, reuniram-se investimentos de várias pessoas – como foi o caso, em 1492, de Cristóvão Colombo, que

³ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “O Acionista de Capital de Risco – dever de gestão”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 158.

⁴ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias de saída no capital de risco”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021, p. 824.

⁵ Cfr. PAULO CAETANO, *Capital de Risco*, Coimbra, Actual Editora, 2013, p. 9.

⁶ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS/PEDRO LEITÃO PAIS DE VASCONCELOS, *Direito Comercial*, volume I, Coimbra, Almedina, 2020, 2.^a edição, p. 10.

reuniu, entre outros, o investimento dos reis católicos de Espanha, conjuntura que permitiu a descoberta da América do Norte⁷.

No século XVIII, eclodiu na Inglaterra a Revolução Industrial, o que criou um ambiente propício aos investimentos em capital de risco. Desenvolveram-se inúmeras invenções que envolviam “incertezas quanto aos resultados, [e] correspondiam, também, a novas formas de investimentos de risco, que foi necessário financiar”⁸.

Foi só no século XX, em 1946, que surgiu, nos EUA, a primeira sociedade de investimento em capital de risco – a *American Research and Development Corporation*, que tinha como objetivo responder a negócios que se baseavam em tecnologias desenvolvidas para a guerra⁹. Mais do que constituir uma sociedade de capital de risco, os seus fundadores ambicionavam criar uma indústria de capital de risco¹⁰. Alguns anos depois, também nos EUA, surgiram os investidores individuais de capital de risco – os *business angels*.

Todavia, ao contrário do que acontecia, *e.g.*, com a comenda, em que o comendador não intervinha no projeto, apenas o financiava, o capital de risco hoje, de influência norte-americana, tem como característica a intervenção do investidor na gestão da sociedade participada.

Desde o surgimento do capital de risco nos EUA, que este país é palco dos maiores e mais rentáveis financiamentos de capital de risco em empresas maioritariamente ligadas à tecnologia¹¹. Face ao tremendo sucesso do investimento em capital de risco nos EUA, outros países procuraram instituir esta forma de financiamento, criando “o quadro legal e, muitas vezes, até o quadro económico necessários para o efeito”¹². Assim, começamos a ver governos, um pouco por todo o mundo, a regularem o capital de risco, criando regras e incentivos ao investimento em capital de risco.

⁷ Cfr. PAULO CAETANO, *Capital de...*, p. 9.

⁸ AUGUSTO ATHAYDE/AUGUSTO ALBUQUERQUE DE ATHAYDE/DUARTE DE ATHAYDE, *Curso de Direito Bancário*, volume 1, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, 2.ª edição, p. 271.

⁹ Cfr. PAULO CAETANO, *Capital de...*, p. 10.

¹⁰ DAVID H. HSU/MARTIN KENNY, *Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, University of California, Berkeley, 2004, p. 14.

¹¹ É o caso da Google, Microsoft, Apple, Yahoo, Ebay e Amazon.

¹² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2021, 2.ª edição, pp. 75-76.

1.3. Comparação com Outros Tipos de Financiamento

O direito das finanças societárias (*corporate finance*) é a área que estuda as formas de financiamento das empresas¹³. Há momentos, no seu ciclo de vida, em que o capital de que esta dispõe não é suficiente para levar a cabo o seu objeto, como, *e.g.*, aquando da sua constituição¹⁴. Surge, portanto, a necessidade de financiamento como uma solução inevitável.

Muitas são as fontes de financiamento que as empresas têm ao seu dispor. Temos, desde logo, o financiamento através do endividamento (*debt-finance*), onde a empresa recorre a financiamento através de capitais alheios – como o financiamento bancário e a emissão de obrigações¹⁵. Uma outra forma de financiamento é através de capitais próprios, isto é, recorrendo ao capital dos sócios da empresa em causa – através das entradas, das prestações acessórias, das prestações suplementares, dos suprimentos ou até das reservas da sociedade¹⁶ – ou à cotação e negociação em bolsa.

O meio de financiamento mais comum é o recurso ao endividamento bancário. As empresas recorrem à banca para obter crédito, tendo de oferecer, como moeda de troca, a remuneração do juro, a amortização do capital e, ainda, garantias (como bens móveis ou imóveis da empresa ou mesmo dos seus sócios). O banco financia a empresa procurando a restituição do capital emprestado e a remuneração através dos juros. No caso de a empresa não cumprir com as prestações devidas, a entidade bancária pode penhorar as garantias conferidas pela empresa, estando aquela munida de meios para obter um retorno quase certo do seu financiamento.

No capital de risco não há um contrato de concessão de crédito. O investidor em capital de risco entra no capital social da empresa, não prestando esta qualquer garantia. Assume a posição de sócio, com todos os riscos que daí advêm. Estamos perante um financiamento empresarial em que o investidor se preocupa, com maior intensidade, com o sucesso da empresa, pois o retorno do seu investimento, aquando da venda da sua

¹³ Falamos essencialmente de sociedades comerciais, visto que a criação de uma empresa é quase sempre feita na forma de sociedade comercial. Ao longo deste trabalho, referir-nos-emos a esta com a expressão “sociedade participada”.

¹⁴ O capital social mínimo exigido na constituição de uma sociedade por quotas é de 1€ (art. 219.º do CSC).

¹⁵ Arts. 348.º a 372.º-B do CSC.

¹⁶ A sociedade pode utilizar as reservas que foi acumulando (art. 296.º, al. c) do CSC) e os sócios podem optar por não distribuir entre si o lucro gerado pela sociedade (arts. 217.º e 294.º do CSC).

participação, decorre deste sucesso. O investidor em capital de risco e a empresa que financia são agora parceiros de negócio.

Com o colapso do *Lehman Brothers*, em 2008, e a consequente crise económico-financeira internacional, gerou-se uma enorme desconfiança face ao crédito bancário. Nesta conjuntura, o capital de risco assume-se como uma alternativa interessante ao endividamento, sobretudo das PME que têm mais dificuldade em aceder ao crédito bancário¹⁷. Quer quando estão na fase de crescimento e desenvolvimento, como acontece com as *start-ups*, quer quando estão já estabelecidas mas em dificuldades, o capital de risco dá-lhes não só recursos financeiros, mas também o aconselhamento estratégico, especializado e comprometido – estando provado que sociedades participadas pelo capital de risco superam as suas rivais que não tiveram este tipo de financiamento¹⁸.

1.4. Relevância Atual do Capital de Risco

O capital de risco veio diversificar as fontes de financiamento das empresas. Incluído nos ativos alternativos¹⁹, marca-se hoje como uma verdadeira opção para os empresários. Percebemos a sua importância com a necessidade de, em Portugal, ser regulado logo em 1986, após a entrada na Comunidade Económica Europeia, fruto de um sector financeiro “quase exclusivamente público e regulado administrativamente pelo Banco de Portugal”²⁰. Assim, com o Decreto-Lei n.º17/86, de 05/02, criou-se uma figura jurídica nova, a Sociedade de Capital de Risco (SCR), que visava representar um “instrumento recente de promoção do investimento e de introdução da inovação tecnológica”²¹.

É já extenso o percurso legislativo relacionado com o capital de risco, que denota o seu crescimento e relevância em Portugal, mas também na Europa. Marcado por períodos de maior ou menor investimento, o capital de risco apresenta-se hoje “adaptável, resiliente e inovador”²².

¹⁷ Cfr. ELISABETE PEREIRA, “A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspetiva do Capital de risco”, in *CadMVM* n.º32, 2009, pp. 94-114.

¹⁸ Cfr. HUNG-CHIA HSU/ADAM V. REED/JÖRG ROCHOLL, *Competitive Effects of Private Equity Investments*, Working Paper, EFM Symposium of Entrepreneurial Finance & Venture Capital Markets, 2011.

¹⁹ Definição no art.4.º, n.º1, al. a) da DGFIA.

²⁰ PAULO CAETANO, *Capital de...*, p. 41.

²¹ Preâmbulo do Decreto-Lei n.º17/86, de 05/02.

²² INVEST EUROPE/ARTHUR D. LITTLE, *The Insight: How Europe's Private Equity Industry Is Anchoring Long-Term Investors*, *Pan-European Market Sentiment Survey*, 11/2021, p. 15.

Em Portugal, de acordo com o Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco de 2020²³, que tem por base a informação reportada à CMVM ao final de 2020, contávamos com 166 FCR e 56 SCR, que totalizam 5,4 mil milhões de euros e 283,9 milhões de euros, respetivamente. Mesmo com a pandemia de COVID-19 – que arrastou o mundo para uma crise sanitária e económica, tendo o mercado de capitais estado assolado de incertezas, pessimismo e turbulência – os ativos sob gestão do setor de capital de risco aumentaram 9,8% em 2020, para 5,6 mil milhões de euros²⁴. Assim, concluímos que, embora num ano atípico, o setor do capital de risco reforça a sua importância como fonte de financiamento, adaptando-se facilmente à conjuntura. Como nos dá conta o Relatório mencionado, “houve uma realocação de investimento para projetos diretamente relacionados ou afetados pela pandemia, como sejam as atividades de saúde e de apoio social, a indústria transformadora e as atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares”²⁵.

Na Europa, de acordo com o relatório de 2020 da associação INVEST EUROPE²⁶ – *The Performance of European Private Equity Benchmark Report 2020*²⁷ – este foi o segundo melhor ano para investimento e um dos mais fortes para captação de recursos. Quanto a números, a INVEST EUROPE, salienta que houve investimento a totalizar 88 milhões de euros, um decréscimo de 12% relativo a 2019 mas, ainda assim, superior em 18% à média observada nos últimos 5 anos²⁸. Demonstra-se, assim, que – tal como vimos no caso português – para além da crise sanitária, os investidores em capital de risco apoiaram as sociedades participadas, salientando-se a resiliência da indústria do capital de risco.

1.5. Modalidades do Capital de Risco

Dependendo do ciclo de vida da empresa, o investimento em capital de risco toma denominações diferentes. Para além da legislação portuguesa acerca do capital de risco não distinguir, usando a expressão capital de risco para as diferentes modalidades, a nomenclatura usada nos EUA, importada pela CMVM e por alguns autores portugueses, ajuda-nos a fazer a distinção que se verifica na prática.

²³ CMVM, *Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco*, 31/12/2020.

²⁴ *Idem*, p. 7.

²⁵ *Idem*, p. 24.

²⁶ Anteriormente chamada de *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*.

²⁷ Cfr. INVEST EUROPE, *The Performance of European Private Equity Benchmark Report 2020*, 05/07/2021.

²⁸ INVEST EUROPE, *Investing in Europe: Private Equity Activity 2020*, 12/07/2021, p. 7.

A principal divisão faz-se entre o *private equity* e o *venture capital*. Referimo-nos a *private equity* quando o investimento visa uma empresa já instalada e possui uma atividade económica mais expressiva, e a *venture capital* sempre que o investimento se dirige a pequenas empresas ou àquelas a estabelecer ou já estabelecidas²⁹.

Todavia, a doutrina portuguesa não é uníssona quanto à natureza dos investimentos. Alguns autores defendem a classificação acima descrita – como é o caso de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, que designa de *venture capital* o investimento em empresas em fase de instalação e de *private equity* aquelas em fase de reestruturação³⁰. Outros entendem que o capital de risco corresponde ao *private equity*, e depois dentro deste é que temos outras modalidades de investimentos, como o *venture capital* (financiamento do início da atividade empresarial) e os *leveraged buyouts* (aquisição da empresa ou de partes dominantes da mesma)³¹ ou o *venture capital e growth capital* (apoio à criação ou desenvolvimento de empresas) e os *buy-outs* (aquisição do domínio de empresas para efetuar alterações de gestão)³².

Seguindo a classificação usada nos Relatórios sobre a Atividade de Capital de Risco da CMVM³³, o *venture capital* inclui o investimento em *seed capital* (empresas na fase de projeto, ainda não estabelecidas), *start-up* (empresas incipientes mas com potencial de crescimento) e *early-stage* (“empresas recém-instaladas, que completaram a fase de desenvolvimento do produto e que possam até já ter iniciado a comercialização, mas ainda sem lucros”³⁴) e representa 19,6% do investimento em capital de risco a 31/12/2020³⁵. Já o *private equity* exhibe os restantes 80,4%, onde se inclui o investimento em expansão (empresa em fase de crescimento ou desenvolvimento), capital de substituição (um investidor tradicional da empresa adquire a participação de outro investidor³⁶), *turnaround* (empresas em reestruturação), *management buy-out - MBO* (o capital de risco

²⁹ Distinção utilizada nos *Relatórios sobre a Atividade de Capital de Risco* da CMVM.

³⁰ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...*, p. 71.

³¹ Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “O Acionista de...”, p. 158.

³² Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...*, p. 936.

³³ Outras classificações são ainda possíveis, como a enunciada por CARLOS COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, Coimbra, Almedina, 2004, p. 434.

³⁴ PAULO CAETANO, *Capital de...*, p. 18.

³⁵ Cfr. CMVM, *Relatório sobre a...*, anexo 9, p. 34.

³⁶ PAULO CAETANO, *Capital de...*, p. 20.

apoia a gestão na aquisição do capital da empresa³⁷), *management buy-in* - MBI (uma equipa exterior à gestão adquire o capital de uma empresa³⁸), entre outras³⁹.

Em Portugal, a maior percentagem de valor investido em capital de risco é relativa à expansão, seguida da modalidade de *turnaround*. Na Europa, quase 70% do investimento em capital de risco é em *management buy-out*, sucedendo-lhe a fase da expansão.

Vamos, contudo, analisar o capital de risco como um todo, não nos focando em nenhuma fase de investimento.

2. O Capital de Risco como Fenómeno Jurídico

2.1. A Regulação Legal: Sua Evolução em Portugal e na Europa

Como já referido, o investimento em capital de risco está regulado em Portugal desde 1986. Mesmo não tendo muita expressão em Portugal, cedo se percebeu o impacto que poderia ter na economia, tendo-se escolhido regular o seu regime jurídico e estabelecer os correspondentes benefícios fiscais⁴⁰. O DL n.º17/86, de 05/02 exibiu o enquadramento legal das SCR e o DL n.º187/91, de 17/05 regulamentou a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em capital de risco.

Depois de algumas alterações⁴¹, o DL n.º319/2002, de 28/12 alterou o regime jurídico das SCR e dos FCR, juntando-os num só diploma. Este decreto trouxe-nos muitas particularidades⁴², destacando-se o fim da qualificação das SCR como sociedades financeiras, passando, portanto, a estar sujeitas à supervisão da CMVM⁴³. Em 2007, entrou em vigor o DL n.º375/2007, de 08/11, que revogou o DL n.º319/2002, tendo como objetivo flexibilizar, simplificar e, conseqüentemente, promover o incremento da

³⁷ CMVM, *Relatório sobre a...*, p. 18.

³⁸ *Idem*, p. 18.

³⁹ Às restantes, mencionadas por PAULO CAETANO, como o *buy-in management buy-out* (combinação entre o MBO e o MBI), *institutional buy-out*, *bridge financing*, *public to private*, *buyout* e o *leveraged buyout*, não fazemos referência, visto que não têm expressão em Portugal, segundo o *Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco 2020*.

⁴⁰ Hoje, os benefícios fiscais que se aplicam ao capital de risco encontram-se nos arts. 23.º e 32.º-A do Estatuto dos Benefícios Fiscais (DL n.º215/89, de 01/07).

⁴¹ No caso das SCR, o DL n.º433/91, de 07/11, fundiu o seu regime jurídico com o das sociedades de fomento empresarial dada a proximidade entre os regimes. Nos FCR, o DL n.º58/99, de 02/03 trouxe-lhes um novo regime, de forma a distingui-los das instituições de investimento coletivo em valores mobiliários dado o número, quantidade e importância que aqueles assumiam na atividade de capital de risco.

⁴² Cfr. ANTÓNIO DE ALMEIDA FERREIRA SOARES, “Breves Notas sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco”, in *CadMVM* n.º15, 2002, pp. 233-241.

⁴³ Até então a supervisão era feita pelo Banco de Portugal.

atividade de capital de risco. Entre outras novidades, o DL n.º375/2007, de 08/11, criou uma nova figura jurídica, a par das SCR e dos FCR, – os ICR, também chamados de *business angels*.

Este diploma foi revogado pela Lei n.º18/2015, de 04/03, que transpôs parcialmente a Diretiva n.º2011/61/UE, do Parlamento Europeu e Conselho, de 8 de junho⁴⁴, e a Diretiva n.º2013/14/UE, do Parlamento Europeu e Conselho, de 21 de maio, que asseguram a execução dos Regulamentos (UE) n.ºs345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril⁴⁵.

Atualmente, é a Lei n.º18/2015, de 04/03, denominada de Regime Jurídico de Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado, que regula a atividade de capital de risco em Portugal. Alvo de algumas alterações, visou, essencialmente, proceder à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em capital de risco.

Através deste excurso legislativo constatamos que em Portugal⁴⁶, e noutros países, há uma enorme tendência para se regular o regime jurídico do capital de risco. Como evidenciamos acima, nos EUA⁴⁷, o capital de risco surgiu da necessidade de financiamento do mercado e não de iniciativas legislativas ou programas governamentais. Ora, se o objetivo da regulação é promover o investimento em capital de risco, esta pode, contudo, ter o resultado oposto. Como demonstra PAULO CÂMARA, a propósito da transposição da Diretiva n.º2011/61/UE, abaixo dos limiares nesta mencionados, o legislador nacional podia ter reduzido “a carga de deveres das instituições, em alinhamento com o regime mínimo fixado na nova Diretiva AIFMD”⁴⁸, referindo ainda que “(p)oderia, porém, ter ido mais longe nessa clivagem, sobretudo no sentido de um substancial alívio regulatório do investimento em capital de risco reservado a investidores

⁴⁴ Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo (DGFIA). Esta teve como objetivo estabelecer um regime harmonizado para os Gestores de Fundos de Investimento Alternativo, e um passaporte europeu para que aqueles autorizados num Estado-Membro da UE possam atuar noutro Estado-Membro.

⁴⁵ O primeiro criou os fundos europeus de capital de risco *EuVECA* e o segundo estabeleceu regras uniformes para a comercialização de fundos europeus de empreendedorismo social *EuSEF*. Ambos aplicam-se caso não seja ultrapassado o limiar referido no art. 3.º, n.º2, al. b) da DGFIA, de forma a poderem financiar as PME – art. 2.º, n.º1, al. a) dos Regulamentos n.ºs345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril.

⁴⁶ Fruto, sobretudo, da influência que a UE tem na ordem jurídica interna.

⁴⁷ País onde teve origem o capital de risco que conhecemos hoje.

⁴⁸ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...*, p. 940.

profissionais”⁴⁹. Por vezes, o excesso de burocracia afasta os investidores e, se os de capital de risco são considerados investidores profissionais⁵⁰, segundo o art. 30.º, n.º1, al. f) do CVM, dever-se-ia ter em conta a sua qualificação aquando da regulação do RJCR. Concordamos com este entendimento, visto que se trata maioritariamente de investidores com mais conhecimento, experiência e consciência das decisões de investimento.

Porém, se, por um lado, o Estado parece demasiado intrusivo quanto aos deveres que impõe aos investidores profissionais, por outro, pode ter um papel determinante na recuperação das empresas através do capital de risco. Uma vez que, comumente, as empresas em situação económica difícil têm dificuldades em obter financiamento – tanto porque há uma enorme probabilidade de o financiamento ser absorvido pelo passivo, como pelo facto de o investidor correr um risco acrescido em não obter o reembolso do investimento – a modalidade *turnaround* do capital de risco poderá representar uma solução profícua⁵¹. Assim, pensamos que, nos casos de investimento em capital de risco na modalidade *turnaround*, o Estado deve intervir, sobretudo como “criador de condições propícias aos investimentos de capital de risco por parte de outras entidades, nomeadamente removendo obstáculos e disponibilizando incentivos à atividade”⁵², principalmente através da regulação da insolvência⁵³.

Desta forma, percebemos a sensibilidade da discussão acerca da regulação do capital de risco pois, para além de ser difícil definir aquilo que deve ser deixado ao arbítrio do mercado ou até onde o Estado pode ou deve intervir, está também em constante mutação devido à conjuntura económico-financeira nacional e internacional⁵⁴.

⁴⁹ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...*, p. 940. Seguindo o mesmo pensamento, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS afirma que “(o) sistema, como é tão ao gosto português, está, pois, muito regulamentado e controlado” - PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “O Acionista de...”, p.161.

⁵⁰ Consideram-se investidores profissionais, as entidades mencionadas nas als. do art. 30.º, n.º1 do CVM, sem prejuízo do disposto nos arts. 317.º e 317.º-A do CVM. *A contrario*, investidores não profissionais são todos aqueles que não vêm enumerados nesta lista. Estes últimos beneficiam de uma maior proteção no que respeita à informação prestada e à avaliação da adequação dos instrumentos financeiros comercializados ao perfil do investidor, dada a sua menor experiência e conhecimento.

⁵¹ Cfr. CATARINA SERRA, “Investimentos de capital de risco na reestruturação de empresas”, in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2016, p. 329-331, que estabelece uma relação positiva entre o capital de risco e a resolução da crise.

⁵² *Idem*, p. 334.

⁵³ Cfr. *Idem*, p. 341-348.

⁵⁴ Por vezes, outras formas de financiamento estão em voga e o foco do investimento em capital de risco deve ser alterado. *E.g.*: numa situação de crise sanitária ou ambiental, é plausível que o Estado procure incentivar os investidores a financiar empresas desses setores; no caso dos vistos *gold*, onde, em 2017, o investimento igual ou superior a 350 mil euros em FCR (atualmente o patamar mínimo são 500 mil euros), podia resultar na concessão de autorização de residência (arts. 3.º, n.º1, al. d), subalínea vii), 90.º-A e 122.º, n.º1, al. r) da Lei n.º102/2017, de 28/08).

2.2. O Regime Jurídico Português do Capital de Risco (RJCR)

Presentemente, o investimento em capital de risco é regido pela Lei n.º18/2015, de 04/03, com as devidas alterações. O seu art. 3.º consagra a noção de investimento em capital de risco, definindo-o como a “aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar a respetiva valorização”. No mesmo sentido, o art. 9.º, n.º1, indica que o objeto do investimento em capital de risco pode ser realizado através de várias operações, abrangendo o investimento em instrumentos de capital próprio, valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmem direito à sua aquisição, mas também em instrumentos de capital alheio e em instrumentos híbridos, das sociedades em que participem ou em que se proponham a participar.

Atendendo ao previsto nestes dois artigos, devemos questionar em que consiste o investimento em capital de risco através de instrumentos de capital alheio. Ora, estamos perante empréstimos e créditos, onde, à partida, haverá a prestação de garantias pela sociedade financiada de forma a assegurar a restituição do capital financiado, com juros. Portanto, nestas operações, a ideia de risco ou perigo, apanágio do capital de risco, não parece existir, visto não se verificar a assunção do risco inerente à aquisição de participações sociais.⁵⁵

Ademais, é relevante mencionar que a versão anterior do art. 3.º do RJCR incluía a expressão “por período de tempo limitado” e a do art. 10.º, n.º1, al. c) mencionava que era proibido investir em capital de risco por período superior a 10 anos. Segundo PAULO CÂMARA, esta alteração deve-se ao facto de “em operações de maior envergadura revela-se difícil a fixação de um prazo rígido da operação”⁵⁶. A eliminação do limite temporal⁵⁷, possivelmente motivada pelo comportamento das entidades de capital de risco nos últimos anos⁵⁸, retira ao capital de risco uma das suas principais características, o que poderá trazer mudanças na prática – verificando-se investimentos mais duradouros e com maior impacto na gestão das sociedades participadas. No entanto, mesmo que se verifique um alongamento no período de detenção das participações sociais, o objetivo do capital

⁵⁵ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, 2018, 6.ª edição, pp. 1306-1307. Este autor vai mais longe acusando a existência de uma dimensão leonina nesta operação.

⁵⁶ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...*, p. 937.

⁵⁷ Com a entrada em vigor do DL n.º56/2018, de 09/07.

⁵⁸ Verifica-se, de acordo com os *Relatórios sobre a Atividade de Capital de Risco* da CMVM relativos aos anos de 2017, 2018, 2019 e 2020, um aumento ligeiro, porém tendencialmente crescente no período de detenção das participações sociais igual ou superior a 10 anos.

de risco é obter lucro com a venda das participações, por isso, este investimento terá sempre de ser temporário, em maior ou menor medida.

2.3. As Entidades de Investimento em Capital de Risco

Neste contexto, é importante percebermos quem é que atua neste mercado, ou seja, quais são as entidades que estão legalmente habilitadas para investir em capital de risco.

O RJCR regula a constituição e o funcionamento destas entidades, que estão sujeitas à supervisão da CMVM⁵⁹ e são consideradas investidores profissionais. Quanto à possibilidade de serem consideradas intermediários financeiros, a lei é inequívoca, demonstrando que não as podemos qualificar como tal, não lhes sendo aplicados os deveres e a consequente responsabilidade previstas para os intermediários financeiros⁶⁰.

Enumeradas nas als. a) a e) do art. 1.º, n.º1 do RJCR, temos, por ordem, as Sociedades de Capital de Risco (SCR), as Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco (SGFCR), as Sociedades de Investimento em Capital de Risco (SICR), os Fundos de Capital de Risco (FCR)⁶¹ e os Investidores em Capital de Risco (ICR).

As SCR⁶² são sociedades comerciais constituídas segundo o tipo de sociedade anónima, cujo capital social mínimo é de €125.000. Estas podem investir por si próprias ou gerir FCR. Os ICR⁶³, também conhecidos como *business angels*, são constituídos obrigatoriamente segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas, em que o sócio único tem que ser pessoa singular⁶⁴. Quer as SCR, quer os ICR, para além do RJCR e de outras disposições, são regidas pelos seus estatutos.

Os FCR são “patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto de titulares das respetivas unidades de participação”⁶⁵. Cada FCR é administrado por uma entidade gestora que pode ser uma

⁵⁹ Art. 359.º, n.º1, al. p) do CVM.

⁶⁰ O art. 2.º, n.º1 do RJCR, na sua versão anterior referia que “não obstante o disposto na al. b) do art. 293º do Código dos Valores Mobiliários, as sociedades referidas no artigo anterior não são intermediários financeiros”. Esta norma foi eliminada, juntamente com o art. 293º, al. b) do CVM, com o DL n.º144/2019, de 23/09.

⁶¹ Incluindo os *EuVECA*.

⁶² Aplicam-se-lhes as normas presentes nos arts. 6.º a 13.º do RJCR.

⁶³ Aplicam-se-lhes as normas presentes nos arts. 6.º a 10.º e 14.º do RJCR.

⁶⁴ O aparecimento dos *business angels* levou ao aparecimento do “mercado informal de capital de risco”, em contraposição com o mercado formal ou institucional de capital de risco constituído pelos restantes intervenientes. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...*, pp. 73-74.

⁶⁵ Art. 15.º, n.º 1 do RJCR.

SCR, SDR ou SGOIC, caso os ativos estejam abaixo dos limiares relevantes⁶⁶, ou por uma SGFCR ou SICR, caso aqueles estejam acima dos limiares relevantes⁶⁷⁻⁶⁸. Os FCR dispõem de um regulamento de gestão, elaborado pela respectiva entidade gestora.

Capítulo II – Os Conflitos de Interesses no Capital de Risco

1. Noções Gerais

1.1. Interesse

Primeiramente devemos começar por perceber o que é um interesse. O interesse está associado à ideia de vantagem, de conveniência, que um determinado sujeito tem relativamente a uma atividade ou objeto. JHERING, jurista da jurisprudência dos interesses⁶⁹, entendia que o interesse “exprime o valor na sua relação especial com o sujeito e seus fins”⁷⁰.

A doutrina majoritária distingue duas dimensões na noção de interesse – a objetiva e a subjetiva. A primeira consiste na “virtualidade que determinados bens têm para a satisfação de certas necessidades”⁷¹. Já a segunda exprime a consciência que o sujeito tem dessa virtualidade, isto é, “exprime uma relação de apetência que se estabelece entre o sujeito carente e as realidades aptas a satisfazê-lo”⁷².

Deste modo, entendemos que o interesse surge na ligação de um sujeito a um bem, quer quando o bem é capaz de corresponder às necessidades do sujeito, quer quando o sujeito tem a percepção, certa ou errada, de que aquele bem satisfá-las-á.

⁶⁶ Aplicam-se-lhes as normas dos arts. 10.º e 15.º a 43.º do RJCR.

⁶⁷ Aplicam-se-lhes as normas dos arts. 44.º a 65.º-A do RJCR.

⁶⁸ Os limiares relevantes estão previstos no art. 6.º, n.º2 do RJCR e a definição de efeito de alavancagem no n.º3 do mesmo artigo.

⁶⁹ Para JHERING “a utilidade – não a vontade – é a substância do direito”, cfr. RUDOLF VON JHERING, *Geist des römischen Rechts auf den verschiedenen Stufen seiner Entwicklung*, III-1, 1863, Leipzig 1924, 6.ª edição. Rejeitava o modelo de SAVIGNY que olhava para o direito subjetivo como “o poder da vontade” cfr. FRIEDRICH KARL SAVIGNY, *System des heutigen römischen Rechts*, I, Berlim, 1840. Sobre o ponto vide MARGARIDA LIMA REGO, *O contrato de Seguro e Terceiros*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, p. 173.

⁷⁰ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Almedina, 2019, 9.ª edição, p. 256.

⁷¹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil I*, Coimbra, Almedina, 2012, 4.ª edição, p. 876.

⁷² *Idem*, p. 877.

1.2. Conflito

De seguida, o conceito de conflito remete-nos, semanticamente, para os conceitos de choque, oposição ou desacordo. Nem sempre um conflito significa a existência de posições ou interesses antípodas, basta que sejam incompatíveis, podendo, *e.g.*, ter um fim comum mas meios de atuação diferentes. Assim, consideramos a existência de um conflito quando temos “dois (ou mais) cursos de ação possíveis que, de forma mais ou menos intensa, puxam em direções diferentes ou opostas”⁷³.

1.3. Conflito de interesses

Notamos, portanto, que o conflito de interesses emerge do confronto das relações entre dois ou mais sujeitos e os bens idóneos a satisfazer as suas necessidades.

Deste modo, a colisão entre os diferentes interesses leva o Direito a ter de intervir e regular, sendo responsável por estabelecer qual interesse conflituante deverá prevalecer.

No entanto, PAULO CÂMARA alerta-nos para o facto de que “a dignidade normativa do conflito de interesses exige uma incompatibilidade de interesses, (...) de modo a que a satisfação de um prejudique a de outro”⁷⁴. Portanto, para estarmos perante um conflito de interesses não só é necessário que exista uma colisão de interesses, mas também que subsista uma desvantagem, isto é, que acarrete, de certa forma, um dano para uma das partes.

Porém, é muito difícil, senão mesmo impossível, positivar todo e qualquer conflito de interesses que possa vir a surgir nas diferentes relações que vão sendo estabelecidas. E, para além do mais, é polemicamente dito no capital de risco que, sem conflitos de interesses, não há utilidade em investir.

Deixando esta questão para abordarmos mais adiante, focar-nos-emos agora em conhecer as diferentes modalidades de conflitos de interesses. A distinção é-nos trazida por SOFIA LEITE BORGES, que distingue os conflitos internos dos externos, os conflitos estáticos dos dinâmicos, os conflitos intrínsecos dos extrínsecos e os conflitos pessoais dos conflitos entre clientes. Quanto à primeira distinção, estamos perante um conflito de

⁷³ SOFIA LEITE BORGES, “A Regulação Geral do Conflito de Interesses na DMIF”, *in CadMVM* n.º27, 2007, p. 70.

⁷⁴ PAULO CÂMARA, “Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Retrato Anatómico”, *in Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010, p. 56.

interesses interno “quando uma pessoa quer uma coisa e, simultaneamente, quer outra” e perante um conflito de interesses externo “quando duas ou mais pessoas em relação, querem coisas opostas, incompatíveis e inconciliáveis”⁷⁵. A segunda, separa os conflitos de interesses estáticos, sendo aqueles onde se verifica “uma mera contraposição fáctica de interesses conflitantes, preexistente à conclusão de uma operação, negócio, decisão ou processo, relevantes” dos conflitos de interesses dinâmicos que preveem “a intervenção do direito e a configuração da situação como um abuso, ou seja, como um incumprimento de um dever de prossecução dos interesses de outrem”⁷⁶.

De seguida, distinguimos os conflitos de interesses intrínsecos dos extrínsecos, cujo critério de distinção assenta na razão que levou o titular do dever a adotar um comportamento contrário ao interesse que devia prosseguir. Nos conflitos intrínsecos existe um contrato que define as obrigações de cada uma das partes, conciliando-as, todavia “na execução da prestação contratual, cada contraente procurará satisfazer da forma mais conveniente o seu próprio interesse”. Já nos extrínsecos, o sujeito detém “um interesse extranei que decorre da prossecução simultânea de diversas atividades conflitantes ou do facto de o sujeito se encontrar inserido numa estrutura de grupo, parentesco, ou outra”⁷⁷.

A última distinção, relativa aos conflitos pessoais e aos conflitos entre clientes, assenta na “titularidade dos interesses conflitantes”, na qual, fazendo-se a adaptação possível com a realidade da atividade de capital de risco, diríamos que os conflitos de interesses entre clientes⁷⁸ são aqueles que surgem entre os investidores de uma entidade de capital de risco (*e.g.*, SCR), e os conflitos pessoais⁷⁹ referir-se-ão aos conflitos entre os interesses do(s) investidor(es) e o interesse da entidade de capital de risco, ou ainda situações em que a entidade de capital de risco dirige a sua atividade de forma a beneficiar

⁷⁵ SOFIA LEITE BORGES, “O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010, p. 317.

⁷⁶ *Idem*, p. 329.

⁷⁷ *Idem*, pp. 329-330.

⁷⁸ Refere-se aos conflitos entre “titulares de interesses contrapostos em presença de determinadas pessoas (investidores ou emitentes) que revestem a qualidade de clientes de um mesmo intermediário financeiro ou, em determinadas situações, revestem essa qualidade face a diferentes intermediários financeiros integrados num grupo”. Cfr. *Idem*, p. 330.

⁷⁹ Dizem respeito pela positiva “aquele que contrapõe o interesse de um cliente (investidor ou emitente) a um interesse próprio do intermediário financeiro” e pela negativa às “situações de contraposição de interesses em que o titular do interesse contraposto ao do cliente investidor não seja, ele próprio, cliente do intermediário financeiro (...) o intermediário actua não para se beneficiar a si próprio mas para proporcionar vantagens a outrem”. Cfr. *Idem*.

outrem. Sublinhe-se, no entanto, que na atividade de capital de risco, para além destes conflitos de interesses, existirão outros cuja enumeração e explicação será feita mais adiante⁸⁰.

1.4. Os Interesses no Capital de Risco

Qualquer tipo de financiamento empresarial, sobretudo com recurso a capitais alheios, desponta um novo e diferente conjunto de interesses na sociedade participada. O investidor que disponibiliza capital a uma empresa tem sempre como objetivo a maximização do capital investido, procurando o maior retorno possível do valor providenciado.

A procura de capital fora círculo societário – dos próprios sócios ou fundadores –, leva à coexistência de diferentes interesses e ao inevitável confronto entre os interesses de *insiders* e os interesses de *outsiders*. Emerge, assim, “uma relação “principal-agente” (...) entre *outsiders* (financiadores, investidores) e *insiders* (mutuários, empresários, gerentes), caracterizada, inevitavelmente, por assimetrias informativas”⁸¹.

Porém, o investidor em capital de risco, não é apenas um *outsider*, preocupa-se também com a gestão da sociedade participada, podendo a sua ingerência significar um *apport* de aconselhamento ao nível técnico, estratégico ou tecnológico⁸², ou até a tomada de decisões de gestão quando é colocado nesse papel. A aquisição de uma participação maioritária no capital social, que pode levar a uma quase soberania do investidor na gestão da sociedade, não é um fenómeno raro. Mais de um quarto de todo o investimento em capital de risco corresponde à detenção de pelo menos 50% do capital social nas sociedades participadas⁸³, tendo esta o poder de conformar o quotidiano da respetiva empresa. Mas, mesmo que não haja a detenção de uma participação maioritária no capital, o investidor em capital de risco, ao adquirir a participação social, reclama, muitas vezes, direitos especiais, como o direito a designar membros para os órgãos de administração ou

⁸⁰ Vide infra Títulos 2. e 3. da presente dissertação.

⁸¹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...*, pp. 21-22.

⁸² Pode dar-se o caso de este aconselhamento ir mais longe e de o novo sócio exercer, de forma transversal, funções de administração, arriscando ser qualificado de administrador de facto. Sobre este tema ver RICARDO ALBERTO SANTOS COSTA, *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Tese de Doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais, Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2012.

⁸³ CMVM, *Relatório sobre a...*, anexo 6, p. 32.

fiscalização⁸⁴, ou o direito de voto plural⁸⁵. É evidente, nestes casos, o risco de perda de controlo de gestão pelos sócios fundadores.

Portanto, a entrada do investidor em capital de risco no capital social da empresa leva à alteração da estrutura organizacional do seu órgão de gestão, o que acarreta agora problemas do foro do *corporate governance*, surgindo um desalinhamento entre “os interesses dos acionista/proprietários e os interesses dos administradores”⁸⁶. Exemplificando, temos tanto a possibilidade de o novo sócio estar em desacordo com as decisões do órgão de gestão, gerando conflitos internos e a criação de alianças, pressões, ou até acordos parassociais, como a possibilidade de, caso surja a nomeação de administrador(es) pelo investidor de capital de risco – nas hipóteses de detenção de mais de 50% do capital social da sociedade participada ou de consagração de direitos especiais de designação de membros do órgão de gestão – confrontar-se o interesse deste(s) com o dos sócios-empresários.

Neste sentido, constatámos a existência de uma multiplicidade de interesses aquando do investimento em capital de risco. É especialmente gritante a tendência deste investimento para o denominado *short-termism*, que se refere à conduta de gestão que tem em vista resultados a curto-prazo⁸⁷, por forma a que, quando o investidor em capital de risco desinvista, decorrido um determinado período de tempo, consiga obter lucro do seu investimento. A isto chamamos de *buying-to-sell*. Ora, as entidades de capital de risco não são tão sensíveis ao crescimento sustentável, responsável e de longo-prazo da empresa (*long-termism*), tendo antes, como fim, a melhoria do seu desempenho e a maximização das participações sociais, para que depois, quando desinvestirem, poderem vir a beneficiar da respetiva valorização. Por isso, concordamos quando é dito que “a alegada oposição entre acionistas e os restantes grupos de interesses específicos

⁸⁴ Cfr. STEVEN E. BOCHNER/AMY L. SIMMERMAN, “The Venture Capital Board Member’s Survival Guide: handling conflicts effectively while wearing two hats”, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 41, n.º1, 2016, p. 2.

⁸⁵ No caso de a sociedade participada tratar-se de uma sociedade por quotas - art. 250.º, n.º2 do CSC.

⁸⁶ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...*, p. 21.

⁸⁷ A este propósito, também nos *hedge funds* é prática recorrente, onde “o activismo destes fundos, enquanto investidores que buscam o máximo retorno no mais curto espaço de tempo possível, é susceptível de conduzir as administrações das sociedades participadas a enveredar por estratégias de gestão de curto prazo (“short-termism”) em detrimento de projetos de longo prazo criadores de valor para a sociedade e demais acionistas” – JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os *Hedge Funds* e o Governo das Sociedades”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, pp. 69-70.

(*stakeholders*) constitui uma premissa errada, e que a verdadeira oposição e tensão se dá entre os interesses de curto e de longo prazo da empresa (e dos seus acionistas)”⁸⁸.

Desta feita, a abordagem daquele que investe em capital de risco será estranha para o sócio que constituiu a empresa. Com a escolha do financiamento através do capital de risco, o investidor tem similarmente em vista o crescimento da empresa, mas de longo-prazo. Hoje em dia, o *long-termism* vem associado aos critérios *ESG - Environmental, Social and Governance* e ao novo paradigma de empresa onde há “um alargamento do dever fiduciário dos administradores, passando a integrar interesses de outros *stakeholders*, embutindo (...) uma cultura de empresa focada no longo prazo”⁸⁹.

Para além desta diferença de perspectivas de investimento, é relevante aludirmos a John Doerr, capitalista de risco, que alegadamente afirmou, como filosofia de investimento, que sem conflito, não há interesse em investir⁹⁰.

Tendo em consideração o exposto, podemos daqui extrair algumas conclusões. Concordámos, desde logo, com o facto de o interesse ser um elemento constitutivo de qualquer contrato, ou seja, é natural que por detrás da celebração de qualquer acordo existam interesses e que estes sejam diferentes. Porém, a assunção de que o conflito de interesses também faz parte da natureza de um investimento, isto é, de que apenas há utilidade em investir caso se configure uma situação de conflito de interesses, remete-nos para a importância deste trabalho. Encontramo-nos, de certa forma, perante um paradoxo, pois se a lei procura prevenir o aparecimento de conflitos de interesses, o investidor em capital de risco só investe caso estes existam.

1.5. Ordem de Sequência

A atividade de capital de risco junta, assim, conflitos em dois níveis: no âmbito do financiamento (*corporate finance*) e no âmbito da administração (*corporate governance*).

Neste trabalho, vamos dar especial enfoque às SCR (como investidoras diretas) e aos FCR, porquanto são aqueles que têm uma maior preponderância no panorama nacional⁹¹.

⁸⁸ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Sustentabilidade, Grupos de Interesses e Propósito Empresarial”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021, p. 740.

⁸⁹ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Sustentabilidade, Grupos de Interesses...”, p. 742.

⁹⁰ “No conflict, no interest” – cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2018, p. 72.

⁹¹ CMVM, *Relatório sobre a...*, anexos 1 e 3, pp. 28-30.

Ora, é facto que as SCR e os FCR investem no mesmo produto – o capital de risco. Contudo, apontamos algumas diferenças nos modos de atuação destes dois intervenientes, tendo estes consequências relevantes nos conflitos de interesses que possam surgir nas relações que estabelecem.

No caso das SCR, temos uma sociedade anónima que tem como atividade o investimento em capital de risco, ou seja, os seus administradores deliberam investimentos em capital de risco e financiam, assim, uma outra sociedade ou sociedades. Portanto, nas SCR “não há necessidade de intermediação e os investidores aplicam diretamente o capital na empresa visada”⁹².

Já nos FCR, como vimos, tem de haver uma entidade gestora que governe o fundo, devendo proteger “os legítimos interesses dos titulares de unidades de participação”⁹³. Portanto, dispomos aqui de uma outra parte na relação de investimento – a entidade gestora – daí que, nos FCR, se verifique “o estabelecimento de uma relação de intermediação entre os investidores institucionais e as empresas e investir”⁹⁴.

Em termos quantitativos, surgirão, *grosso modo*, mais conflitos de interesses nos FCR do que nas SCR, porquanto nas SCR dispomos de três partes (investidores, SCR e sociedade participada) e nos FCR damos conta de quatro (participantes, FCR, entidade gestora e sociedade participada). Portanto, quantos mais intervenientes aquando do investimento em capital de risco, mais interesses estarão em conflito, logo maior será a assimetria informativa e a discricionariedade por parte daquele que desempenha a função de gestão.

Analisaremos, de seguida, os conflitos mais recorrentes nestas entidades, dividindo-os em conflitos verticais e horizontais. Dada a diversidade insistematizável dos cenários possíveis, referir-nos-emos agora aos mais prováveis ou frequentes.

⁹² Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 06/04/2017, processo: 519/10.5TYLSB-H.L1-2, ponto 9. do Sumário.

⁹³ Art. 18.º, n.º1 do RJCR.

⁹⁴ Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 06/04/2017, processo: 519/10.5TYLSB-H.L1-2, ponto 9 do Sumário.

2. Os Conflitos de Interesses nas Sociedades de Capital de Risco (SCR)

As SCR, que investem diretamente em capital de risco, adotam o tipo de sociedade anónima, daí que, encontramos muitas semelhanças entre as relações que estabelecem e aquelas existentes nas sociedades comerciais.

2.1. Relações Verticais

Nas relações verticais damos conta dos conflitos entre:

a) a SCR e a sociedade participada

Sabemos que o investimento em capital de risco acarreta a ingerência na gestão, em maior ou menor medida, variando consoante a percentagem de participação social (uma participação social superior a 50% do capital social da sociedade participada, levará a uma influência maioritária da SCR sobre a sociedade participada), a consagração de direitos especiais⁹⁵ ou até com a celebração de acordos parassociais. Portanto, alguém que investe numa empresa terceira, com o intuito de, algum tempo depois, desinvestir e obter lucro com esse desinvestimento, terá propensão a que, durante o período de investimento, sejam levadas a cabo medidas que o irão beneficiar – será o caso de decisões com efeitos de curto-prazo.

Porém, a SCR é uma pessoa coletiva, logo, sendo designada administradora da sociedade participada, terá de nomear uma (ou mais que uma) pessoa singular para desempenhar o cargo de administrador⁹⁶. Assim, no mesmo sentido do conflito de interesses entre a SCR e a sociedade participada, realçamos o conflito entre o administrador ou administradores escolhidos pela SCR para fazer parte da administração da sociedade participada e entre esta e os seus administradores. Um administrador nomeado pela SCR terá de cumprir os deveres de lealdade inerentes à posição de administrador⁹⁷, mas levará inevitavelmente em conta, na sua atuação, o interesse da SCR⁹⁸, até porque, à partida, aquando o desinvestimento, este administrador nomeado

⁹⁵ A este respeito, vemos que “VCs also typically receive extensive control rights in venture-backed startups. (...) VCs obtain substantial protective rights in their preferred stock contracts, such as veto changes in the certificate of incorporation. More importantly, (...) VCs also obtain board control” – JESSE M. FRIED/MIRA GANOR, “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups”, in *New York University Law Review*, vol. 81, 2006, pp. 970-971.

⁹⁶ Art. 390.º, n.º4 do CSC.

⁹⁷ Art. 64.º do CSC.

⁹⁸ Cfr. JESSE M. FRIED/MIRA GANOR, “Agency Costs of...”, p. 989.

deixará de fazer parte da sociedade participada. Mas, mesmo que a SCR não faça parte da administração da sociedade participada, esta continua vinculada a certos deveres, “nomeadamente, quando exerce a sua atividade de aconselhamento (própria do chamado *mentor financing*) é necessariamente guiada por tais padrões de conduta”⁹⁹.

Da mesma forma, é manifesto que a sociedade participada e o seu órgão de gestão também têm deveres para com a SCR, como os de evitar comportamentos abusivos, de informação ou relacionados com as decisões que possam ter influência na participação social do investidor¹⁰⁰. Contudo, como estamos perante investidores profissionais, cuja atividade é o investimento e o fim o lucro através do mesmo, e normalmente as sociedades participadas são PME¹⁰¹ ou *startups*, é expectável que estas, menos experientes, sejam mais facilmente alvo de comportamentos ilícitos¹⁰².

De qualquer modo, a nosso ver, o administrador nomeado pela SCR que fizer parte da gestão da sociedade participada será aquele que incorrerá numa maior probabilidade de interesses conflitantes, já que terá dois senhores: a SCR e a sociedade participada¹⁰³.

b) a SCR (maxime, a administração) e os seus acionistas

Tal como acontece nas sociedades comerciais, os interesses dos acionistas são, por vezes, diferentes dos da sociedade. A maximização do lucro estará sempre na mira dos acionistas, e é uma das principais razões, senão muitas vezes a única, pela qual constituem a sociedade.

No entanto, quem toma as decisões sobre o quotidiano da SCR são os seus administradores. É normalmente da sua competência a deliberação sobre a aquisição e a alienação de participações sociais no capital de outras sociedades (arts. 405.º e 406.º do CSC)¹⁰⁴, onde se tem em conta critérios como as “características do projeto/produto, dos promotores/equipa de gestão, do potencial de saída e financeiras”¹⁰⁵. Assim, estes que

⁹⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, p. 76.

¹⁰⁰ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, p. 77.

¹⁰¹ Segundo o estudo feito, 93% do investimento em capital de risco foi em PME - figura 10. (gráfico circular), ELISABETE PEREIRA, “A pequena e média empresa...”, p. 106.

¹⁰² Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “O Acionista de...”, pp. 165-168.

¹⁰³ Versículo Bíblico de Mateus 6:24 “Ninguém pode servir a dois senhores; porque ou há de odiar um e amar o outro, ou se dedicará a um e desprezará o outro”.

¹⁰⁴ E.g. - Estatutos Portugal Capital Ventures – Sociedade de Capital de Risco, S.A., artigo décimo terceiro, n.º1, al. a).

¹⁰⁵ MARIA DO CARMO CASTRO CORREIA/MANUEL JOSÉ DA ROCHA ARMADA, “Sobre a identificação dos factores de selecção, das formas de intervenção e o contributo das sociedades de capital de risco em

administram a SCR, têm de colocar, em todos os momentos, o interesse da sociedade acima de outros interesses, mesmo os dos próprios acionistas. Todavia, na prática, caso os acionistas não observem a prossecução dos seus interesses, não irão providenciar financiamentos futuros, saindo da sociedade¹⁰⁶.

2.2. Relações Horizontais

Nas relações horizontais, em que há uma paridade entre os sujeitos, destacamos a existência de conflitos entre:

a) os acionistas da SCR

Os acionistas das SCR estão geralmente conscientes de que a atividade desta sociedade é o financiamento de outras e o seu fim o lucro através deste financiamento, por isso, os seus interesses tendem a estar em harmonia. Contudo, é expectável que as vontades dos acionistas de uma sociedade com uma atividade mais avessa ao risco, quando comparada com as demais, não sejam sempre concordantes – ou porque entendem que o investimento naquela sociedade não se afigura rentável; ou porque um outro sê-lo-á mais; ou ainda devido ao facto de não concordarem com o valor do investimento, ou com o momento do desinvestimento¹⁰⁷. Há uma pluralidade de razões.

Compreendemos que esta pressão se faça sentir especialmente pelos acionistas controladores – aqueles com percentagens maioritárias de capital social, ou direitos especiais, verossivelmente mais interessados e que mais arriscam –, capazes de condicionar a atuação da administração.

b) os acionistas da sociedade participada

Neste caso, antes da decisão de aceitação de financiamento através do capital de risco, as vozes díspares entre os acionistas da sociedade participada são uma realidade. O processo de investimento é longo para aqueles que não querem afastar a gestão do seu controlo, e desenrola-se em diferentes fases – “fase preparatória, fase de negociação do

Portugal”, in *Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro*, Universidade de La Rioja, Juan Carlos Calvo (editor), 2007, p. 977.

¹⁰⁶ Cfr. ROBERT P. BARLETT, III, “Venture Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation, in *UCLA Law Review*, vol. 54, UGA Legal Studies Research Paper n.º6-006, 2006, p. 78.

¹⁰⁷ Cfr. *Idem*, p. 71.

quadro contratual associado ao investimento, aplicação do programa de investimento”¹⁰⁸, onde o critério mais importante para selecionar a SCR é a sua reputação¹⁰⁹. A escolha da SCR é de extrema importância, daí que os diferentes interesses existentes se possam fazer ouvir com mais intensidade. Porém, antes deste momento, é de denotar que a anuência, por todos, de que o financiamento através de capital de risco é a resposta, pode gerar contestação que se logrará arrastar durante todo o investimento.

A situação agravar-se-á durante o período de financiamento, pois temos na mesma estrutura acionista os sócios-empresários e a SCR (sócio-investidor). Como esta última se torna uma verdadeira sócia daquela empresa, isto é, adquire uma participação social com todos os direitos que lhe são inerentes, e, como vimos, até direitos especiais, a discórdia ganha outro tom. Estamos, neste momento, perante interesses mais opostos. Se os sócios-empresários são aqueles mais interessados no sucesso da sociedade a longo prazo, mostrando-se mais aptos e empenhados, pois têm mais capital investido que não querem perder, os sócios-financiadores procuram também o sucesso da empresa e não querem perder o capital investido, mas estão mais interessados num triunfo a curto prazo.

3. Os Conflitos de Interesses nos Fundos de Capital de Risco (FCR)

Os FCR são a entidade de capital de risco preponderante no panorama nacional. Estamos diante de um património autónomo, constituído pelas unidades de participação dos seus detentores, que tem de ser gerido por uma entidade gestora. Dada a presença de uma nova parte na atividade de capital de risco, proliferam-se os conflitos de interesses.

Louvando-nos aqui na exposição de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹¹⁰, distinguiremos, em seguida, apenas aqueles que surgem nas relações verticais e horizontais.

3.1. Relações Verticais

Primeiramente, nas relações verticais aludimos aos conflitos entre:

a) a entidade gestora, a sociedade participada e os seus administradores

¹⁰⁸ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...*, p. 937.

¹⁰⁹ Cfr. MARIA DO CARMO CORREIA/MANUAL ARMADA, “Sobre a identificação...”, p. 977.

¹¹⁰ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, p. 75.

Segundo os arts. 17.º, n.ºs 1 e 2 e 44.º, n.º4 do RJCR, a gestão do FCR é feita por uma entidade gestora, que pode ser, entre outras, uma SCR, SGOIC ou SGFCR.

Estamos na presença de uma situação idêntica àquela que vimos quanto ao conflito entre a SCR e a sociedade participada, excetuando-se apenas quanto à atuação, agora indireta, da SCR. A SCR surge na veste de entidade gestora de um fundo, atuando como intermediária entre o fundo e os seus participantes e a sociedade participada.

No que concerne à entidade gestora e aos seus deveres, dispomos prontamente do RJCR que estipula os seus deveres, designadamente quanto à sua atuação em caso de conflitos de interesses. Todavia, quanto aos conflitos de interesses entre a entidade gestora e a sociedade participada não encontramos qualquer referência na lei, o que não é descabido, porquanto, “em princípio, há coincidência de interesses entre investidor e sociedade: o benefício da sociedade é o benefício do investidor”¹¹¹. Na prática, porém, os interesses não são tão coincidentes assim. O benefício da sociedade é igualmente do investidor, caso, consoante vimos, este surja a curto-prazo, ou melhor, no período do investimento.

O conflito que estamos agora a analisar acontece no mesmo sentido daquele que se verifica entre a SCR e a sociedade participada, assentando a diferença entre ambos no facto daquele se agudizar relativamente a este, visto que juntamos à equação os interesses de uma outra entidade.

b) a entidade gestora (incluindo seus administradores, colaboradores e sociedades em relação de controlo) e os fundos por si geridos

Abordamos aqui o conflito de interesses entre a entidade gestora e o fundos por si geridos. De certa maneira, encontramos-nos perante a mesma relação estabelecida entre a SCR e o seu órgão de administração, existindo uma relação de agência (principal-agente) entre ambos. Acontece que, no caso em apreço, a entidade gestora não tem apenas um fundo para gerir, são múltiplos, ressaltando-se a colisão de interesses no seio da entidade gestora e dos seus membros. *E.g.*, caso uma entidade gestora tenha sob sua alçada dois fundos que investem no mesmo setor de atividade, em empresas concorrentes ou até na mesma empresa, é difícil de perceber a consagração de uma entidade gestora isenta e

¹¹¹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, p. 77.

independente. De qualquer forma, o RJCR procura proteger os fundos ao atribuir às entidades gestoras a obrigação de agir em defesa dos melhores interesses dos organismos de investimento em capital de risco por si geridos e de adotar as medidas razoáveis para evitar conflitos de interesses (art. 53.º, n.º1, als. b) e d) do RJCR).

c) a entidade gestora (em especial, o seu administrador/sócio) e os participantes

Reparamos a preocupação do legislador quanto a esta relação contratual ao ter-lhe feito referência, entre noutros momentos, no art. 18.º, n.º2 do RJCR, onde se lê que “as entidades gestoras devem abster-se de intervir em negócios que gerem conflitos de interesse com os titulares das unidades de participação dos fundos de capital de risco sob a sua gestão”, tendo o dever de agir em defesa do melhor interesse dos participantes (art. 53.º, n.º1, al. b), 1ª parte do RJCR).

A relação estabelecida entre a entidade gestora do fundo, mais concretamente na pessoa dos seus administradores, e os participantes do fundo não tem um vínculo societário como acontece com a SCR e os seus acionistas. Trata-se antes de um vínculo contratual, pois é através do regulamento de gestão, elaborado pela entidade gestora, que são dispostas as normas que vão reger o funcionamento do fundo (art. 19.º do RJCR). Isto significa que aqueles que queiram subscrever ou adquirir unidades de participação do FCR, os participantes – portadores de “uma posição jurídica unitária e global, constituída por um feixe de direitos e deveres”¹¹² – têm de se sujeitar ao que estiver clausulado no regulamento de gestão, que é formulado unilateralmente pela entidade gestora. Deparamo-nos, assim, perante um contrato de adesão, onde há “um jogo entre a autonomia da vontade (ou liberdade negocial) dos participantes, que aceitam a conformação da sua relação com a entidade gestora através do regulamento de gestão e a independência e autonomia da entidade gestora na gestão do fundo”¹¹³.

Dada a conjuntura, é evidente a propensão para a existência de conflitos de interesses entre estas partes. Por um lado, os participantes do fundo têm como propósito rentabilizar o seu investimento, deixando as suas unidades de participação à mercê da gestão da entidade gestora. Por outro, a entidade gestora tem “incentivos para gerir o fundo nos

¹¹² José Engrácia Antunes, *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2020, 4.ª edição, p. 157.

¹¹³ ANA NUNES TEIXEIRA, “A Gestão dos Fundos de Capital de Risco - Conflitos de Interesses entre a Entidade Gestora e os Participantes”, in *Revista de Direito das Sociedades*, vol. III, Lisboa, Almedina, ano X, 2018, p. 576.

seus próprios interesses e nos do grupo no qual se encontra inserida”¹¹⁴, tendo de, ao mesmo tempo, proteger os interesses dos titulares de unidades de participação de FCR por si geridos (art. 18.º, n.º1 do RJCR).

d) a entidade gestora e outros investidores/acionistas da sociedade participada

Acabámos de ver os diversos interesses que a entidade gestora tem de correlacionar na sua atuação. Somando-se a estes a existência de, *e.g.*, outros investidores em capital de risco, como uma SCR ou mesmo outro FCR, e dos próprios sócios da sociedade participada, a disparidade entre os interesses das variadas partes torna-se mais evidente. Deve, assim, atender-se “ao poder de influência e à relação especial decorrente do impacto da entidade gestora na sociedade participada”¹¹⁵.

3.2. Relações Horizontais

Por fim, cumpre-nos referir os conflitos que podem surgir nas relações horizontais entre:

a) as várias empresas em que investe o mesmo fundo (que indiretamente consubstancia conflito entre a entidade gestora e a sociedade, bem como com outros acionistas dessa sociedade)

O FCR que investe em diferentes empresas, sobretudo se forem do mesmo setor de atividade, conduzirá à utilização de informações, segredos, *know-how*, entre outros, de umas empresas pelas outras. Na prática, esta partilha é feita pela entidade gestora que participa, em muitos casos, nas decisões de gestão destas sociedades, onde tem inevitavelmente em conta o interesse do fundo, sobretudo devido ao facto de ser este aquele que a remunera.

A simples possibilidade de o mesmo fundo investir em empresas concorrentes arrasta consigo a predisposição à existência de conflitos de interesses. *E.g.*, o FCR x investe nas empresas *a*, *b* e *c*, do mesmo ramo – isto leva a que a entidade gestora do FCR x , ao atuar na empresa *a*, tome decisões influenciadas por aquilo que soube da empresa *b* ou *c*, e que não saberia caso o FCR x não investisse nessas empresas. Mesmo que não se trate de

¹¹⁴ *Idem*, p. 570.

¹¹⁵ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, p. 79.

empresas concorrentes, a utilização de informações obtidas numa empresa influi a forma de atuação nas restantes empresas, e vice-versa.

b) as várias sociedades geridas pela mesma entidade gestora mas por intermédio de diferentes fundos

A entidade gestora pode gerir mais do que um fundo e conseqüentemente mais do que uma sociedade. Ora, esta entidade gestora pode utilizar, mesmo que inconscientemente a informação que obtém numa empresa para tomar uma decisão mais acertada na outra, mas pode especialmente prosseguir o interesse de um determinado fundo, dada a informação que tem acerca dos restantes e dos respetivos investimentos nas empresas. Neste caso, há claramente uma sociedade que sairá beneficiada, em detrimento das outras.

c) os fundos geridos pela mesma entidade gestora

Tal como acontece no conflito supramencionado, os fundos geridos pela mesma entidade gestora, especialmente se estes investirem no mesmo setor de atividade, ou inclusive na hipótese de investirem na mesma sociedade, encontram-se, entre si, numa situação de conflito de interesses.

A circunstância de a mesma entidade gestora gerir variados fundos levanta controvérsias entre os diferentes fundos e a entidade gestora.

Capítulo III – Os Remédios Legais e Outros

1. O Problema

De acordo com o exposto anteriormente, facilmente constatamos que os conflitos de interesses nas relações estabelecidas aquando do investimento em capital de risco proliferam em todas as direções.

Apesar de se considerar a presença de conflitos de interesses como normal, desejável, ou diríamos até condição *sine qua non* para se investir em capital de risco, uma das partes acaba por sair prejudicada – especialmente a menos experiente, a principiante ou aquela que vê no capital de risco a saída.

A nosso ver, o principal dilema que se coloca, não reside tanto na existência dos conflitos de interesses propriamente dita – conseguimos perceber a sua razão de ser –, mas principalmente nos deveres fiduciários que são violados neste emaranhado de interesses. Tal deve-se à circunstância de o investimento em capital de risco dar origem a uma “estrutura de governo societário altamente incomum”¹¹⁶, porque temos num só órgão de gestão/administração vários interesses conflitantes.

Deste modo, enfatizamos os conflitos de interesses que surgem no âmbito da relação de agência, estabelecida entre o principal (sócios/acionistas) e o agente (órgão de gestão/administração)¹¹⁷, quer da sociedade participada, quer da entidade de capital de risco. O agente é aquele que toma as decisões e o principal aquele que sofrerá com as consequências das mesmas, dissociando-se a propriedade e a gestão da sociedade. Surgem, assim, os problemas de agência (*agency problems*), fruto desta dissociação.

Ora, se os interesses entre estas partes são dissonantes, juntando-se a assimetria de informação que está patente nestas relações¹¹⁸, surgem conflitos de interesses mais impactantes e com mais repercussões¹¹⁹⁻¹²⁰, uma vez que a presença de conflitos de interesses na relação de agência acarreta, geralmente, a violação de deveres fundamentais.

No âmbito do capital de risco, estes problemas de agência ganham outra dimensão, pois “o ambiente é caracterizado por uma incerteza substancial acerca dos pagamentos nos investimentos individuais e um elevado grau de assimetria de informação entre os principais e os agentes”¹²¹. Não obstante, o alinhamento entre os interesses das diferentes partes é difícil, senão impossível, de obter. Caso procurássemos eliminar os conflitos de interesses através, *e.g.*, da regulação do regime do capital de risco, com normas análogas

¹¹⁶ JESSE M. FRIED/MIRA GANOR, “Agency Costs of...”, p. 971. Tradução da nossa responsabilidade.

¹¹⁷ JENSEN e MECKLING definiram a relação de agência como “a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent” – Cfr. MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, 3, Rochester, North-Holland Publishing Company, 1976, p. 308.

¹¹⁸ O principal, incumbido da direção efetiva da empresa, é portador de informações que o agente, aquele que assume o risco do capital, não tem acesso privilegiado.

¹¹⁹ A este respeito, CHRISTOPH KUMPAN/PATRICK C. LEYENS entendem que “(s)ituations that need to be regulated are particularly those that are characterized as principal-agent relationships. In a principal-agent relationship one party (the agent) will ordinarily hold discretionary decision-making power to affect the wealth of another (the principal)”. Cfr. CHRISTOPH KUMPAN/PATRICK C. LEYENS, “Conflicts of Interest of Financial Intermediaries - Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation”, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, n.º1, p. 79-80.

¹²⁰ MIKE RIGHT/KEN ROBBIE, “Venture Capital and Private Equity: review and synthesis”, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5)&6, 1998, p. 524.

¹²¹ WILLIAM A. SAHLMAN, “The structure and governance of venture-capital organizations”, in *Journal of Financial Economics*, n.º27, North-Holland, 1990, p. 517-518. Tradução da nossa responsabilidade.

às que existem para as sociedades comerciais¹²², o capital de risco extinguir-se-ia também.

Assim, no âmbito da relação de agência que se verifica no capital de risco, achamo-nos fundamentalmente na presença de dois conflitos de interesses entre:

- i) Os acionistas da SCR ou os participantes do FCR e a administração da SCR e a entidade gestora do FCR, respetivamente
- ii) Os sócios da sociedade participada e os membros do órgão de gestão/administração nomeados pela entidade de capital de risco

O objetivo deste capítulo é demonstrar as soluções que o quadro normativo apresenta para amenizar os conflitos de interesses e assegurar o cumprimento dos deveres a que as partes estão incumbidas. Por outras palavras, pretendemos conhecer quais os remédios para as situações em que se verificam conflitos de interesses, por parte da SCR ou da entidade gestora, dado que estas estão dotadas de autonomia e independência na gestão, quer da entidade de capital de risco, quer da sociedade participada. A constatação da colisão de interesses na gestão leva à violação de deveres fiduciários, como o dever de lealdade, previsto no art. 64.º, n.º1, al. b) do CSC.

2. As Normas sobre Conflitos de Interesses no RJCR

No que concerne aos conflitos de interesses, a transposição da DGFIA para a ordem jurídica interna com a Lei n.º18/2015, de 04/03, teve tradução, entre outros, nos arts. 17.º, n.º4, 18.º, 53.º, n.º1, al. d) e 54.º do RJCR.

As normas destes artigos referem-se apenas à atuação nos FCR pelas entidades gestoras. As dos arts. 17.º, n.º4 e 18.º do RJCR indicam que a atuação da entidade gestora deve ser realizada no interesse dos participantes, não se vislumbrando nenhuma forma de as fazer cumprir, ou as consequências do seu não cumprimento. Já os arts. 53.º e 54.º do RJCR demonstram as medidas razoáveis para mitigar os conflitos de interesses. Estas passam por evitar conflitos de interesses¹²³, isto é, “impedir a verificação de situações de conflito”¹²⁴, porém, no evento de não poderem ser evitados, ter-se-á que identificar a

¹²² Como é o caso dos arts. 251.º e 384.º, n.º6, 254.º e 398.º, 414.º e 414.º-A do CSC.

¹²³ Art. 53.º, n.º1, al. d) do RJCR.

¹²⁴ ANA ISABEL VIEIRA, “Conflitos de Interesses e Capital de Risco”, in *Revista de Direito Civil*, vol. 5, Coimbra, Almedina, 2017, p. 1038.

ocorrência de conflitos de interesses¹²⁵, ou seja, reconhecer que as situações de conflitos não foram evitadas e conseguir caracterizar o conflito (os intervenientes, as partes prejudicadas, a ocorrência de dano, entre outros)¹²⁶. A lei continua dizendo que, depois de identificados, dever-se-ão gerir e acompanhar¹²⁷. Por fim, sendo caso de os ter de gerir e acompanhar, a divulgação dos mesmos é o último passo, a fim de evitar que afetem negativamente os interesses dos organismos de investimento em capital de risco e dos participantes¹²⁸.

Porém, esta regulação exhibe várias limitações. Em primeiro lugar, porque apenas está prevista para as situações em que os FCR são geridos por SGFCR e SICR. Não se englobam, assim, as SCR enquanto entidades gestoras de FCR, estando estas numa situação muito propícia à ocorrência de conflitos de interesses, porque têm, por um lado, os interesses dos acionistas da SCR e da sociedade participada e, por outro, os interesses dos participantes do fundo, devendo, a entidade gestora atuar no exclusivo interesse destes¹²⁹. Alertamos, contudo, para a alusão à previsão acerca do procedimento de gestão e mitigação de conflitos de interesses no regulamento interno da SCR¹³⁰, feita pelo art. 13.º, al. f) do Regulamento da CMVM N.º3/2015 - Versão Consolidada. Mesmo assim, não se verifica, ao contrário do que acontece com as restantes entidades gestoras, a imposição legal de evitar, identificar, gerir e acompanhar e divulgar a existência de conflitos de interesses.

Para além de tudo isto, atrás demonstrámos que a existência de conflitos de interesses é desejável para aqueles que investem em capital de risco. Logo, será muito difícil que um investidor decida sujeitar-se a um regulamento de gestão (nos FCR) ou a adquirir uma ação numa SCR portadora de um regulamento interno com normas muito restritas quanto às medidas aplicáveis a estas situações – o que levará as entidades gestoras a serem muito prudentes naquilo que configuram como conflitos de interesses.

¹²⁵ Arts. 53.º, n.º1, al. d) e 54.º, n.º1 do RJCR.

¹²⁶ ANA ISABEL VIEIRA, “Conflitos de Interesses...”, p. 1038.

¹²⁷ Arts. 53.º, n.º1, al. d) e 54.º, n.º2 do RJCR.

¹²⁸ Arts. 53.º, n.º1, al. d) e 54.º, n.º3, al. b) do RJCR.

¹²⁹ Art. 17.º, n.º4 do RJCR.

¹³⁰ Art. 7.º, n.º3, al. i) do RJCR.

3. As Normas Sancionatórias do RJCR

De acordo com o art. 359.º, n.º1, al. p) do CVM, as entidades de capital de risco estão sujeitas à supervisão da CMVM. Ora, é a CMVM a entidade reguladora que lhes monitoriza a atividade. Desta feita, a CMVM tem competência para aplicar sanções¹³¹ às entidades de capital de risco que violem os deveres previstos no RJCR e na respetiva regulamentação¹³², como o regulamento de gestão dos FCR ou o regulamento interno das SCR.

Portanto, da violação de deveres de atuação no exclusivo interesse dos participantes¹³³, da resolução de situações de conflitos de interesses de modo não equitativo ou discriminatório¹³⁴, ou da inobservância de deveres relativos a conflitos de interesses¹³⁵, há lugar à constituição de uma contraordenação muito grave, punível com coima de €25 000 a €5 000 000.

No entanto, o pagamento de uma coima não melhora a posição daqueles que foram afetados pela violação dos deveres. Cumpre-nos questionar de que forma é que o pagamento de uma sanção contraordenacional, imposta pelo regulador, fará com que a situação daquele que viu o seu interesse prejudicado seja revertida. Por outras palavras, que meios de ressarcimento possui aquele que subscreveu unidades de participação de um FCR ou o que adquiriu participações sociais de uma SCR, e presenciou os seus interesses a serem postos de parte em detrimento de outros? Aquele que viu o seu interesse lesado permanece na mesma situação, quer haja ou não o pagamento da coima pelo infrator¹³⁶.

A este respeito, é importante lembrar que a CMVM, como outros reguladores, é um *stakekeeper*, cria regras e supervisiona o seu cumprimento, procurando “proteger os interesses últimos e legítimos dos *stakeholders* ou, pelo menos, de alguns deles, e

¹³¹ Art. 76.º do RJCR.

¹³² Art. 74.º do RJCR.

¹³³ Art. 75.º, n.º1, al. j) do RJCR.

¹³⁴ Art. 75.º, n.º1, al. l) do RJCR.

¹³⁵ Art. 75.º, n.º1, al. m) do RJCR.

¹³⁶ Neste sentido, cfr. MIGUEL SOUSA FERRO/NUNO SALPICO, “A Indemnização dos consumidores como prioridade dos reguladores”, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, ano LXII, número 2, Lisbon Law Editions, Lisboa, 2021, p. 407-445. A realidade aqui explanada adapta-se facilmente ao investidor que sai lesado de um conflito de interesses num investimento em capital de risco. A nosso ver, o regulador – no caso a CMVM – deverá procurar formas de privilegiar a compensação dos lesados, ao invés do pagamento de coimas.

consequentemente contribuir para a minimização dos custos de agência de que podem ser vítimas”¹³⁷.

4. Meios Alternativos de Resolução de Conflitos

Sem respostas no RJCR e por parte do regulador, resta-nos procurar outras formas de compensar aquele que viu o seu interesse afetado.

Assim, antes de recorrer às instâncias judiciais, onde os processos são geralmente custosos e demorados, podemos conjecturar outras formas de resolver os conflitos de interesses que surgem das relações estabelecidas no capital de risco.

Dispomos, desde logo, do Regulamento da CMVM n.º2/2016¹³⁸ que define as regras de funcionamento do sistema de resolução extrajudicial de conflitos entre investidores não qualificados e entidades supervisionadas pela CMVM.

Uma das opções consiste no serviço de tratamento de reclamações da CMVM, destinado à resolução de conflitos entre os investidores não qualificados e as entidades supervisionadas pela CMVM¹³⁹. Depois de apresentada queixa à entidade supervisionada, no nosso caso, às SCR ou aos FCR, o reclamante pode apresentar queixa à CMVM. Na ocorrência de a CMVM entender que a pretensão do reclamante tem fundamento, dirige uma recomendação ou uma determinação à entidade supervisionada, dando-lhe a oportunidade de adotar as medidas necessárias e adequadas para reverter aquela situação. Há aqui uma “persuasão moral”¹⁴⁰, pois “o regulador não resolve o conflito nem pode instruir os prestadores de serviços para compensar os investidores”¹⁴¹.

Uma outra opção tem que ver com os Mecanismos de Resolução Alternativa de Litígios, mais concretamente com a mediação e a arbitragem. Na mediação contamos com uma terceira parte que procura auxiliar aquelas em conflito a encontrar uma solução, com base nos interesses comuns das partes. A CMVM disponibiliza um procedimento de

¹³⁷ CARLOS ALVES, “Corporate Governance, Auditoria e Regulação: há conflito de interesses?”, in *CadMVM* n.º55, 2016, p. 121.

¹³⁸ Regulamento da CMVM n.º2/2016 – Reclamações e resoluções de conflitos (com as alterações introduzidas pelo Regulamento da CMVM n.º3/2019).

¹³⁹ Arts. 5.º ss. do Regulamento da CMVM n.º2/2016.

¹⁴⁰ MARIA JOÃO TEIXEIRA, “Os mecanismos de resolução de conflitos na proteção dos investidores - diferentes modelos e o papel do regulador”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021, p. 285.

¹⁴¹ *Idem*, p. 290.

mediação voluntária de conflitos patrimoniais entre investidores não qualificados e entidades supervisionadas pela CMVM, emergentes de relações que envolvem instrumentos financeiros¹⁴². No caso, e atendendo igualmente aos arts. 33.º e 34.º do CVM, mais concretamente às entidades do n.º1 do art. 34º, as entidades de capital de risco não são destinatárias deste serviço. Fora deste serviço público, os centros de mediação existentes em Portugal não costumam resolver querelas do foro financeiro¹⁴³.

Na arbitragem, em que o terceiro que intervém – o árbitro – decide, isto é, toma uma decisão vinculativa com base em lei ou em equidade, a CMVM detém uma política de promoção e apoio às soluções de arbitragem¹⁴⁴. Caso as partes decidam resolver o seu conflito através da arbitragem, encontram um processo mais célere, confidencial, e que não leva à criação de precedente, contrariamente ao que acontece nas instâncias judiciais.

5. Recurso aos Tribunais

O recurso aos tribunais, num situação de conflitos de interesses, é a situação que, provada a factualidade, reconstituirá a situação patrimonial do lesado, dada a ocorrência do facto danoso.

Como nenhuma das soluções apresentadas indemniza o investidor ou a sociedade participada e/ou os seus sócios pela violação dos deveres fundamentais dos administradores, surge assim a necessidade de responsabilizar aqueles que incumpram com os seus deveres legais, quer seja o dever de lealdade ou o de cuidado, quer seja o dever de boa-fé. Caso não seja conjeturada uma forma de os responsabilizar, os investidores encontrar-se-ão desprotegidos todas as vezes que existir investimento em capital de risco.

Recorremos, assim, caso exista, à lei subsidiária aplicada a cada um dos intervenientes em capital de risco.

Na circunstância de estarmos perante um conflito enunciado acima como ii), isto é, um conflito entre os sócios da sociedade participada e os membros do órgão de administração, especificamente os nomeados pela entidade de capital de risco, socorrer-nos-emos das normas de responsabilidade do CSC. Isto porque, caso estejamos na

¹⁴² Arts. 14.º ss. do Regulamento da CMVM n.º2/2016.

¹⁴³ MARIA JOÃO TEIXEIRA, “Os mecanismos de...”, p. 294.

¹⁴⁴ Art. 22.º do Regulamento da CMVM n.º2/2016.

presença de um conflito de interesses resultante da violação de deveres fundamentais numa sociedade comercial – em princípio, tratando-se de um conflito de interesses, há a violação do dever de lealdade, pois os administradores estavam incumbidos de prosseguir o interesse da sociedade¹⁴⁵ –, devemos considerar as normas de responsabilidade dos administradores presentes nos arts. 72.º ss. do CSC. Neste conflito, esta resolução aplica-se a todas as entidades de capital de risco.

No que concerne ao conflito enumerado como i), entre os acionistas das SCR e a administração da SCR ou os participantes do FCR e a entidade gestora, a resolução não será a mesma.

Relativamente às SCR, atentando na previsão legal que nos indica que têm de ser constituídas segundo o tipo de sociedades anónimas (art. 11.º, n.º1 do RJCR) e à menção feita ao CSC no seu excurso legislativo¹⁴⁶, devemos atender aos arts. 72.º ss. do CSC relativos à responsabilidade civil pela administração da sociedade – no caso, da SCR. Os conflitos de interesses entre os acionistas da SCR e os administradores da SCR que resultem na violação de deveres fundamentais – sobretudo o dever de lealdade, uma vez que os administradores da SCR terão de prosseguir o interesse da SCR – levar-nos-á a examinar as disposições normativas do CSC relativas à responsabilidade. À partida, neste contexto, verificar-se-á igualmente a responsabilização solidária da SCR, nos termos do art. 390.º, n.º4 do CSC.

Quanto aos FCR, não estamos perante um sociedade comercial, como acontece nas SCR. Os FCR são constituídos a partir de um vínculo contratual, logo aplicar-se-á o regulamento de gestão para dirimir os conflitos entre as partes. No silêncio do mesmo, visto que estamos perante um fundo de investimento, poder-se-ia empregar os arts. do RGOIC¹⁴⁷. Todavia, o art. 1.º, n.º2, al. a) do RGOIC dispõe que aos organismos de investimento em capital de risco é-lhes legislação especial¹⁴⁸.

Ainda assim, reparamos que muitas são as menções ao RGOIC ao longo do texto do RJCR¹⁴⁹ e que subsistem bastantes semelhanças entre os regimes. Alguns autores

¹⁴⁵ Art. 64.º, al. b) do CSC.

¹⁴⁶ Art. 11.º, n.º4 do RJCR.

¹⁴⁷ Lei n.º16/2015, de 24/02.

¹⁴⁸ Os FCR, juntamente com, entre outros, os *hedge funds*, os fundos de investimento imobiliários e os fundos de investimento mobiliário não harmonizados são considerados Fundos de Investimento Alternativo. A letra do art. 3.º, n.º2 do RJCR indica-nos que os FCR são organismos de investimento alternativo fechados.

¹⁴⁹ Arts. 2.º, n.º5 a 7, 8.º, n.º2, 45.º, n.º3, 46.º, n.º4, 47.º, n.º3, 48.º, n.º3, als. d) e e), 52.º, 53.º, n.º3, 60.º, n.º1, 61.º, 62.º, n.º2, 63.º, 64.º, 65.º, 65º-A, n.º4, 75.º, n.º1, al. b), 70.º, 72.º e 73.º.

defendem a existência de um “argumento sistemático” entre as soluções apresentadas no capital de risco e as do RGOIC, quanto “à preponderância dos documentos constitutivos e vontade das partes aí [no RGOIC] manifestada”¹⁵⁰. No mesmo sentido, e a propósito da transposição da DGFIA para o RJCR, mas também para o RGOIC, é “legítimo considerar que, pelo menos, parte das considerações [feitas a propósito do RGOIC] serão aplicáveis numa leitura do RJCR”¹⁵¹.

Ainda, no que concerne aos ICR, visto que são constituídos obrigatoriamente segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas (art. 14.º, n.º1 do RJCR), seguimos a mesma lógica, prestando agora atenção aos arts. 270.º-F e 84.º do CSC.

6. A Prevenção dos Conflitos de Interesses

Atenta a importância que o investimento em capital de risco tem para o financiamento das empresas, torna-se relevante fazer uma breve menção a algumas formas de precaver situações de conflitos de interesses potencialmente danosas para as partes.

Antes de mais, compete-nos referir os mecanismos de *corporate governance* que surgem numa tentativa de resolver os problemas de agência. Estes têm como propósito promover uma maior intervenção dos acionistas, a interferência do órgão de fiscalização na gestão da sociedade – resumidamente, a adoção de regras e princípios de boa governação societária¹⁵².

Outra forma de evitar conflitos de interesse é através da aposição, no contrato de investimento, de cláusulas de arrastamento ou *drag-along*. São cláusulas relacionadas com o desinvestimento, em que um determinado sócio tem de alienar as suas participações a um terceiro, caso um outro as venda também. Têm como propósito “reagir a conflitos de interesses entre liquidez e estabilidade: essencialmente protege-se um

¹⁵⁰ PEDRO SOUSA COELHO/ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Substituição da Entidade Gestora de Fundos de Investimento Alternativos”, in *Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida*, Coimbra, Almedina, 2017, p. 133.

¹⁵¹ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, “Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: regime atual e perspectivas futuras”, in *CadMVM* n.º52, 2015, p. 85.

¹⁵² Neste sentido, surgiu em Portugal, no ano de 2018, o Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* cuja adoção às suas regras pelas sociedades é voluntária, no entanto, caso não sejam cumpridas, terão de explicar porquê.

acionista do comportamento oportunista do outro em empresa em que ambos fizeram fortes investimentos específicos (capital de risco,...)”¹⁵³.

Mais são enumeradas, como a qualidade do processo de decisão, a compreensão dos deveres fiduciários e dos possíveis conflitos por parte do órgão de administração, a procura de pareceres por parte de conselheiros externos, a divulgação dos factos apropriados aos acionistas, ou a reunião da documentação necessária para um possível processo de defesa¹⁵⁴.

¹⁵³ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias de saída...”, p. 832.

¹⁵⁴ Cfr. STEVEN E. BOCHNER/AMY L. SIMMERMAN, *The Venture Capital...*, p. 22-26. Tradução da nossa responsabilidade.

Conclusão

Face ao exposto, o cerne deste trabalho assenta na procura de um equilíbrio entre os conflitos de interesses existentes e a continuidade da atividade de capital de risco.

Após contextualizarmos o capital de risco, competia-nos compreender as relações estabelecidas entre as partes no âmbito do investimento em capital de risco. Nestas, constatámos a diversidade de interesses presentes, que assenta essencialmente na dualidade *short-termism/long-termism*. Com o financiamento, a gestão da sociedade participada vive a dois tempos: o daqueles que procuram a melhoria e a manutenção da atividade da sociedade com o financiamento, e o daqueles que financiam para aumentar o valor das participações sociais e depois desinvestir, pois o lucro do seu investimento depende da diferença entre o valor da participação social no momento do investimento e do desinvestimento. Para além disto, outros interesses assombram a gestão da sociedade participada, como os daqueles que visam, *e.g.*, vantagens pessoais ou beneficiar terceiros estranhos aquele financiamento.

Com isto em mente, e com uma pluralidade de partes em jogo, multiplicam-se os interesses desarmoniosos nas mais diversas frentes. Os conflitos de interesses tornam-se, assim, comuns e queridos para os intervenientes do capital de risco, que consideram que sem a sua existência, não faz sentido investir. “Num cenário ideal, nunca deveria haver conflitos de interesses, dado que a entidade gestora saberia, a todo o tempo, qual deveria ser o interesse prevalecente.”¹⁵⁵. Contudo, nem sempre é assim.

Tomando-se a presença de conflitos de interesses como “característica endémica”¹⁵⁶ do capital de risco, esta não pode passar despercebida quando são violados deveres fundamentais. Não procurámos atentar no desempenho daquele que administra, mas sim condenar as situações em que o faz tendo em conta interesses que não os da sociedade, onde “inflige um prejuízo (...) [a outrem], com vista a obter uma vantagem pessoal”¹⁵⁷. O art. 64.º, n.º1, al. b) do CSC consagra o dever de lealdade do administrador aquando da administração de uma sociedade, lendo-se que se devem observar “deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da

¹⁵⁵ HUGO MOREDO SANTOS, “Um Governo para os Fundos de Investimento”, *in O Governo das Organizações, A Vocação Universal do Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2011, p. 379.

¹⁵⁶ ROBERT P. BARLETT, III, *Venture Capital, Agency...*, p. 96. Tradução da nossa responsabilidade.

¹⁵⁷ SOFIA LEITE BORGES, “A Regulação Geral...”, p. 70.

sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”. Da leitura deste preceito, concluímos que o administrador deve lealdade à sociedade, isto é, quando administra fá-lo tendo em consideração o interesse da sociedade, devendo os interesses dos outros sujeitos elencados serem tidos em conta quando o da sociedade está garantido.

Desta forma, analisámos os remédios que a lei e outros instrumentos continham acerca dos conflitos de interesses no âmbito do capital de risco, focando-nos no caso de se verificar a violação de deveres fundamentais por parte dos administradores ou gerentes, fundamento de ilicitude da sua responsabilidade. É, neste contexto, e face ao exposto, que apelamos a uma maior atenção por parte do regulador e do legislador.

O propósito deste trabalho não é o de denegrir a imagem do capital de risco, antes pelo contrário. Procuramos perceber o contexto, as tensões entre os interesses das diferentes partes e as razões pelas quais existem. Aceitamos a existência de conflitos de interesses no capital de risco, percebemos que motiva o investimento. Não obstante, estes têm de estar subordinados pelo império da lei, pois há outros interesses em jogo. É de reconhecer que não procurámos uma maior regulamentação, mas sim uma maior eficácia na resposta.

Bibliografia

Livros e Artigos

ALVES, CARLOS, “Corporate Governance, Auditoria e Regulação: há conflito de interesses?”, in *CadMVM* n.º55, 2016.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2020, 4.^a edição.

—, “Os *Hedge Funds* e o Governo das Sociedades”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora, 2009.

ATHAYDE, AUGUSTO / ATHAYDE, AUGUSTO ALBUQUERQUE DE / ATHAYDE, DUARTE DE, *Curso de Direito Bancário*, volume 1, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, 2.^a edição.

BARLETT, ROBERT P., III, “Venture Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation”, in *UCLA Law Review*, vol. 54, UGA Legal Studies Research Paper n.º6-006, 2006.

BOCHNER, STEVEN E. / SIMMERMAN, AMY L., “The Venture Capital Board Member’s Survival Guide: handling conflicts effectively while wearing two hats”, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 41, n.º1, 2016.

BORGES, SOFIA LEITE, “O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010.

—, “A Regulação Geral do Conflito de Interesses na DMIF”, in *CadMVM* n.º27, 2007.

CAETANO, PAULO, *Capital de Risco*, Coimbra, Actual Editora, 2013.

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2018, 4.^a edição.

—. “Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Retrato Anatómico”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010.

CARVALHO, ORLANDO DE, *Direito das Empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012.

COELHO, PEDRO SOUSA / GUINÉ, ORLANDO VOGLER, “Substituição da Entidade Gestora de Fundos de Investimento Alternativos”, in *Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida*, Coimbra, Almedina, 2017.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, 2018, 6.^a edição.

—. *Tratado de Direito Civil I*, Coimbra, Almedina, 2012, 4.^a edição.

CORREIA, MARIA DO CARMO CASTRO / ARMADA, MANUEL JOSÉ DA ROCHA, “Sobre a identificação dos factores de selecção , das formas de intervenção e o contributo das sociedades de capital de risco em Portugal”, in *Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro*, Universidade de La Rioja, Juan Carlos Calvo (editor), 2007.

COSTA, RICARDO ALBERTO SANTOS, *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Tese de Doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais, Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2012.

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, “Sustentabilidade, Grupos de Interesses e Propósito Empresarial”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021.

FERRO, MIGUEL SOUSA / SALPICO, NUNO, “A Indemnização dos consumidores como prioridade dos reguladores”, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, ano LXII, número 2, Lisbon Law Editions, Lisboa, 2021.

FRIED, JESSE M. / GANOR, MIRA, “Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups”, in *New York University Law Review*, vol. 81, 2006.

- HSU, DAVID H. / KENNY, MARTIN, *Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, University of California, Berkeley, 2004.
- HSU, HUNG-CHIA / REED, ADAM V. / ROCHOLL, JÖRG, *Competitive Effects of Private Equity Investments*, Working Paper, EFM Symposium of Entrepreneurial Finance & Venture Capital Markets, 2011.
- JENSEN, MICHAEL C. / MECKLING, WILLIAM H., “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, 3, Rochester, North-Holland Publishing Company, 1976.
- KUMPAN, CHRISTOPH / LEYENS, PATRICK C., “Conflicts of Interest of Financial Intermediaries - Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation”, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, n.º1.
- OLIVEIRA, ALEXANDRE NORINHO DE, “Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: regime atual e perspectivas futuras”, in *CadMVM* n.º52, 2015.
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2021, 2.^a edição.
- , *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2018.
- , “Estratégias de saída no capital de risco”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021.
- PEREIRA, ELISABETE, “A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspetiva do Capital de risco”, in *CadMVM* n.º32, 2009.
- PINA, CARLOS COSTA, *Instituições e mercados financeiros*, Coimbra, Almedina, 2004.

- REGO, MARGARIDA LIMA, *O contrato de Seguro e Terceiros*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010.
- RIGHT, MIKE / ROBBIE, KEN, “Venture Capital and Private Equity: review and synthesis”, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5)&6, 1998.
- SAHLMAN, WILLIAM A., “The structure and governance of venture-capital organizations”, in *Journal of Financial Economics*, n.º27, North-Holland, 1990.
- SANTOS, HUGO MOREDO, “Um Governo para os Fundos de Investimento”, in *O Governo das Organizações, A Vocação Universal do Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2011.
- SERRA, CATARINA, “Investimentos de capital de risco na reestruturação de empresas”, in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2016.
- SOARES, ANTÓNIO DE ALMEIDA FERREIRA, “Breves Notas sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco”, in *CadMVM* n.º15, 2002.
- TEIXEIRA, ANA NUNES, “A Gestão dos Fundos de Capital de Risco - Conflitos de Interesses entre a Entidade Gestora e os Participantes”, in *Revista de Direito das Sociedades*, vol. III, Lisboa, Almedina, ano X, 2018.
- TEIXEIRA, MARIA JOÃO, “Os mecanismos de resolução de conflitos na proteção dos investidores - diferentes modelos e o papel do regulador”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021.
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Almedina, 2019, 9.^a edição.
- . “O Acionista de Capital de Risco – dever de gestão”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE / VASCONCELOS, PEDRO LEITÃO PAIS DE, *Direito Comercial*, volume I, Coimbra, Almedina, 2020, 2.^a edição.

VIEIRA, ANA ISABEL, “Conflitos de Interesses e Capital de Risco”, in *Revista de Direito Civil*, vol. 5, Coimbra, Almedina, 2017.

Relatórios

CMVM, *Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco*, 31/12/2020.

INVEST EUROPE, *The Performance of European Private Equity Benchmark Report 2020*, 05/07/2021.

—, *Investing in Europe: Private Equity Activity 2020*, 12/07/2021.

INVEST EUROPE / ARTHUR D. LITTLE, *The Insight: How Europe’s Private Equity Industry Is Anchoring Long-Term Investors, Pan-European Market Sentiment Survey*, 11/2021.

Jurisprudência

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 06/04/2017, processo: 519/10.5TYLSB-H.L1-2.