

ROSA CAROLINA PEREIRA COVA

CAPITAL DE RISCO
NA GOVERNAÇÃO SOCIETÁRIA

Professor Doutor Paulo Olavo Cunha

Tese de Mestrado em Direito Empresarial

Faculdade de Direito

Universidade Católica Portuguesa

Abril 2014

Índice

1. Introdução	2
2. Capital de risco na governação societária.....	3
2.1 Noção e características do capital de risco	3
2.2 Razões de influência do capital de risco na governação societária	12
2.2.1 Riscos exógenos	12
2.2.2 Riscos endógenos	14
2.3 Particularidades na governação societária.....	22
2.3.1 Aptidão do capital de risco	22
2.3.2 Elementos da governação societária.....	24
a) Acionistas e Assembleia Geral	25
b) Órgão de Administração	29
c) Gestão	36
d) Divulgação de informação e transparência.....	40
4. Conclusão	43

Bibliografia

ABREVIATURAS

AdC – Autoridade da Concorrência

AG – Assembleia Geral

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco

CA – Conselho de Administração

CAE – Conselho de Administração Executivo

CC – Código Civil

CGS – Conselho Geral e de Supervisão

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

ComAud – Comissão de Auditoria

CR – Capital de Risco

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVC - Corporate Venture Capital

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

ECR – Entidade de Capital de Risco

EVCA –European Private Equity and Venture Capital Association

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

OPI – Oferta pública inicial

PME – Pequena e média empresa

SA – Sociedade anónima

Introdução

Enquanto forma de financiamento privada, o capital de risco conduz a uma nova arquitetura financeira na sociedade visada associada a um cabaz de competências contratualizadas, cujo alcance nos propomos estudar.

Após uma breve caracterização da atividade do capital de risco em Portugal, o trabalho que se segue visa retratar, em primeiro lugar, a atitude e o comportamento de uma entidade de capital de risco, direcionando-mo-nos para a intervenção que esta entidade pode refletir na sociedade por si participada. Depois, procuramos comprovar que essa intervenção aperfeiçoa o modelo de governação da sociedade alvo (segundo, com algumas adaptações, a sistematização adotada nos códigos de governo), o que resulta da busca pela redução dos riscos de agência advenientes do contrato de investimento em capital de risco. Socorrer-nos-emos, para esse efeito, do desenvolvimento de alguns elementos que consubstanciam a governação societária. São eles, fundamentalmente, os direitos de voto e veto, a obrigação de não concorrência, o direito de pertença a órgãos sociais, a atribuição de planos de opções para a aquisição de ações (*stock options*) e, ainda, a divulgação de informação e respetivo direito. Pretendemos, por último, referir algumas consequências dessa atuação e recordar alguns mecanismos do direito, sobretudo societário, que respondam a eventuais condutas abusivas, numa ótica de defesa da sociedade visada.

Este propósito envolve, aquando da apreciação do sistema jus-societário, a impossibilidade de prescindir da análise económica do contrato de investimento enquanto ferramenta de interpretação do direito empresarial. Esta análise pode ajudar os agentes económicos a gerir o risco, e, assim, contribuir para que se chegue a uma solução mais eficiente. Não se deve esquecer que o direito societário, para além de um papel social, cumpre também um papel económico, orientado para a sustentabilidade e bem-estar.

2. Capital de risco na governação societária

2.1 Noção e características do capital de risco

Oriundo da sociedade em comandita¹, a figura a que reconhecemos hoje a designação de capital de risco² surgiu primordialmente nos EUA³. Envolvendo importantes instituições do capitalismo moderno, é uma figura relativamente recente, mas que atingiu ao longo da sua existência um vultoso desenvolvimento e consecutivo aperfeiçoamento relativamente quer ao seu *modus operandi* quer às instituições que viabilizam a atividade em causa.

Tradicionalmente, nos EUA, *venture capital* faz parte da *private equity* e distinguem-se dela pelo nível de intervenção e pela fase em que o investimento ocorre na empresa⁴. A configuração institucional e comportamental foi exportada para a Europa, porém com alguns contornos distintos⁵. Neste seguimento, a EVCA prevê a

¹ Que por sua vez tem origem na figura da comenda, «(...)contrato em que o mercador obtinha financiadores que entravam com capitais para uma empresa determinada e com quem partilhava no fim o resultado. A comenda era estipulada geralmente por tempo determinado(...)ou empreendimento específico(...)», em VASCONCELOS, PEDRO PAIS – «O acionista de capital de risco – dever de gestão», *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012, pg 159 e ss. Em Portugal, é consensual já haver indícios da existência da atividade do capital de risco séculos antes, mais propriamente, no século XV. CAETANO, PAULO – *Capital de risco*, Almedina, Coimbra, 2013, pg 9; e, IAPMEI - Guia prático do capital de risco, 2006, pg 5.

² Criticando a tradução portuguesa da expressão anglo-saxónica «*venture capital*» *vd* RIBEIRO, JOSÉ - «Venture Capital», *Revista Portuguesa de Gestão* 1/95, pg 11. Este A. prefere a expressão «capital de empreendimento», alegando que a tradução do conceito «*venture*» é empreendimento. Justifica a adoção do termo «capital de risco» no facto da expressão «capital de empreendimento» ser um termo longo e difícil de exprimir. Também DUARTE, PEDRO - *Capital de risco: análise da indústria em Portugal*, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Finanças, 2006, pg 10. Adotaremos, porém, a expressão utilizada na *praxis*, tendo em conta a sua sedimentação.

³ A primeira organização, formal e independente, de capital de risco foi criada conscientemente em 1946 em New England, como resultado da necessidade económica e social subjacente à recuperação da Grande Depressão, com a denominação de American Research and Development Corporation. HSU, DAVID / KENNEY, MARTIN - *Organizing Venture Capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation 1946-1973*, *Industrial and Corporate Change*, vol. 14, 2005; e, PERNETA, CARLOS – *Capital de risco em Portugal – Gestão de risco*, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Gestão, 2009, pg 11.

⁴«O *private equity*, investimento aplicado na aquisição de participações em empresas já existentes, independentemente da sua dimensão, e com pouca ou nenhuma intervenção ao nível da gestão e administração com vista à valorização da participação; e o *venture capital*, o investimento em empresas pequenas, ou mesmo em projectos empresariais iniciais (start up), nas quais o investidor acompanha de perto a gestão empresarial», em CAETANO, PAULO – *Ob. cit.* pg 14.

⁵ Analizando algumas diferenças, *vd* HEGE, ULRICH / PALOMINO, FRÉDÉRIC / SCHWIENBACHER, ARMIN - *Venture Capital Performance: The disparity Between Europe and the United States*, 2009. Por outro lado, examinando algumas similitudes no papel do CR e na implementação desse mesmo papel, *vd* MANIGART, SOPHIE / SAPIENZA, HARRY / VERMEIR, WIM - *Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries*, 1996.

distinção entre *private equity* e *venture capital*⁶, no entanto, na Europa⁷, o conceito *private equity* é utilizado para abarcar toda a indústria de CR, incluindo-se nela, o *venture capital*⁸. Por outro lado, o Regulamento (CE) n.º 800/2008 da Comissão formula - como se verá, de forma redutora -, no seu art 2º/27, a seguinte definição de CR: “*financiamento através de capitais próprios e quase-capital de empresas durante as suas fases de crescimento inicial (constituição, arranque e expansão)*”.

O fenómeno manifestou-se em Portugal na segunda metade do século XX e formalizou-se com a entrada em vigor do DL n.º 17/86 de 5 Fevereiro, que instituiu as sociedades de capital de risco. Depois de sucessivas alterações, hoje vigora o DL n.º 375/2007 de 8 Novembro⁹, que considera atividade de CR, no seu art 2º, a “*aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização*”.

De acordo com o regime jurídico vigente, estão expressamente previstos três entidades de capital de risco (doravante, ECR¹⁰)¹¹: as sociedades de capital de risco (SCR)¹² ¹³, os fundos de capital de risco (FCR)¹⁴, bem como os investidores de capital de risco (ICR)¹⁵.

⁶ «Private equity is a form of equity investment into private companies that are not quoted on a stock exchange. Private equity is distinguished by its active investment model, in which it seeks to deliver operational improvements in its companies, over several years. Venture capital is a type of private equity focused on start-up companies. Venture capital funds often back entrepreneurs who have just the germ of a business idea», em <http://evca.eu/what-is-private-equity/>.

⁷ É de notar que o CR não surge igualmente desenvolvido em todos os Estados-membros, sendo inclusivamente desconhecido nos Estados-membros aderentes à União Europeia em 2004, caso da República Checa, Polónia, Hungria, Rússia, Eslovénia e Estónia, cf. PETER, SCHOEFER / LEITINGER, ROLAND - Framework for venture capital in the accession countries to the European Union, 2002.

⁸ Neste sentido *vd* CAETANO, PAULO – *Ob. cit.* pg 14; DUARTE, PEDRO – *Ob. cit.* pg 10; e PESSANHA, TOMÁS / JERÓNIMO, MANUEL – «Portugal», *The law reviews: the private equity review*, cap. 15, 2012, pg 281, nota 2.

⁹ Note-se que a Diretiva 2011/61/CE – Diretiva dos gestores de fundos de investimento alternativos -, cuja transposição pelo Estado Português se encontra em atraso, planeia alterações ao referido diploma, e, consequentemente, às considerações que se seguem.

¹⁰ Também designado operador ou *player*.

¹¹ Sem prejuízo da atuação de outras entidades, como é o caso das sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) e das SGFIM (art 65º/5-a) do DL n.º 63A/2013 de 10 de Maio).

¹² Sociedade caracterizada como sociedade comercial anónima mas não financeira. O DL n.º 319/2002 revogou expressamente a al. h) do n.º 1 do art 6º do RGICSF, o que levou à desqualificação da SCR em sociedade não financeira. Neste sentido, veja-se SOARES, ANTÓNIO - «Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco», *Cadernos do MVM*, n.º 15, 2002, pg 235 e 236. Esta qualificação mantém-se inalterada mesmo com a Lei n.º 25/2008 de 5 de Junho, que considera apenas para efeito da aplicação do mesmo, entidades financeiras, as SCR e ICR.

¹³ Criticando a exclusão da sociedade em comandita na configuração da estrutura societária das ECR, *vd* VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Ob. cit.* pg 162 e 163. A admissão deste tipo societário prescindiria

É alvo de particular regulação o objeto social destas entidades, denotando-se uma preocupação do legislador na demarcação do objeto (nomeadamente explicitando as atividades autorizadas e proibidas), na sua permanente circulação, assim como na delimitação do risco entre as entidades. Neste último, através do estabelecimento de tetos máximos, em regra inultrapassáveis, de percentagens de participação social detidas em, iguais ou diferentes, entidades da mesma espécie.

Assiste-se a um conjunto de vantagens fiscais no âmbito da atividade de uma ECR¹⁶, como resultado de uma política incentivadora no incremento da disponibilização de fundos privados. Não sendo uma vantagem, mas sim uma particularidade, aponta-se a possibilidade conferida pelo art 46º/1 do CIRC, que permite obviar a dupla tributação económica dos lucros distribuídos - hoje alterado pelo regime fiscal de *participation exemption*, criado pelo OE de 2014.

Nos termos da Lei n.º 25/2008 de 5 de Junho, que estabelece medidas de natureza preventiva e repressiva de combate ao branqueamento de vantagens de proveniência ilícita e ao financiamento do terrorismo, sujeita-se as entidades gestoras de FCR e, bem assim, as SCR e ICR, aos deveres gerais o art 6º e aos deveres específicos dos arts 23º a 28º, supervisionados pela CMVM (art 38º- a)-i)) e cujo incumprimento gera responsabilidade contra-ordenacional (arts 45º-55º).

Contamos, ainda, com a Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho, que revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional. Quanto à intervenção ao nível da remuneração, propugna-se pela sujeição à aprovação da AG da declaração de política de remuneração e a sua divulgação junto dos documentos anuais de prestação de contas, assim como, o montante anual auferido pelos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das sociedades gestores de fundos de capital

do recurso aos contratos de suprimentos, caminho seguido pelas sociedades anónimas, de modo a que seja mantida a participação inicialmente adquirida.

¹⁴ Cujas regulação consome praticamente o decreto-lei, visto que este lhe destina 26 artigos em 38 - os artigos 10º a 36º-, o que se justifica no facto de os fundos não serem qualificados como fundos de investimento coletivo em valores mobiliários. Assim, não se lhes aplica as fontes, nacionais (art 1º do DL n.º 63A/2013) e europeias, relativas a estes fundos. De referir, ainda, a expressão destas entidades no sistema português. Atualmente, contam-se 78 FCR, por oposição a 34 SCR, registados na CMVM. Informação disponibilizada em www.cmvm.pt.

¹⁵ Figura introduzida com o presente diploma na sequência do reconhecimento no sistema jurídico português da atuação dos investidores normalmente designados por *business angels*.

¹⁶ Cfr art 23º EBF, para os FCR e o art 32ºA EBF, para as SCR e ICR.

de risco (2º e 3º da Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho), das SCR e dos FCR (art 2º- e) do DL n.º 225/2008 de 20 Novembro *ex vi* art 2º e 3º da Lei n.º 28/2009).

Para além dos diplomas mencionados relativos às ECR, existem três regulamentos da CMVM, ao abrigo do art 369º e 370º do CVM, entidade competente para a sua supervisão e regulamentação – art 3º do DL n.º 375/2007. São eles: o Regulamento da CMVM n.º 13/2000 (relativo à entrega de documentos), o Regulamento da CMVM n.º 12/2005 (atinente à contabilidade das SCR e FCR) e o Regulamento da CMVM n.º 1/2008 (adaptação regulamentar à alteração do DL n.º 375/2007).

Em Portugal, à semelhança do quadro europeu, em virtude de vários fatores, como por exemplo, a assunção de certas políticas governamentais, assim como, a falta de cultura jurídica inerente ao CR, levaram a que este adquirisse uma orla também divergente¹⁷ daquela que é proclamada no país onde teve a sua origem¹⁸. Assim, pese embora a subsistência dessas diferenças pontuais, o CR, na linha dos seus congéneres europeus e estrangeiros, constituiu numa forma de financiamento das empresas que se efetiva mediante a aquisição de uma participação social¹⁹, temporária²⁰, minoritária^{21 22},

¹⁷ A este propósito vários autores evidenciam o carácter deturpado do CR. Dados empíricos demonstram distorção ainda existente nesta indústria (DUARTE, PEDRO – *Ob. cit.* pg 7). Ainda assim, o conceito de CR já não é tão encarado pelos empresários como “hospital das empresas” (PERNETA, CARLOS – Capital de risco em Portugal – Gestão de risco, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Gestão, 2009, pg 6) ou mesmo como um “subsídio” (ALEXANDRE, VERA – Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Finanças, 2009, pg 14). Realçando esta visão, *vd* CAETANO, PAULO – *Ob. cit.* pg 17 («Mas o capital de risco não pode, nem deve ser encarado como um *lender of last resort*[...]O objectivo do capital de risco é identificar empresas com elevado potencial de crescimento, mesmo que se encontrem em situação financeira delicada, realizar uma entrada de dinheiro(...)e, pela intervenção directa na gestão da empresa, implementar soluções profissionais, desenvolver estratégias de eficiência na produção e distribuição, marketing e promoção, e assim contribuir para a valorização do negócio), e SOARES, ANTÓNIO – *Ob. cit.* pg 1 («Uma alternativa ao crédito bancário é abertura do capital da empresa ao investimento de terceiros. Esta forma é, de uma maneira geral, evitada pelos titulares de empresas de pequena e média dimensão sem vocação para se tornarem grandes empresas, que olham para ela como último recurso de que apenas lançam mão quando se confrontam com necessidades de aporção de capitais de carácter definitivo, não se socorrendo da mesma quando o que está em causa são, como sucede em grande número destes casos, necessidades de aporção de capitais susceptíveis de serem retornados»).

¹⁸ O mesmo sucede quanto aos resultados obtidos, isto é, à rentabilidade alcançada. DANTAS, CATARINA / RAADE, KRISTIINA - Profitability of venture capital investment in Europe and the United States, Economic Paper from CE, 2006. Concluindo o mesmo HEGE, ULRICH / PALOMINO, FRÉDÉRIC / SCHWIENBACHER, ARMIN – *Ob. cit.*

¹⁹ Assim, a ECR ocupa uma posição de acionista e não de credora da sociedade, o que a leva à partilha do risco do negócio, participando nos seus sucessos e insucessos.

²⁰ Participação limitada temporalmente. «Venture capitalists typically provide finance for a limited period of time», em ALLEN, FRANKLIN / SONG, WEI-LING - Venture Capital and Corporate Governance, 2002, pg 1. «The investment is to be drawn out after 5 to 10 years», em DUFFNER, STEFAN - Principal-agent problems in Venture Capital finance, University of Basel, 2003, pg 19. EVCA - The little book of private equity, 2012, pg 8.

geralmente com carácter interventivo na gestão²³, de uma empresa²⁴, como contrapartida da esperada rentabilização a média/longo prazo²⁵ do capital investido, através da criação de valor da mesma²⁶.

²¹ «(...)a participação no capital é minoritária», em PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 112. «VCs typically receive at least 20% of the profits on their portfolios», em KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER – Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring, National Bureau of Economic research, working paper no 8202, 2001, pg 1. GARGA, SAM – Venture boards: distinctive monitoring and implications for firm performance, *Academy of Management Review*, vol. 38, nº 1, 2013, pg 96. Percentagem do capital detido por uma ECR é, maioritariamente, entre 20-30% - cf. PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 106.

²² Sem prejuízo da possibilidade desta aquisição de capital ser complementada com empréstimos ou contratos de suprimento, o que o torna, cumulativamente, credor da sociedade. Veremos melhor, *infra*, como.

²³ O envolvimento ativo é característico do processo de financiamento por CR, cf. SCHMIDT, KLAUS – Convertible securities and venture capital finance, *The Journal of Finance*, vol. LVIII, n.º 3, 2003, pg 1140. Todavia, é uma ingerência tendencial, casos há onde ela não existe: «Caráter interventivo que o investidor de capital de risco tende a ter na relação com as empresas participadas», em PERNETA, CARLOS – *Ob. cit.* pg 8; e, «Venture capitalists are actively involved in the management of the ventures they fund, typically becoming members of the board of directors and retaining important economic rights in addition to their ownership rights», em SAHLMAN, WILLIAM - The structure and governance of venture-capital organizations, Harvard Business School, 1990, pg 473. É uma característica expressiva («There is substantial evidence of VCs assisting the founders in running and professionalizing the business, what Hellman and Puri term the supporting role of venture capital», em KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER – *Ob. cit.* pg 8) e com manifestação empírica («Recent studies indicate that venture capitalists intervene very actively in the management of the start-ups that they fund», em REPULLO, RAFAEL / SUAREZ, JAVIER - Venture Capital finance: a security design approach, working paper no 9804, 1998, pg 1). Quanto à configuração local, o nível de envolvimento varia consoante o país a considerar, sendo maior em países como o Reino Unido e os EUA e menor na França e na Holanda (KLEINSCHMIDT, MAIK – *Venture capital, corporate governance and firm value*, Gabler Edition Wissenschaft, 2006, pg 6), e varia, no mesmo país, de mercado para mercado, («Também no mesmo mercado existem empresas de capital de risco com uma abordagem mais activa na gestão das participadas, ou *hands-on*, enquanto outras são mais passivas, ou *hands-off*.(...)As empresas de capital de risco contribuem assim para aumentar o capital social (não financeiro) do empreendedor, angariando conhecimentos e recursos através de ligações com pessoas e organizações» em ALEXANDRE, VERA – *Ob. cit.* pg 8). Do ponto de vista qualitativo, o CR revela graus diferentes de intensidade (DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 25). Trata-se de uma ingerência não gratuita que coopera no crescimento da empresa (DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 18) tendo para o efeito reflexos no sucesso da mesma («Active increase in value by assisting the portfolio companies' management», em DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 19). Considerando ser *conditio* para a criação de valor da empresa a prossecução de determinadas estratégias, como o alinhamento de interesses e a resolução de conflitos internos, *vd* DUSHNITSKY, GARY / LENOX, MICHAEL – When does corporate venture capital investment create value?, *Journal of Business Venturing* 21, 2006, pg 769. Finalmente, caracterizando o CR como um produto composto, *vd* DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 19.

²⁴ Denominada empresa-alvo, empresa-participada, ou sociedade *target*. O âmago da expressão CR associa-lhe determinadas características, dentro das quais podemos qualificar a sociedade *target* em PME (Recomendação da Comissão n.º 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas) cujas atividades estão relacionadas com setores de tecnologia de ponta e que demonstram elevado potencial de crescimento. «These companies are characterized by high market-to-book values, low liquidation values, low ratios of tangible to total assets, high research and development (“R&D”) investments, and negative cash flows» TRIANTIS, GEORGE – Financial contract design in the world of Venture Capital, *University of Chicago Law Review*, vol. 67, 2001, pg 6. No entanto, como resultado de uma mutação da génese do CR, hoje, o CR tem uma projeção que extravasa, por um lado, o âmbito objetivo (pois ocorre em empresas que não têm somente como objeto atividades relacionadas com o elevado potencial de crescimento – busílis do CR) e, por outro, o âmbito subjetivo (dado que já não se aplica apenas às PMEs, razão pela qual se defende uma irrestricção do CR às mesmas, em CÂMARA, PAULO - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 804:

Esta empresa corporiza, no plano jurídico, essencialmente²⁷, uma sociedade anónima. Atendendo ao pendor objetivista subjacente à sociedade anónima, esta constitui o tipo societário que melhor se coaduna com o CR. Por um lado, ao nível da estrutura e representação da participação que agrega situações jurídicas erradicadas na própria ação. Por outro lado, quanto à transmissão da mesma, que melhor se compagina com os mecanismos de saída da ECR.

O CR, enquanto atividade de negócio, projeta-se em várias operações de mercado. Segundo a EVCA²⁸, as operações podem ser de *seed*, *start up*, *later-stage venture*, *growth*, *rescue/turnaround*, *replacement capital* e *buyout*^{29 30}.

O processo de financiamento através do CR é um processo complexo e moroso³¹. Dependendo desde logo da prévia recolha de capital, o processo inicia-se com um conjunto de, extensas e intensas, avaliações - *due diligence*³² - que visam colmatar falhas informativas, seguido da análise de um, desejavelmente sólido, *business plan*.

«Para uma caracterização destas operações, deve esclarecer-se estar definitivamente superada a ideia de que o capital de risco apenas realiza investimento em empresas de pequena dimensão».

²⁵ Quer mediante a distribuição de dividendos (PERNETA, CARLOS – *Ob. cit.* pg 10) quer através da saída do financiador, por meio da qual extrai benefícios de valorização induzida (SOARES, ANTÓNIO – *Ob. cit.* pg 1).

²⁶ «There is a general consensus that, on average, private equity activity does create value for their portfolio companies(...)», em MENDES, JOSÉ / SOUSA, MIGUEL - «Private equity in Portugal – an analysis of the portfolio companies’ operating performance», *Cadernos do MVM*, nº 45, 2013, pg 34. «Value adding on the part of VCs should lead to more explosive growth and more sustainable advantage for their portfolio companies(...)», em BERGHE, VAN / LEVRAU, ABIGAIL – The role of the venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective, Fourth International Conference on Corporate Governance and Direction at Henley Management College, 2001, pg 8 e 12.

²⁷ «As empresas participadas pelas sociedades de capital de risco assumem, em 73% dos casos analisados, a forma jurídica de sociedades anónimas, verificando-se ainda a existência de participações em sociedades por quotas e SGPS(...)», *vd* APCRI - Estudo para a avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal, 2009, pg 7.

²⁸ EVCA - 2012 Pan European Private Equity and Venture Capital Activity, 2012, pg 28.

²⁹ De acordo com o estudo efetuado em 2009, em Portugal, prevalece o investimento em *start ups*, *vd* APCRI – *Ob. cit.* pg 8. Contudo, em 2012, a fase de investimento que obteve mais volume de investimento foi a expansão, que traduz, na classificação referida *supra*, um *later-stage venture*, *cfr* CMVM - Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, 2012, pg 28. Diferentemente, além fronteiras, o *buyout* é sobejamente a operação que obtém mais investimento, em EVCA - 2012 Pan European Private Equity and Venture Capital Activity, 2012, pg 28.

³⁰ Atendendo ao autor, outras classificações podem ser consideradas.

³¹ «It is patient capital(...)», em GEO, JOSEPH - The study of venture capital financing, Geo Joseph, disponível em http://www.academia.edu/3647760/THE_STUDY_OF_VENTURE_CAPITAL_FINANCING_-_THE_RIGHT_PROCESS_OF_REACHING_A_VENTURE_CAPITALIST_AND_FACTORS_EFFECTING_THE_CAPITAL_DECISIONS.

³² «Due diligence in the venture industry is the investigation and analysis the investor performs to see if an investment opportunity meets the investor’s criteria for funding. For angels as well as venture capitalists, the primary objective of due diligence is to mitigate investment risk by gaining an understanding of a company and its business as well as determining the suitability of the investment for the portfolio», em EYLER, DAVID - Best Practice Guidance for Angel Groups – Due Diligence, Columbia University, 2007, pg 1.

Este processo culmina, formalmente, com a celebração de um contrato (habitualmente designado contrato de *private equity* ou contrato de investimento em capital de risco), onde vão ser apostas as prerrogativas de cada um dos contratantes. São partes neste contrato a ECR e a sociedade *target*.

O figurino contratual³³ será um compromisso entre os mecanismos que permitirão, à ECR, em face da *target* e dos riscos³⁴ a considerar, almejar a ambicionada valorização, e, no tocante à *target*, a angariação de capital, que ao engrossar os capitais próprios da sociedade, contribui para o desenvolvimento da autonomia financeira da mesma³⁵. Este contrato acarreta cláusulas pontuais, acordadas *in casu* e fundadas nos riscos percecionados pela ECR no decurso das negociações preliminares, mas também podem ser consideradas cláusulas típicas que estabelecem uma alteração ao contrato de sociedade da *target*, associado ou não, à celebração de acordos parassociais. É, ainda, um processo multifacetado³⁶, o que diversifica a amplitude contratual³⁷.

Na sequência do acompanhamento pós-investimento, o processo termina com a saída do ECR – o desinvestimento³⁸.

Este modo de financiamento, privilegiado para novos empreendimentos, tem evidentes vantagens para ambas as partes, comparativamente às formas tradicionais de financiamento, nomeadamente, financiamento bancário. Sumariamente, na ótica da

³³ Inserido a propósito dos contratos atípicos de *fiducia*, é reputado como um novo tipo contratual de financiamento. VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Contratos Atípicos*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2009, pg 301.

³⁴ A sociedade *target* e o(s) tipo(s) de risco(s) condicionam a arquitetura contratual. A título meramente ilustrativo, é o caso dos riscos de agência (BARTLETT, ROBERT – *Venture capital, agency costs and the false dichotomy of the corporation*, University of Georgia School of Law, paper no 6-006, 2006, pg 45; e, KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - *Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses*, *Journal of Finance*, vol. LIX, no 5, 2004, pg 2204).

³⁵ Note-se que, como se verá *infra*, em Portugal, esta autonomia financeira surge enfraquecida devido ao permanente recurso a contratos de suprimento pelas ECR. Este recurso, fundado no risco incorrido, contribui para a deturpação da figura do CR.

³⁶ Acrescido aos ingredientes tradicionais relativos ao desenho contratual, como os problemas relativos à informação, o risco moral e as instituições legais, os elementos geográficos podem constituir uma componente importante do contrato. BENFTSSON, OLA / RAVID, ABRAHAM - *Geography and financial contracts*, 2010. BENFTSSON, OLA / RAVID, ABRAHAM - *The importance of geographical location and distance on Venture Capital contracts*, 2009.

³⁷ Alegando que o próprio contexto do negócio desencoraja uniformidade contratual, *vd* DENT, GEORGE – *Venture capital and the future of corporate finance*, *Washington University Law Review*, vol. 70, issue 4, 1992, pg 1036.

³⁸ «(...)fase derradeira do processo(...)tão importante ao ponto de que a própria decisão de investimento numa empresa é influenciada, em grande parte, pela provável forma de saída e pelo potencial de rentabilidade apresentado(...)», em FERREIRA, HUGO – *Capital de risco: análise comparativa à evolução do desinvestimento em Portugal e Europa*, dissertação para a obtenção do grau de mestre em Finanças, 2009, pg 11.

target, o CR como financiamento alternativo³⁹, tem uma maturidade de médio/longo prazo enquanto o financiamento bancário contempla uma duração mais dependente do objeto do financiamento, bem como, do risco de crédito envolvido. Existe um notório apoio técnico^{40 41} especializado, na medida do pactuado, através tanto do conhecimento da ECR como da sua experiência, o que aviva a componente reputacional^{42 43} que esta

³⁹ Tenha-se presente que o mercado financeiro português integra-se no sistema *bank-oriented*, o que prioriza o financiamento bancário em relação a outros modos de financiamentos extra-bancários. De facto, é por referência ao sistema financeiro («The purpose of a financial system is to channel funds from agents with surpluses to agents with deficits.(...)The notion that a financial system transfers resources between households and firm is, of course, a simplification. Governments usually play a significant role in the financial system.(...)the legal system is an important component of a financial system.(...)A financial system is much more than all of this, however.(...)The incentives to generate and disseminate information are crucial features of a financial system. Without significant amounts of human capital it will not be possible for any of these components of a financial system to operate effectively(...)» ALLE, FRANKLIN / GALE, DOUGLAS – *Comparative financial systems: a survey*, 2001, pg 1 e 2) que as empresas determinam a estrutura do seu capital. Igualmente designado por sistema baseado em relações (*relation-oriented system*), sistema de controlo pelos bancos (*bank-oriented system*) ou sistema de controlo interno (*insider system*), este sistema tem como protótipos a Alemanha e o Japão, mas é extensivo, no essencial, aos demais países da Europa Continental - ALVES, CARLOS – *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina, Coimbra, 2005, pg 28. Este sistema é, essencialmente, caracterizado por: mercados pouco líquidos, pela propriedade concentrada, pelo monitoramento do órgão de administração através de membros do próprio órgão ou através de outros órgãos (consoante o modelo de governação), pelo monitoramento dos acionistas (principais acionistas controlam intensamente a gestão e tomam as principais decisões estratégicas da empresa), pelo sistema de remuneração dos gestores menos expressivos, por um processo de auditoria controlado (indiretamente) pelos acionistas principais, pela escassa proteção legal dos acionistas (comparativamente ao sistema *market-oriented*), pela divulgação exigida pelo mercado de capitais, e, por fim, pela supervisão e regulação de entidades supervisoras. ALVES, CARLOS – *Ob. cit.* pg 30. Ver também CÂMARA, PAULO / DIAS, GABRIELA – «O governo das sociedades anónimas», AA. VV., *O governo das organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 45. Veja-se que as diferenças do sistema *market-oriented* e *bank-oriented* encontram-se mais esbatidas nos dias de hoje, nomeadamente através do acolhimento dos denominados princípios da *corporate governance*, espelhados legalmente em várias normas oriundas do DL n.º 76A/2006 e proliferadas em regras e princípios de natureza infra-legal, fundadas principalmente em condições internacionais, económicas e políticas. Fazendo alusão a esta conjuntura, *vd* RAJAN, RAGHURAM / ZINGALES, LUIGI – *Banks and markets: the changing character of European finance*, nber working paper series, working paper 9595, 2003, pg 57.

⁴⁰ ALLEN, FRANKLIN / WEI-LING – *Ob. cit.* pg 1.

⁴¹ «Assume-se como uma verdadeira parceira de negócios, cuja recompensa é retirada dos ganhos decorrentes da alienação da participação ou desinvestimento», em APCRI – *Ob. cit.* pg 9. Na *praxis*, este fator é visto com alguma relutância uma vez que os membros dos órgãos de administração da sociedade patenteiam algum preconceito na entrada de terceiros para a cooperação no projeto empresarial.

⁴² «Podemos ainda identificar uma outra contribuição das capitais de risco, na forma de capital “reputacional”, ou seja, a capacidade de dar à participada maior credibilidade perante terceiros», em PERNETA, CARLOS – *Ob. cit.* pg 10. «But, in addition, venture capitalists act as promoters and consultants for the firm, especially on issues such as the selection of qualified personnel or the dealing with costumers and suppliers that can benefit from the experience, contracts, and reputation that the venture capitalstts may have acquires by previously participating in similar ventures», em REPULLO, RAFAEL / SUAREZ, JAVIER – *Ob. cit.* pg 1. Qualidade que se manifesta na *performance* da sociedade, mesmo após a OPI, nos casos, em que a ECR mantenha a sua participação. KRISNHAN, C. / IVANOV, VLADIMIR / MASULIS, RONALD / SINGH, AJAI - *Venture capital reputation, post-IPO performance and corporate governance*, Financing working paper nº 265, 2009, pg 29.

⁴³ Acarretando vantagens para a sociedade *target*. «Facilita contactos, designadamente com potenciais investidores», em ALEXANDRE, VERA – *Ob. cit.* pg 98. «Desta forma, quanto maior a reputação dos capitalistas de risco, o poder da sua rede de contactos e a dimensão da sua participação, maior será a

entidade projetada na operação – inexistente no empréstimo bancário, isto é, nas linhas de financiamento normalmente comercializadas. Acrescenta-se a dispensa do pagamento do capital mutuado acrescido de juros, enquanto que o recurso ao crédito bancário exige esse reembolso, com os juros calculados a uma taxa mais elevada do que a normalmente praticada para empresas de dimensão superior não inovadoras⁴⁴- deparamo-nos, assim, com um menor custo de financiamento. Como compensação, e em situação regular, a ECR obterá a sua mais-valia com a alienação da participação anteriormente adquirida a um preço superior, como consequência do desempenho da sociedade.

Em rigor, o acesso ao mercado bancário por estas PME's é dificultado pelas características que estas possuem, pois é necessário alguns requisitos que as sociedades em causa carecem, para além de que, frequentemente, não oferecem garantias ao banco que lhe permita a concessão. Por conseguinte, o CR permite resolver uma falha de mercado relativamente às PME's.

liquidez das acções da empresa participada», em PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 96. Mas também arrasta vantagem para si. «(...)VC partners who serve as directors on venture boards are rewarded in terms of compensation and career prospects in their firms based on such exits», em GARGA, SAM – *Ob. cit.* pg 96.

⁴⁴ RAZINA, FLORBELA - «A criação, em Portugal, de um mercado especial orientado para empresas (small caps) com elevado potencial de crescimento», *Cadernos do MVM*, n.º 6, 1999, pg 3.

2.2 Razões de influência do capital de risco na governação societária

2.2.1 Riscos exógenos

A primeira razão de influência das ECR na governação societária são os riscos associados à sua atividade. O CR constitui uma forma de financiamento especialmente direcionada para PMEs, que revelem um elevado potencial de crescimento. Estão em causa atividades de base tecnológica intimamente ligadas com a inovação⁴⁵, ditas tecnologias de ponta⁴⁶, que comportam naturalmente não só avultadas despesas⁴⁷, mas também um generoso risco de incerteza⁴⁸ quanto ao retorno⁴⁹.

Os riscos exógenos⁵⁰ do negócio são os riscos do negócio exteriores aos contraentes - ECR e sociedade -, pois têm a sua origem no meio ambiente, e, por isso, estão associados a fatores que não estão na disponibilidade das partes. Tratam-se de riscos incertos para ambas as partes, resultantes da reação do mercado à natureza do investimento em jogo.

Assim, por um lado, encontramos riscos atinentes ao início ou decurso do processo de investimento⁵¹, onde incluímos os riscos que se prendem com o produto e a sua conceção – o risco de desenvolvimento (onde se analisa se é possível conceber e produzir o produto/serviço imaginado em condições eficientes)⁵²-, com a sua implementação – risco de execução (da estratégia empresarial, do produto, e da tecnologia), e o risco tecnológico (ligado à incerteza no sucesso tecnológico da

⁴⁵ I&D (Innovation and Development ou Investigation and Development) ou R&D (Research and Development), em TRIANTIS, GEORGE – *Ob. cit.* pg 6.

⁴⁶ TRIANTIS, GEORGE – *Ob. cit.* pg 1e ss.

⁴⁷ A título de exemplo, constituem despesas os salários dos trabalhadores da empresa cujo *know-how*, forte componente do ativo intangível da empresa, pode ser patrimonialmente dispendioso - cf. HALL, BRONWYN – The financing of research and development, nber working paper series, working paper 8773, 2002, pg 4.

⁴⁸ BONINI, STEFANO / ALKAN, SENEM / SALVI, ANTONIO – The effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms, 2011, pg 8.

⁴⁹ BERGEMANN, DIRK / HEGE, ULRICH - Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning, 1997, pg 1.

⁵⁰ Designando por riscos externos, *vd* WANG, HAIZHI / WUEBKE, ROBERT / HAN, SHU / ENSLEY, MICHAEL - Strategic Alliances by Venture Capital Backed Firms: An Empirical Examination, 2009, pg 4; e, ANTONCZYK, RON / BRETTLE, MALTE / BREUER, WOLFGANG - The Role of Venture Capital Firms' Experience, Ownership Structure, and of Direct Measures of Incentive Problems for Venture Capital Contracting in Germany, 2007, pg 10 e 11.

⁵¹ Processo de investimento entendido não como a mera injeção de capital na empresa, seja a nível do capital próprio seja a nível do capital alheio, mas com o sentido mais abrangente exposto nas pg 8 e 9 do presente trabalho.

⁵² BANHA, FRANCISCO – *Capital de Risco – Os tempos estão a mudar*, Bertrand Editora, Porto, 2000, pg 106. KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, *Journal of Finance*, vol. LIX, no 5, 2004, pg 2175.

invenção)⁵³ -, com o mercado – risco comercial (uma vez que se conseguiu desenvolver a produção em condições favoráveis, torna-se fundamental saber se será possível colocá-lo no mercado de uma forma competitiva, nomeadamente através da análise das cinco forças competitivas)⁵⁴ [barreiras à entrada, produtos substitutos, concorrentes, concorrentes, fornecedores e clientes]⁵⁵ ou risco de/do mercado - (atendendo-se ao seu dimensão, ao público-alvo, à adoção dos consumidor e à concorrência) -, e, ainda, com as potencialidades de desenvolvimento – risco de crescimento (estando dominadas áreas da produção e do marketing de forma eficiente trata-se de avaliar o potencial e a viabilidade do crescimento do negócio)⁵⁶.

A sua presença é eminentemente casuística, dependendo, desde logo, do tipo de operação em causa. Por exemplo, nas operações de *seed*, onde a sociedade, à partida, necessita de mais meios financeiros mas, em contrapartida, não sabe qual será a receção do mercado ao seu produto nem dispõe de um percurso e/ou reputação que sirvam como parâmetros nos critérios de decisão para a tomada do investimento pela SCR, o risco exógeno do negócio será maior. Já uma *growth capital*, com grande probabilidade, não refletirá estes riscos tão em demasia.

Por outro lado, há que ter em conta também os riscos relativos ao término da operação - a que corresponde o desinvestimento da ECR - onde emerge o risco de liquidez. Este risco, respeitante às condições futuras de saída esperadas⁵⁷, representa um elemento crítico no processo de investimento, uma vez que constitui a rentabilização do montante investido, o que pode pôr em causa a canalização de capital para novos investimentos⁵⁸. Em Portugal, contrariamente a outros países europeus e estrangeiros⁵⁹,

⁵³ SHIRI, GHASEM / TRABELSI, DONIA - Venture capital and the financing of innovation, 2010, pg 2. KEUSCHNIGG, CHRISTIAN / NIELSEN, SYREN - Public policy for venture capital, CESifo working paper no 486, 2001, pg 2.

⁵⁴ BANHA, FRANCISCO – *Ob. cit.* pg 106. KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, *Journal of Finance*, vol. LIX, no 5, 2004, pg 2175.

⁵⁵ BANHA, FRANCISCO – *Ob. cit.* pg 106 e ss.

⁵⁶ *Idem*, pg 106.

⁵⁷ Em alturas onde se espera uma maior iliquidez, por uma questão de estratégia, as ECR investem mais em fases da empresa mais iniciais, com a finalidade de adiar a sua saída. Vice-versa, no caso de maior liquidez. Neste sentido, SCHWIENBACHER, ARMIN / CUMMING, DOUGLAS - Liquidity risk and venture capital finance, York University - Schulich School of Business, *Financial Management*, vol. 34, 2005, pg 77 a 105.

⁵⁸ I.e., comprometendo a “reciclagem do capital”. BROUGHMAN, BRIAN / FRIED, JESSE – Carrots & sticks: how VC’s induce entrepreneurial teams to sell startups, discussion paper no 742, 2013, pg 1. PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 95.

⁵⁹ Como exemplo de mercados europeus, que ambicionam o alargamento do financiamento a empresas com elevado potencial de crescimento em setores tecnológico de caráter inovador, veja-se os “Novos

o CR tem-se desenvolvido à margem do mercado de capitais^{60 61} por dificuldade de acesso e manutenção da negociação, o que obstaculiza a saída em OPI⁶². Consequentemente, aflora a recompra – *buyback* – e a venda direta a terceiros⁶³ - *trade sale* -, como modos alternativos de desinvestimento. Cotado como motor de entrada das PME's no mercado de capitais⁶⁴, salienta-se, todavia, a falta de liquidez deste instrumento financeiro⁶⁵.

O risco (exógeno) do negócio é elevado⁶⁶, razão pela qual a ECR carrega um risco de negócio quantitativamente superior⁶⁷ a outros modos de financiamento.

2.2.2 Riscos endógenos

A outra razão que justifica a particular incidência do CR na governação da sociedade prende-se com as adversidades decorrentes do contrato de investimento celebrado entre a ECR e a *target*⁶⁸. Este contrato de investimento é constituído pelo

Mercados”, irlandês (Developing Companies Market) e londrino (Alternative Investment Market), assim como, os mercados não regulamentados, catalão (Asesoramiento y Reestructuración de Capital), francês (Marché Libre) e o belga (Marché Interprofessionnel en Valeurs non Cotées); e, estrangeiro, o mercado australiano (Enterprise Market). SANTOS, GONÇALO - «Novos mercados e mercados não regulamentados vocacionados para empresas com elevado potencial de crescimento – experiência europeia», *Cadernos do MVM*, n.º 6, 1999.

⁶⁰ Enumerando os aspetos positivos e negativos na criação, em Portugal, de um mercado especialmente orientado para empresas com um elevado potencial de crescimento, veja-se o seguinte estudo: RAZINA, FLORBELA – *Ob. cit.*. Perante a iniciativa do XIV Governo no sentido da disponibilização de um novo segmento de mercado especialmente destinado à negociação de valores mobiliários representativos do capital de empresas emitentes com elevado potencial de crescimento, nomeadamente com a aprovação da Portaria n.º 1689/2000 (2ª série), a CMVM aprovou o Regulamento da CMVM n.º 34/2000 que procedeu à criação do ‘Novo Mercado’. No entanto, este veio a ser subsequentemente revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2005.

⁶¹ Defendendo a imprescindibilidade de um mercado ativo para o desenvolvimento do CR, *vd* BLACK, BERNARD / GILSON, RONALD - Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, 1999.

⁶² Considerando a saída mais lucrativa, *vd* DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 25.

⁶³ PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 112.

⁶⁴ *Idem*, pg 94.

⁶⁵ DUARTE, PEDRO – *Ob. cit.* pg 58.

⁶⁶ Como contrapartida, em caso de sucesso, o ganho também é maior. CUMMING, DOULGAS / WALZ, UWE – Private equity returns and disclosure around the world, *Journal of International Business Studies*, 2009, pg 18.

⁶⁷ TRABELSI, DONIA - Venture capital and sequential investment, University Paris 1 - Panthéon – Sorbonne, 2008, pg 3. Nesta linha, também PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 95.

⁶⁸ Dele se deve distinguir o regulamento de gestão do FCR (com uma importância capital nestes investimentos na medida em que é instrumento simultaneamente disciplinador como também limitador do âmbito de atividade do FCR - art 14º do DL n.º 375/2007) e o contrato celebrado entre o FCR e a sociedade gestora deste - são ferramentas autónomas, mas que têm uma forte ligação entre si. Por ex., sendo o FCR constituído para apoiar *start ups*, i.e., sendo a política do FCR (art 14º/3-q)) o investimento

acordo de compra-venda de ações (em regra) destinado a otimizar a gestão da *target*, o que lhe faz agregar outros contratos⁶⁹ que precisaram os direitos e deveres respeitantes a cada uma das partes e à relação entre elas.

O apelidado contrato de investimento prefigura uma relação de agência entre as partes outorgantes, porquanto, fruto da separação entre o investimento e a gestão da sociedade⁷⁰, a *target* (agente) encontra-se contratualmente adstrita à execução de serviços por conta da ECR (principal), o que envolve a delegação de decisões no agente⁷¹.

Esta relação, desenvolvida pela intitulada teoria de agência⁷², tem como principal objetivo a elaboração de um contrato em que a atuação do agente possa ser medida e incentivada no interesse do principal⁷³, visando uma organização relacional (principal-agente) ótima⁷⁴. Esta relação forma uma relação positiva e simbiótica⁷⁵ (no sentido de mutuamente vantajosa) suscetível de provocar, porém, problemas sérios, erros dispendiosos e insucesso empresarial⁷⁶, pelas limitações que se demonstrarão de seguida, pormenorizadas com os riscos de agência.

A teoria de agência é constitutiva da organização da empresa do ordenamento jurídico e económico americano, que se filia nela para explicar, numa base

em *start ups*, esse facto condicionará o âmbito material tanto do contrato entre a sociedade gestora e o fundo como da primeira em relação à *target*.

⁶⁹ No âmbito da contratação com a ECR, deve ser dada a devida importância ao domínio da parassocialidade - instrumento central onde vão ser apostas todas as prerrogativas da ECR não só por uma questão de confidencialidade mas também para escapular-se de determinadas normas do CSC que menos lhe aprouver. Trata-se de atribuir flexibilidade «às áreas de governação societária que poderiam ser consideradas mais rígidas em resultado de uma leitura mais exigente da tipicidade societária e das próprias restrições legais que lhe são aplicáveis», em LEITAO, ADELAIDE – «Acordos parassociais e corporate governance», *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*, vol. 2, 2012, pg 589.

⁷⁰ BARTLETT, ROBERT – *Ob. cit.* pg 51.

⁷¹ JENSEN, MICHAEL / MECKLING, WILLIAM M. – Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976, pg 5. BARTLETT, ROBERT – *Ob. cit.* pg 49 e 50.

⁷² A sua teorização deve-se aos trabalhos independentes de Stephen A. Ross (The Economic theory of agency: The principal's problem) e de Barry M. Mitnick (Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences), não obstante alguns conceitos-chave terem sido desenvolvidos no século XVIII por Adam Smith. DELVES, DON / PATROCK, BRIAN - Agency Theory, pg 1, disponível em http://www.delvesgroup.com/wp-content/uploads/2010/08/Agency-Theory-Summary_Delves-Patrick.pdf, e MITNICK, BARRY - Origin of the theory of agency: An Account by One of the Theory's Originators, University of Pittsburgh, 2013, pg 2 e 3.

⁷³ Agency theory, 2012, disponível em http://www.sagepub.com/upm-data/49945_Luhman_&_Cunliffe_Chapter_One.pdf.

⁷⁴ KLEINSCHMIDT, MAIK – Venture capital, corporate governance and firm value, Gabler Edition Wissenschaft, 2006, pg 44.

⁷⁵ ALQATAWNI, TAHSEN - The Relationship conflict between Venture Capital and Entrepreneur, paper no 48006, Walden University, 2013, pg 2.

⁷⁶ Idem.

eminentemente contratual, as relações existentes no seio da empresa⁷⁷ - classicamente a relação entre o administrador e o acionista⁷⁸ - o que, em bom rigor, a conota geneticamente. Contudo, isto não significa que a teoria de agência esteja amarrada à conceção de empresa. De facto, apesar de ela ter sido primordialmente desenvolvida a propósito da estrutura da empresa americana, a teoria de agência assume uma versatilidade⁷⁹ que permite que esteja presente noutros domínios, nomeadamente contratuais. Por isso, assiste-se à sua aplicação em áreas puramente contratuais⁸⁰, sobretudo, quando estas envolvem financiamento⁸¹.

A teoria de agência, na vertente contratual de investimento em CR, é objeto de vários estudos anglo-americanos⁸² para justificar a adoção por parte da ECR de mecanismos protetores que impeçam a verificação dos problemas de agência fundados por esta teoria. São eles, por um lado, a assimetria informativa⁸³, uma vez que, fruto das funções que desempenha, o agente dispõe de um bloco informativo qualitativamente e quantitativamente superior quando comparado com o principal, e, por outro, o desalinhamento de interesses, isto é, a tendência, ainda que muitas vezes tácita, que o agente manifesta na prossecução dos seus próprios interesses em detrimento dos interesses do principal⁸⁴.

⁷⁷ Cfr. ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER - Agency problems, legal strategies and enforcement, Law working paper no 135/2009, ECGI, 2009, pg 3 e 4. Com menos relevo, acresce a relação entre os obrigacionistas e os acionistas. BARTLETT, ROBERT - *Ob. cit.* pg 50. ALVES, CARLOS - *Ob. cit.* pg 25.

⁷⁸ BARTLETT, ROBERT - *Ob. cit.* pg 50. MORRIS, PETER / PHALIPPOU, LUDOVIC - A new approach to regulating private equity, Journal of Corporate Law Studies, 2012, pg 59.

⁷⁹ Apontado a ubiquidade da relação de agência, *vd* estudo de POSNER, ERIC - Agency models in law and economics, University of Chicago - Law School, John M. Olin Law and Economics working paper no 92, 2000, pg 8, para quem a relação de agência se aplica a relações juridicamente tão diversas como a relação entre uma empresa seguradora e o seu cliente, entre um médico e o utente, entre o proprietário do restaurante e o respetivo empregado, entre um polícia e um cidadão, entre o advogado e o cliente, entre as diferentes partes num contrato, entre outras.

⁸⁰ ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER - *Ob. cit.* pg 3.

⁸¹ GILSON, RONALD - Engineering a venture capital market: lessons from the american experience, Stanford law review, vol. 55, 2003, pg 1070 e ss. BARTLETT, ROBERT - *Ob. cit.* pg 51. KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, Journal of Finance, vol. LIX, no 5, 2004, pg 2173.

⁸² A título de exemplo, KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, Review of Economic Studies, 2002; KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - *Ob. cit.* 2001.

⁸³ AXELSON, UTIF / MARTINOVIC, MILAN - European Venture Capital: myths and facts, 2013, pg 4. «This information asymmetry increases the entrepreneur's cost of capital», em TRIANTIS, GEORGE - *Ob. cit.* pg 3.

⁸⁴ «As situações em que a maximização da utilidade dos gestores colide com o interesse dos acionistas resultam de, pelo menos, três fontes: i) os gestores atribuem a si mesmos compensações injustificadas ou gastarem verbas excessivas em conforto e luxo; ii) os gestores negociarem em proveito próprio, designadamente, obtendo vantagens financeiras pessoais, concretizando negócios que visem a sua

Inerente à teoria da agência constata-se uma assunção humana descrita por um comportamento racional⁸⁵ e oportunista⁸⁶, comportamento assumido como imanente no seio desta relação. Próximo e conhecedor da gestão societária, o agente (*target*, representada pelo órgão de administração) utilizará as informações que dispõe para reduzir os constrangimentos decorrentes da operação de CR e para maximizar o seu interesse, prejudicando a principal (ECR), ou, pelo menos, deixando-o numa posição inferior àquela em que optimamente estaria. Daí provêm a conduta oportunista constitutiva dos problemas e riscos de agência.

Atomisticamente considerados, estes problemas fundamentam três riscos de agência - *adverse selection*, *moral hazard* e *hold-up*⁸⁷ - com que se defronta a ECR. No decurso do processo pré-negocial, incluindo-se não só as habituais *due diligence* como também a análise do *business plan*, a ECR tudo fará para recolher da *target* a maior quantidade de informação que estiver ao seu alcance. Esta recolha de informação aspira a viabilidade do negócio e a determinação dos termos sobre os quais este deve ser efetuado, em virtude daquela sociedade em concreto. Para tanto, a ECR procede à análise de diversos elementos, dentro dos quais podemos encontrar a avaliação dos

perpetuação no poder, assumindo riscos excessivos para os acionistas (que suportarão na totalidade as perdas, enquanto os gestores beneficiarão com os ganhos) ou maximizando os resultados de curto prazo em prejuízo da performance de longo prazo; e iii) os gestores actuarem incompetentemente (mesmo que honestamente) ou devotarem um esforço insuficiente aos assuntos da empresa» ALVES, CARLOS – *Ob. cit.* pg 23, nota 7. A relação de agência a que este A. se reporta é a relação entre acionista e administrador – o que não se revela muito rigoroso, uma vez que a relação de agência - tal como ela é originariamente entendida - pressupõe um contrato, o que não se verifica na ordem jurídica portuguesa onde a relação entre as partes mencionadas, segundo é maioritariamente defendido, dá origem a uma mera relação de fidúcia. Cf FIGUEIREDO, GABRIELA / COSTA, RICARDO – Código das sociedades comerciais em comentário, vol. I, anotação ao art 64º, Almedina, Coimbra, 2011, pg 727; e, CÂMARA, PAULO - «O governo das sociedades e a reforma do código das sociedades comerciais, AA. VV., *Código das sociedades comerciais e governo das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2008, pg 25. Assim, para que não se lhe possa obstar o interesse social – conceito constitutivo de sociedade surgindo à cabeça do regime das sociedades comerciais (980º CC) -, cremos que a aceitação desta posição só é concebível quando desprendida desse tecnicismo, aceitando-se, para isso, apenas a substância (e não a forma) expressa pela já aludida teoria de agência – situação que não deve causar estranheza, visto que esta dissociação é inclusivamente defendida no próprio ordenamento jurídico que a concebeu. Assim, «For readers unfamiliar with the jargon of economists, an “agency problems” – in the most general sense of the term – arises whenever the welfare of one party, termed “the principal”, depends upon actions taken by another party, termed “the agent”.(...) Viewed in these broad terms, agency problems arise in a broad range of contexts that go beyond those that would formally be classified as agency relationships by lawyers (sublinhado nosso)», em ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY, KRAAKMAN, REINIER – *Ob. cit.* pg 2.

⁸⁵ ERLEI, MATHIAS / SCHENK-MATHES, HEIKE - Bounded rationality in principal-agent relationships, 2012, pg 1, disponível em http://www.wiwi.tu-clausthal.de/fileadmin/Volkswirtschaftslehre/RePEc/pdf/BR_in_PA_Relationships.pdf.

⁸⁶ DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 37. «Opportunistically: to refer self-interested behavior that involves some element of guile, deception, misrepresentation, or bad faith», em ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER – *Ob. cit.* pg 3.

⁸⁷ DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 34.

membros do órgão de administração. Aí, a ECR vai considerar as suas qualidades e defeitos, individual e conjuntamente (na atuação em equipa), o seu grau de profissionalismo, o seu *know-how*, o seu desempenho e dedicação ao cargo, os seus intentos e as suas experiências indiciadoras de sucessos ou insucessos empresariais. Acontece que a avaliação deste fator, eminentemente subjetiva, peca por dubiedade. Por uma avaliação menos precisa, por induções dolosas (demonstrando qualidades que não têm), por inexperiência⁸⁸, ou simplesmente pelo caráter desvanecido dos membros do órgão, a ECR não logra um conhecimento exato destes. É sobretudo este desconhecimento que justifica a *adverse selection*⁸⁹, já que o agente vai tirar partido do desconhecimento do principal ao sobrevalorizar um retorno cujo negócio carece, ao menosprezar a exequibilidade do negócio e os riscos subjacentes ao mesmo, e ao induzir a necessidade de um montante inferior ao realmente necessário. Está em causa, essencialmente, uma insuficiente e/ou deficiente informação decorrente de posições societárias desniveladas, provenientes de interesses desiguais⁹⁰. A ECR, proprietária da sociedade⁹¹, pretende a rentabilização do investimento que realizou com o menor custo possível⁹² mediante uma postura precisa e objetivamente orientada⁹³, ao passo que a *target* (mais concretamente, os titulares do órgão de administração) pode exprimir uma conduta que desacompanha esse intuito. Tendo estes uma função de gestão sem participação no risco do negócio⁹⁴, a sua conduta divergirá manifestamente da visada. De facto, é irremediavelmente humano a distinta diligência no exercício de funções em benefício próprio ou alheio⁹⁵.

⁸⁸ «(...)agency problems will be more severe when the entrepreneur's ability is unknown because of inexperience(...)», em KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, *Journal of Finance*, vol. LIX, no 5, 2004, pg 2174.

⁸⁹ *Adverse selection* prende-se com a circunstância do agente não conseguir diferenciar entre bons e maus agentes, porquanto carece do conhecimento de determinadas características dos agentes, existindo, portanto, características não reveladas por parte do agente. KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 45. DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 34. A conduta tomada posteriormente pelo agente refletirá precisamente o desconhecimento do principal. Caso contrário, o principal não teria aceite contratar.

⁹⁰ «However, the VCs – entrepreneur partnership involve conflicts, due to different goals and objectives towards the business», em ALQATAWNI, TAHSEN – *Ob. cit.* pg 4. «Because of different interests or mismanagement, that would create conflict over the relationship between both parties» - *idem*, pg 7.

⁹¹ Ainda que temporariamente.

⁹² Não é um mero custo patrimonial, antes poderá implicar a escusa do caráter interventivo na gestão (*hands off investment*) – hipótese, apesar de tudo, menos expressiva.

⁹³ «Não há almoços grátis. Os financiadores não atuam por filantropia e o intuito é lucrativo», em VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Ob. cit.* pg 165.

⁹⁴ Demonstrar-se-á, *infra*, que o recurso a *stock options* pretende alterar este panorama, ao indexar uma parte da remuneração dos titulares dos órgãos de administração à conduta por eles prosseguida.

⁹⁵ Transcrevendo o filósofo escocês Adam Smith, em 1776: «The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery

Esta disparidade também é fonte de dois problemas que estão, agora, sob a alçada do *moral hazard*⁹⁶ -, problemas que apesar de também emergirem de ações e informações não reveladas, revertem no problema do esforço e no problema do consumo próprio⁹⁷, dado que o risco se encontra partilhado⁹⁸. Começemos pelo primeiro problema. O problema do esforço reivindica a motivação/incentivo do agente⁹⁹, pois expressa o empenho, dedicação, vigor e zelo que o agente deve observar no exercício das suas funções e que é posto em causa após a concretização do financiamento pela ECR. Diminuindo o esforço, reduz-se a probabilidade de sucesso. Por outro lado, o problema do consumo próprio¹⁰⁰ chama a atenção para o destino do capital obtido pela aquisição da participação social, que privilegia investimentos sustentados na utilidade dos membros do órgão de administração em detrimento do investimento que busca a criação de valor da sociedade. São exemplos disso a compra de imobiliário de escritório requintado, a compra de carros de alta gama¹⁰¹ ou a compra de um jato¹⁰². Trata-se de uma conduta tendencialmente maior quanto menor é a proteção dado à ECR¹⁰³.

frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company» (MANIS, JIM - An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations by Adam Smith – an electronic classics series publication, 2005, pg 606 e 607) ou o político comediante francês «On n'est jamais servi si bien que par soi-même», por Charles-Guillaume Étienne, em 1824.

⁹⁶ O *moral hazard* descreve as situações em que o agente beneficia, em virtude de informações ou de ações não reveladas, que o principal não consegue aceder (isto é, sem o seu conhecimento) e que têm como contrapartida a diminuição do proveito do principal. DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 34.

⁹⁷ DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 39.

⁹⁸ A partilha do risco pela abertura da sociedade a terceiros enfraquece os níveis de exigência e diligência, colocando em perigo o sucesso do investimento – postura contraditória relativamente à demonstrada nas negociações preliminares.

⁹⁹ Apesar de poder haver casos em que o administrador é esforçado, mas ainda assim ineficiente. «For example the entrepreneur may spend too much time with R&D and too few with marketing, accounting, etc», em HOUBEN, EIKE - Venture Capital, double-sided adverse selection, and double-sided moral hazard, University of Kiel - Faculty of Economics and Social Sciences, 2002, pg 2.

¹⁰⁰ Denominado “*perk consumption problem*”. Constituem “*perks*” as senhas de combustível, refeições e *plafond* de cartão de crédito. GOMES, FATIMA – «Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no sector financeiro, em particular», AA. VV., *I Congresso do Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 310.

¹⁰¹ DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 45.

¹⁰² EDMANS, ALEX / GABAIX, XAVIER / LANDIER, AUGUSTIN - A calibratable model of optimal CEO incentives in market equilibrium, 2007, pg 4.

¹⁰³ Este problema deve ser contrabalançado com a proteção do investidor, pois quanto menos consumo próprio houver (porque mais proteção foi dada ao investidor/acionista), mais tendência haverá para o órgão de administração arriscar (aumenta, assim, o risco do negócio) porque já não necessita de proteger esse benefício; assim, se se protege demais o investidor, o gestor será menos avesso ao risco, uma vez que já não necessita de se proteger. Daqui releva que a remoção total destes benefícios tem efeitos perniciosos. JOHN, KOSE / LITOV, LUBOMIR / YEUNG, BERNARD - Corporate governance and managerial risk-taking: Theory and Evidence, 2005.

No que toca ao *hold-up*¹⁰⁴, há que ter presente que também nos contratos de investimento em CR, não obstante constituírem contratos comerciais, são-lhes aplicáveis as regras gerais que não prejudiquem esse caráter, o que significa que estes também estão submetidos ao princípio da autonomia privada. Alcança aqui particular destaque a completude contratual^{105 106}. Considera-se que um contrato é completo quando a vontade conjenturada pelas partes se encontra integralmente expressa no próprio contrato, o que se materializa com a aposição de cláusulas que especifiquem o que cada uma das partes deve fazer em todas as contingências futuras¹⁰⁷ possíveis¹⁰⁸. No entanto, na realidade, os contratos mostram-se incompletos¹⁰⁹: por esquecimento¹¹⁰, pela natureza improvável da contingência ou pela impossibilidade de serem observados todos os elementos que merecem apreciação num ambiente de assimetria informativa. Esta última situação gera o *hold-up*¹¹¹ pela expropriação contratual, desencadeada pelo agente, *ex post* ao financiamento¹¹². Ancoradas à relação obrigacional, as partes tornam-se bilateralmente dependentes e, por isso, vulneráveis. Daqui aflora a deterioração da posição do principal em virtude do aproveitamento, pelo agente, da concretização do investimento, situação onde o principal se encontra numa posição precária pois, investido o capital, já o perdeu, ao passo que o agente nada realizou, i.e., nada perdeu no decurso deste¹¹³. Fica este último numa posição de influência¹¹⁴ contratualmente

¹⁰⁴ Já quanto ao *hold-up*, trata-se de um risco que demonstra as situações em que o agente aproveita lacunas contratuais em seu benefício, como produto de intenções que foram escondidas no momento da celebração do contrato, mas que são conhecidas posteriormente quando o principal é forçado a uma nova negociação. DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 34.

¹⁰⁵ O preenchimento do requisito da completude e da vontade manifesta deve ser aferido no caso concreto, não existindo controlo *a priori*.

¹⁰⁶ Já foi referido que uma forma de averiguar preventivamente a completude de um contrato é sujeitá-lo à prova de renegociação. WILLIAMSON, OLIVER – Bounded rationality and private information, pg 127, disponível em http://www.econ.canterbury.ac.nz/personal_pages/john_fountain/Teaching/Game Theory/econ2232006/week12/MRonHold-up.pdf.

¹⁰⁷ HART, OLIVER – Financial contracting, working paper 8285, national bureau of economic research, 2001, pg 10.

¹⁰⁸ WILLIAMSON, OLIVER – *Ob. cit.* pg 127.

¹⁰⁹ TRIANTIS, GEORGE – *Ob. cit.* pg 3.

¹¹⁰ Situação pouco provável na contratualização com uma ECR.

¹¹¹ PADILLA, ALEXANDRE - Agency theory, evolution, and austrian economics, pg 20, disponível em <http://direct.mises.org/journals/scholar/Padilla6.pdf>.

¹¹² HARUVY, ERNAN / KATOK, ELENA / MA, ZHOGWEN / SETHI, SURESH - A hold-up problem with behavioral considerations, Jindal School of Management, University of Texas at Dallas, pg 2.

¹¹³ A forma mais imediata de combater este risco, que não passa pela governação societária (razão pela qual não será abordada) é através do faseamento do montante investido, atribuindo-se tranches à medida que a sociedade cumpre determinados objetivos anteriormente acordados. Cfr FLUCK, ZSUZSANNA / GARRISON, KEDRAN / MYERS, STEWART – Venture capital contracting: staged financing and syndication of later-stage investments, 2006; e, SMIRNOV, VLADIMIR / WAIT, ANDREW – Hold-up and sequential specific investments, Journal of Economics, 2004.

¹¹⁴ Para refletir esta influência fala-se em ‘*bargaining power*’.

desmerecida. O agente ameaça¹¹⁵ ¹¹⁶ agir de modo contrário à ECR, forçando-a a renegociar com ele. À semelhança do que sucede com a *adverse selection*, também aqui se vislumbra um comportamento oportunista por parte do agente, só que, contrariamente à *adverse selection*, no *hold-up*, o comportamento oportunista manifesta-se posteriormente ao financiamento.

Todos os riscos acima referidos, endógenos e exógenos, exibem uma conduta do agente melhor informada e/ou, conforme os casos, interessada. Tendencialmente, quanto maior o risco prececionado, mais controlo a ECR obterá. Todos estes riscos legitimam a intervenção da ECR no sentido de criar condições que o minimizem. Por conseguinte, estes riscos serão atacados pela ECR, empregando, para o efeito, mecanismos de diversas ordens, típicos ou não, mas sempre ajustados à realidade que prevêem enfrentar.

Em Portugal, o fundamento para a receção da teoria de agência insere-se maioritariamente¹¹⁷ no âmbito da análise económica dos contratos¹¹⁸ - perspetiva que acolheremos pretendendo o estudo das ferramentas jurídico-societárias que acautelem a eventual perda de valor/insucesso empresarial pela ECR e respetivos mecanismos de defesa pela *target*. Não deve ser desprezada a importância do valor da eficiência na teleologia das normas de Direito Comercial, uma vez que é «*através das funções de criação da estrutura jurídica da empresa e da resolução de conflitos de agência que o*

¹¹⁵ DUFFNER, STEFAN – *Ob. cit.* pg 47.

¹¹⁶ Nomeadamente, ameaça sair da sociedade quando o empresário é uma peça particularmente valiosa para a mesma, *vd* KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, *Journal of Finance*, vol. LIX, no 5, 2004, pg 2174.

¹¹⁷ Pois a teoria de agência também tem sido empregada no campo da *corporate governance* para representar a relação entre acionistas e administradores em sociedades com uma maior dispersão de capital, *cf.* FERREIRA, BRUNO – «A responsabilidade dos administradores e os deveres de cuidado enquanto estratégias da *corporate governance* – implicações da reforma do código das sociedades comerciais», *Cadernos do MVM*, n.º 30, 2008, pg 9; SOARES, PAULO – «Controlo interno de alto nível e governo societário», *Cadernos do MVM*, n.º 38, 2011, pg 147-149; MORAIS, CARLOS - «Introdução aos princípios de “*corporate governance*” aplicáveis às sociedades cotadas em bolsa», in *Estudos em homenagem de Ruy Albuquerque*, vol. I, 2006; VASCONCELOS, PEDRO PAIS – «Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais», *DSR*, Almedina, Coimbra, 2009, pg 11 e ss; e, LOURENÇO, NUNO – *Os deveres de administração e a business judgment rule*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 11 e ss. Segundo cremos, essa alusão não visa definir a natureza jurídica do “ato” que relaciona estas partes, antes pretende ilustrar um eventual esquema conflitual materialmente explicado por esta teoria. Ainda assim, a transposição não pode ser feita sem mais, porque os problemas relativos a esta relação de agência devem ser enquadrados por referência á titularidade do capital acionista, tal como refere ALVES, CARLOS – *Ob. cit.* pg 23.

¹¹⁸ Assim o faz PINTO, FERNANDO – *Contratos de distribuição – da tutela do distribuidor integrado em face da cessação do vínculo*, UCP, 2013, pg 169-187.

Direito Societário cumpre a sua missão enquanto instrumento criador de valor para a sociedade»¹¹⁹.

2.3 Particularidades na governação societária

2.3.1 Aptidão do capital de risco

Importa não deixar de referir que este tipo concreto de investidores, goza de uma posição que, *per si*, propicia a atenuação dos próprios riscos inerentes à atividade do CR.

As ECR não são intermediárias financeiras, o que resulta expressamente do art 6º/5 do DL n.º 375/2007. No entanto, em face do art 30º/1- f) do CVM, são investidoras¹²⁰ qualificadas¹²¹. Daqui decorre um regime de proteção exíguo quando comparado com os investidores não qualificados, porquanto os primeiros estão impedidos de recorrer à ação popular (art 31º) e à mediação de conflitos (art 33º), de pertencer à Associação de Defesa dos Investidores (art 32º), assim como, de beneficiar do fundo de garantia (art 35º e 36º) – tudo de modo a tutelar os seus interesses. Na realidade, o regime de proteção do investidor do CVM está delineado para os investidores não qualificados, dado que são estes os “elos mais fracos” do mercado, cuja

¹¹⁹ MARTINS, JOÃO – «Os suprimentos no financiamento societário», *Temas de Direito das Sociedades*, Coimbra Editora, 2011, pg 14-44.

¹²⁰ Ao contrário da versão original do CVM proveniente do DL n.º 142A/91 de 10 de Abril, *maxime* art 3º/1-i), o atual CVM não consagra uma definição de investidor. No entanto, de *iure condendo*, o investidor pode ser definido como «qualquer titular, potencial ou efetivo, de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros» (CÂMARA, PAULO – *Ob. cit.* pg 221) ou como «aquele que confia ou que poderá vir a confiar fundos ou instrumentos financeiros a uma empresa de investimento ou a uma instituição de crédito no âmbito de operações de investimento» (AGUILAR, CONCEIÇÃO – «O Estatuto dos Investidores qualificados a pedido», *Cadernos do MVM*, n.º 31, 2008, pg 88 e 89).

¹²¹ Em rigor, os ICR não constam deste elenco. A questão não é, todavia, despidianda. Daqui decorre um diferente regime de proteção, pese embora a plenitude do princípio da proteção do investidor vigente no CVM (legalmente previsto no art 358º- a) do CVM). Tendo em conta a o caráter taxativo do art 30º, por um lado, e a formulação *a contrario* do mesmo (ou seja, são considerados investidores não qualificados todos os investidores que não expressamente referidos no preceito), por outro, somos levados a entender que os ICR constituem investidores não qualificados. Duvidando da justiça da solução chegada quando os ICR assentam numa sociedade unipessoal por quotas com gerência plural (portanto, com uma estrutura decisória diferente daquele que subjaz ao sócio-gerente único – faculdade prevista no art 270ºE/1 do CSC), parece-nos, no entanto, que esta é a solução mais conforme com o sistema. Poder-se-á argumentar em contrário, na linha do espírito que presidiu ao DL n.º 375/2007 – diploma que instituiu os ICR -, que o legislador aquando da consagração no sistema português da figura dos *business angels*, pretendeu permitir a sua atuação mediante uma sociedade unipessoal por quotas pensando, sobretudo, na sociedade unipessoal por quotas em que o sócio é simultaneamente gerente, pois foi para admitir a entrada na indústria do CR de pessoas singulares que surgiram os ICR. Salvaguardando a nossa reticência, defendemos que o legislador optou por qualificar o ICR em investidor não qualificado, sugando para eles uma particular atenção.

proteção é inevitável para o próprio funcionamento deste – sem investidores não há mercado.

Esta desigualdade, onde no fundo queremos chegar, funda-se no reconhecimento de que as ECR têm conhecimento e acesso à informação proveniente da própria indústria, constituindo, portanto, entes especializados¹²² que dispensam proteção. Essa especialidade traduz-se nas competências¹²³ decorrentes da própria atividade¹²⁴, na recolha e reconhecimento da qualidade de informação, na análise criteriosa dos *business plan* e de todos os critérios de avaliação das sociedades *target*, na agilidade da negociação, no aconselhamento estratégico, no conhecimento das melhores práticas de gestão, na deteção de irregularidades, entre outros. São entes experientes¹²⁵ ¹²⁶, credíveis¹²⁷, profissionais e exibidores de um poder de negociação forte. Esta última característica acrescida pela passividade que as ECR revelam, pois, habitualmente, são elas as procurados e não procuram.

Aceitámos já, por fim, que as ECR assumem um verdadeiro parceiro do negócio¹²⁸. Assim, a sua perspetiva será sempre o ambicionado sucesso, perpetrando na *target* com vista à conformação dos seus objetivos. Se possível, variando o risco dos seus investimentos, ao compor diversificadamente as suas carteiras junto de vários *targets*. O sucesso do projeto depende também da atuação da ECR¹²⁹.

No momento da celebração do contrato de investimento em CR, a ECR arrogase destas características levando à alteração do arquétipo societário estabelecido antecipadamente pelos acionistas da sociedade, com vista a melhor concretizar o seu objetivo. Essa modificação, como se verá, terá impacto imediato na governação

¹²² MORRIS, PETER / PHALIPPOU, LUDOVIC – *Ob. cit.* pg 61.

¹²³ HOSKISSON, ROBERT – The evolution and strategic positioning of private equity firms, *Academic of management perspectives*, vol. 27, nº 1, 2013, pg 25.

¹²⁴ SCHMIDT, KLAUS – *Ob. cit.* pg 1140.

¹²⁵ «Venture capital firms might learn from earlier investments and use that experience to improve future behaviour regarding influence on portfolio companies so that the number of a venture capitalist's investments should have an impact on the effects of its influence», em KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 104. «(...)we find that corporate venture capitalists experience increased value creation(...)», em DUSHNITSKY, GARY / LENOX, MICHAEL – *Ob. cit.* pg 769.

¹²⁶ Com especial relevo quando essa experiência se verifica a nível internacional, *vd* KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 104.

¹²⁷ Consequência da reputação - BAKER, MALCOLM / GOMPERS, PAUL - The determinants of board structure at the initial public offering, Harvard University, 2003, pg 593.

¹²⁸ Mostrando esta simbiose. «Quando corre bem, é um negócio *win-win*. Só que, por vezes o investimento de *venture capital* também corre mal», em VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Ob. cit.* pg 160.

¹²⁹ SCHMIDT, KLAUS – *Ob. cit.* pg 1140.

societária, melhorando-a. De modo que, a assunção destas características são um ponto prévio que deve ser tido em consideração no entendimento dos mecanismos que vão permitir maximizar o interesse da ECR, diminuindo os riscos do negócio, sejam eles endógenos ou exógenos. A ECR demonstrará habilidade na exploração de atenuantes junto das regras societárias, testando a sua flexibilidade.

2.3.2 Elementos da governação societária

O processo de financiamento mediante o recurso ao CR espelha uma particular relação entre a ECR e a *target* (mais importante para o negócio do que o próprio investimento)¹³⁰ pela reconfiguração da estrutura de governação societária¹³¹ da *target*. Como enunciado anteriormente, uma das componentes individualizadoras do CR - o carácter interventivo na gestão da sociedade¹³² - impulsiona a delineação de cláusulas respeitantes à estrutura, organização e funcionamento dos órgãos da sociedade, bem como, às relações entre eles. No fundo, atende-se aos elementos constitutivos da governação societária¹³³. Esta alteração tem como fonte a rede contratual aludida *supra*¹³⁴. Salvaguardamos, contudo, não estarmos diante de uma reconstrução societária “one-size-fits-all”, sendo eminentemente casuística, consoante os interesses e os objetivos queridos, o objeto da empresa, da operação em causa, do mesmo modo que a estrutura acionistas existente antes da entrada da ECR

¹³⁰ ZACHARAKIS, ANDREW / ERIKSON, TRULS / GEORGE, BRADLEY – Conflict between the VC and entrepreneur: the entrepreneur’s perspective, *Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance*, vol. 12, no 2, 2010, pg 109.

¹³¹ Usaremos a expressão governação societária. Por um lado, concordamos ser esta a melhor tradução portuguesa da expressão anglo-saxónica “*corporate governance*”. Para uma análise dos prós e contras das possíveis expressões, *vd* CUNHA, PAULO OLAVO – *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª edição, Almedina, Coimbra, 2012, pg 504 e 505, nota 711. Por outro, tendo em conta as características habituais que a sociedade *target* apresenta, pensamos ser a expressão que as traduzem mais corretamente, não obstante reconhecermos a tendência para uma vocação universal das regras e dos princípios inerentes à *corporate governance*. Referindo esta tendência, *vd* CÂMARA, PAULO – «Vocação e influência do corporate governance: uma visão transversal sobre o tema», AA. VV., *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011.

¹³² Incorporada no objeto acessório, faculdade especialmente prevista no art 6º/3-a) do DL n.º 375/2007. Integrado nas disposições gerais, ela é aplicável a qualquer ECR. Note-se que esta faculdade vem inclusivamente consagrada de modo explícito para as SGFCR (art 12º/5 do mesmo diploma), em conformidade com o cerne da matéria objeto de regulação pelo diploma, i.e., com os FCR.

¹³³ De tal modo que existem autores que argumentam que o CR é melhor compreendido como uma estrutura de governação do que como modo de financiamento. KLEIN, PETER / CHAPMAN, JOHN / MONDELLI, MARIO – Private equity and entrepreneurial governance: time for a balanced view, *Academy of Management Perspectives*, vol. 27, nº 1, 2013, pg 39.

¹³⁴ V. pg 9, 14 e 15.

Vejam algumas concretizações, típicas, desta reorganização, promovida pela ECR, que aspira, imediatamente, a criação de valor na *target*, e, mediamente, a valorização da sua participação. Veremos concomitantemente as suas consequências.

a) *Acionistas e Assembleia Geral*

A ECR participa na *target*, em regra, no decurso de um aumento de capital¹³⁵, a menos que a empresa se encontre numa fase inicial, designadamente *start up*, onde a sua entrada se concretiza com a subscrição do contrato de sociedade, como acionista-fundador¹³⁶. A referida participação no capital da sociedade assume contornos específicos que cumpre desde já analisar.

De acordo com o art 2º do DL n.º 315/2007, esta aquisição¹³⁷, por meio da qual o investimento se considera ser em CR, tem por objeto “*instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio*”. Adiante, no art 6º do mesmo diploma, a propósito das operações autorizadas, acresce-se “*instrumentos de capital próprio, bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confiram o direito à sua aquisição*”. Grosso modo, uma tripartição de instrumentos em capital próprio, quase próprio e alheio.

A qualidade de acionista¹³⁸ da sociedade pode ser cumulada com uma outra, mais especificamente, com a de obrigacionista, realizando um empréstimo à sociedade ou um contrato de suprimento¹³⁹. Quanto à primeira, dentro da modalidade do empréstimo, a ECR pode constituir um obrigacionista *tout court*, como também pode,

¹³⁵ Momento em que adquire a qualidade de acionista (art 274º do CSC).

¹³⁶ O valor investido nesta fase ronda os 25%, em contraposição com outras fases que pressupõem já uma sociedade constituída, como por exemplo, o *turnaround* com 41% do valor investido em fase de entrada do CR nas empresas relativamente ao ano de 2012. Dados extraídos do Relatório Anual da Atividade do Capital de Risco da CMVM de 2012, pg 27.

¹³⁷ Encontra-se sujeita à obrigação de comunicação à AdC a aquisição de participação no capital de sociedades não financeiras, por parte de FCR e SCR, de acordo com os arts 36º e ss da Lei n.º 19/2012 de 8 de Maio.

¹³⁸ Dando lugar a um *tertium genus* entre acionista-investidor e acionista-empresário.

¹³⁹ Sendo mais frequente a última hipótese, em rigor, a ECR pode constituir-se credor com níveis diferentes de garantia (sentido corrente; não no sentido jurídico): será uma garantia ‘forte’ no caso de a sua posição ser adveniente da concessão de um crédito, ao passo que, será ‘fraca’ na hipótese da posição ter como origem um contrato de suprimento. Veja-se o regime de reembolso.

uma obrigação específica, designadamente, uma obrigação convertível em ação¹⁴⁰. Como o próprio nome indica, esta obrigação convertível pode ser convertida (é um direito do titular) numa ação mediante a concretização de certas condições previstas no contrato de investimento. Apesar de não usual em Portugal¹⁴¹, este expediente, a ser adotado, revelar-se-ia um poderoso mecanismo de incentivo que poderia induzir investimentos eficientes, sem tornar ambas as partes reclamantes residuais, visto que protege a ECR em caso de liquidação do projeto, pois esta estará numa posição de credor e não numa posição de acionista¹⁴². A utilização destes mecanismos incute a disciplina dos administradores, aproximando-o dos interesses dos acionistas. No CR demonstra-se vantajosa porque permite à ECR minimizar o risco do valor que investiu em caso de insucesso do projeto, dado que este título integra as rubricas do capital alheio da empresa (e não capital próprio), e maximizar os ganhos em projetos bem-sucedidos, através da usufruição de dividendos e ganhos de capital no momento da venda do negócio, mediante o exercício da conversão. Numa situação intermédia, esta vantagem da obrigação convertível sobre os instrumentos não convertíveis é menos evidente já que as diferenças entre ter uma posição de credor ou acionista são menos acentuadas¹⁴³. Por conseguinte, acautelar-se-ia o *moral hazard*.

É, todavia, com a robustez do contrato de suprimento¹⁴⁴ que a aplicação de uma ECR tem o carácter de financiamento. Ainda assim, a alteração financeira redesenhada pela ECR poderá não esgotar a arquitetura financeira da *target*, pois a estrutura de

¹⁴⁰ Acolhida nos arts 365º a 372º do CSC, é denominado valor mobiliário híbrido pela combinação de características das ações e das obrigações. Neste sentido, GUINÉ, ORLANDO - «O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as ações e as obrigações)», *DSR*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 76, e CÂMARA, PAULO – *Ob. cit.* pg 161.

¹⁴¹ Considerando o estudo de PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 105. Contrariamente a países anglo-saxónicos, onde a sua importância assume o seu expoente máximo. *Vd* KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER – Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, *Review of Economic Studies*, 2002, pg 6.

¹⁴² SCHMIDT, KLAUS – *Ob. cit.* pg 1140 e 1158.

¹⁴³ PERNETA, CARLOS – *Ob. cit.* pg 25.

¹⁴⁴ Fundamentando a qualidade de credor: «A CMVM refere que o peso dos suprimentos tem sido justificado "como meio de trazer alguma rentabilidade aos FCR, face à incerteza implícita quanto à futura venda do activo e consequentemente à recuperação dos montantes investidos"» - André Veríssimo para o *Jornal de Negócios* a Julho de 2013, disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/fundos/detalhe/cmvm_critica_fundos_de_capital_de_risco_por_fazerem_de_bancos.html#comments.

capital da sociedade pode ainda contemplar outros recursos, como o crédito bancário¹⁴⁵
146.

Normalmente, a qualidade de acionista advém da compra de ações desprovidas de qualquer privilégio, uma vez que as prerrogativas a que a ECR pretende aceder, em regra, não são concretizáveis nelas¹⁴⁷ ¹⁴⁸. É exceção¹⁴⁹, a estipulação, sem nenhum direito lhe ser retirado, de um direito ao dividendo acrescido¹⁵⁰. Essas ações são, então, em regra, ordinárias¹⁵¹.

Sem, também, grande expressão surgem os valores mobiliários “*permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição*”¹⁵².

¹⁴⁵ Ainda que, na prática, não seja fácil. V. pg 13.

¹⁴⁶ Atente-se ao papel da política financeira na criação de valor da empresa e ao desafio na sua determinação, em FRANCISCO, PAULO - «Estrutura óptima de financiamento no contexto fiscal nacional actual», *Cadernos do MVM*, n.º 29, 2008, pg 38 e 39. São apresentados alguns critérios para a determinação desta política: «(...)optimal capital structure involves balancing the corporate tax advantages of debt financing against the costs of financial distress that arise from bankruptcy risks and agency costs. The empirical support for this theory, however, is far from conclusive», em ANTONIOU, ANTONIOS / GUNNEY, YILMAZ / PAUDYAL, KRISHNA – The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 43, 2008, pg 59. Por último, verifica-se que a estrutura do capital das empresas é influenciada pelo sistema financeiro vigente, cf. ANTONIOU, ANTONIOS / GUNNEY, YILMAZ / PAUDYAL, KRISHNA – *Ob. cit.* pg 86.

¹⁴⁷ A título de exemplo, não é admitido um direito especial de designação de administrador (art 391º/2 do CSC).

¹⁴⁸ Diferentemente do que sucede em ordenamentos jurídicos anglo-saxónicos onde os direitos aos dividendos prioritários são uma forte aposta. FRIED, JESSE / GANOR, MIRA – Agency costs of venture capitalists control in startups, *New York University Law Review*, 2006, pg 970. Estes autores apresentam como vantagem da utilização de ações preferenciais, a redução dos custos de agência por diminuição da assimetria informativa. A favor desta afirmação alegam que a empresa não irá lucrar até que o lucro seja maior que o dividendo atribuído à ECR, e que a concessão deste direito é um sinal de confiança que a aposta na empresa valerá a pena. Desta feita, a falta de informação que a ECR poderá ter aquando do investimento relativamente ao valor da empresa esbater-se-á pelas garantias advenientes deste tipo de ação. Estas ações funcionam como um incentivo à atuação dos administradores.

¹⁴⁹ A ação privilegiada é um instrumento utilizado somente em 1% dos casos pela ECR. PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 105. Não se descure, para efeitos de análise do mencionado estudo, da caracterização da amostra considerada. Contra RODRIGUES, PATRÍCIA – O capital de risco e o conflito de interesses, UCP, 2012, pg 25, para quem as ações privilegiadas são um instrumento na governação societária de uma empresa constituída por CR.

¹⁵⁰ Dado o regime geral do art 24º e a singeleza do art 302º/2, esta vantagem não está expressamente prevista no CSC, razão pela qual se questiona a sua admissibilidade em nome das (mas não as esgotando) ações privilegiadas atípicas de conteúdo patrimonial. Fundando-se no inócuo acréscimo de direitos políticos relativamente às ações ordinárias, admite-as CUNHA, PAULO OLAVO – *Ob. cit.* pg 405.

¹⁵¹ «No investimento em empresas de menor dimensão(...)As ações ordinárias garantem 84% das participadas(...). O investimento em grandes empresas é totalmente garantido por ações ordinárias», em PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 105.

¹⁵² Sendo as primeiras obrigações cujo «(..)emissor é um terceiro com disponibilidade sobre as ações a entregar – mas que se assume como pessoa jurídica diferente da empresa emissor das ações a serem oferecidas em caso de exercício do direito de conversão» e as segundas obrigações com warrant que conferem «(..)além do direito de crédito sobre o emissor(..) um direito de subscrição de ações», em CÂMARA, PAULO – *Ob. cit.* pg 162 e 165, respetivamente.

Esta aquisição pode acarretar, contratualmente, outros direitos ou uma extensão de âmbito de direitos já existentes, relativamente aos tradicionais direitos concedidos aos acionistas ordinários das sociedades em AG. Referimo-nos quer ao direito de veto, quer aos direitos de informação¹⁵³ e de voto. Os direitos de votos ou de veto destinam-se a afetar as deliberações tomadas nos órgãos de Administração. Estes direitos possibilitam uma diminuição do *hold up*, uma vez que prescrevem a orientação da conduta dos administradores após a realização do investimento. Estes estarão mais adstritos a atuar conforme essa atuação foi acordada contratualmente, desaproveitando eventuais aberturas contratuais.

Ainda relativamente à participação social, mais concretamente, à componente passiva da mesma, a ECR deve considerar o dever de lealdade na relação com os demais acionistas da sociedade¹⁵⁴. Pese embora este dever manifestar uma intensidade mais atenuada no que toca às SA, a conduta do acionista¹⁵⁵ com uma posição de controlo¹⁵⁶, sob pretexto do interesse da sociedade, em prejuízo dos restantes acionistas, a si sujeitando a estratégia da gestão da sociedade¹⁵⁷, pode configurar um comportamento desleal do acionista, suscetível de sindicância mediante a impugnação de deliberação social. Não obstante a sua posição, a ECR deve prezar por uma “*equilibrada ponderação dos fins que todos¹⁵⁸ pretendem atingir através do mesmo meio*”¹⁵⁹ – cerne da harmonia na relação entre os acionistas.

¹⁵³ Relativamente ao direito de informação, voltaremos a ele *infra*.

¹⁵⁴ Apesar de carecer de previsão normativa, a alusão a este dever tem ganhado expressão no ordenamento jurídico português. Defendendo-o, *vd* VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 2006; CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – «A lealdade no direito das sociedades», *ROA*, 2006; e, OLIVEIRA, ANA - *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade - Por um Critério Unitário de Solução do "Conflito do Grupo"*, Almedina, Coimbra, 2012.

¹⁵⁵ Na configuração desta atuação vejam-se os princípios de conduta enquanto acionista da EVCA – EVCA Corporate Governance Guidelines, 2010, pg 8-10.

¹⁵⁶ Resultante do próprio jogo de forças societárias originado pelo contrato de sociedade, acordo parassocial e lei.

¹⁵⁷ Razão pela qual MIRANDA, CRISTINA – A (in)dependência da administração perante o coletivo acionista, UCP, 2013, defende a independência dos administradores face aos acionistas, em sociedades com uma forte dispersão de capital.

¹⁵⁸ «Considerando que a heterogeneidade não pode exonerar o princípio da igualdade do seu papel ordenador do direito societário, espelhado, no essencial, na necessidade de igual tratamento dos sócios, o interesse da sociedade deve ser colocado em primeiro plano», em BRANCO, HÉLDER – *O abuso do direito da minoria societária*, Almedina, Coimbra, 2014, pg 20.

¹⁵⁹ *Idem*.

b) Órgão de Administração

Como sabemos, nem sempre é a propriedade acionista que determina a influência existente numa sociedade. Os direitos de controlo¹⁶⁰ oferecem um papel importante e útil¹⁶¹ em aspetos estruturais iminentes à organização do órgão de administração. A relutância do empresário à partilha do poder é uma realidade que firma um dos principais obstáculos com que as ECR se deparam. Trata-se, porém, de uma garantia da qual não abdicam.

O CSC admite, no seu art 390º/4, que as pessoas coletivas possam compor o conselho de administração¹⁶², todavia, estipula que estas devem “*nomear pessoa singular que exerça o cargo em nome próprio*”¹⁶³ ¹⁶⁴. Desta feita, está legitimado o caminho de integração da ECR nos órgãos de administração¹⁶⁵.

Aflora aqui um problema, que vem a ser tratado na doutrina¹⁶⁶ a propósito de uma outra matéria que é a dos deveres dos administradores, mais especificamente, do dever de lealdade (art 64º/1-b)). Trata-se da necessidade do administrador exercer o cargo em nome próprio. Como estatuí o artigo anterior, esta exigência implica a

¹⁶⁰ O recurso a esta prática desproporciona a percentagem tida enquanto acionista em relação ao controlo que a ECR adquire como contrapartida da injeção de capital. Há um controlo informal que contrabalança com o controlo formal.

¹⁶¹ HART, OLIVER – *Ob. cit.* pg 42.

¹⁶² E, bem assim, a ComAud (*ex vi* art 423ºH), o CAE (art 425º/8) e o CGS (art 434º/3). Não obstante a liberdade na adoção de quaisquer modelos de governação, as sociedades-alvo de CR terão uma propensão para seguir o modelo clássico, porquanto o modelo anglo-saxónico é mais utilizado pelas grandes SA, sociedades abertas e sociedades cotadas, e o modelo germânico não tem grande utilização no sistema português.

¹⁶³ No sentido «jurídico de, a ela, conferir um direito potestativo à designação de administrador.(...)nessa eventualidade, o verdadeiro administrador será uma pessoa singular» (CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2ª edição, 2011, pg 1047) enquanto «condição de eficácia da designação da pessoa coletiva como titular do órgão social» (CUNHA, PAULO OLAVO - «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta Cunha*, vol. 3, 2010, pg 353), buscando o interesse da designação, «na devolução do poder de nomear o substituto à pessoa colectiva-titular do respetivo cargo social» quando a pessoa singular nomeada cesse funções (CUNHA, PAULO OLAVO - «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta Cunha*, vol. 3, 2010, pg 359).

¹⁶⁴ Em sintonia com o art 17º/2 que visa autonomizar o interesse social do interesse de alguns acionistas, nomeadamente, de um dos restantes acionistas. Cf. GOMES, FERNANDO – *Acordos parassociais*, 1998, pg 22, nota 48.

¹⁶⁵ GARGA, SAM – *Ob. cit.* pg 92.

¹⁶⁶ Tal é o título da página «Dilemas de gestão: servir a dois administradores?(...)», em VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Ob. cit.* pg 164.

vinculação do administrador designado pela ECR à sociedade *target*, sob pena de cair na violação desse dever, dito fundamental^{167 168}.

Questão diferente mas conexa, é a de saber a que título se dá essa entrada. No decurso de uma alteração imposta pelo contrato de investimento de CR, pode ser designado¹⁶⁹ no contrato de sociedade – 391º/1, 423ºC/1, 425º/1-b) e 435º/1 -, ou eleito nos termos gerais. Contudo, não pode ser eleito separadamente (392º¹⁷⁰), uma vez que teria que ter uma participação habitualmente menor à usualmente detida¹⁷¹, além de que essa participação teria que ser objeto de agrupamento para efeitos de concretização do referido direito, sendo, deste modo, considerado um direito coletivo. No entanto, dificilmente estas possibilidades se concretizam, pois a ECR teria de esperar pelo termo do prazo para o cargo de administrador (391º/4), o que seria incompatível com o desejado acompanhamento na gestão da sociedade.

¹⁶⁷ «A relação («de representação») existente entre a pessoa colectiva e a pessoa singular nomeada é, assim, de ordem puramente genética, sendo limitada a um acto juridicamente legitimador do acesso à função de administração, e esgotando-se no acto de nomeação», em CUNHA, PAULO OLAVO - «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta Cunha*, vol. 3, 2010, pg 355.

¹⁶⁸ Como resultado, «o exercício da eventual função de «representante» da pessoa colectiva designante cede perante a consideração genérica de que a titular efectiva do cargo passa a estar sujeita aos deveres de lealdade», em CUNHA, PAULO OLAVO - «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta Cunha*, vol. 3, 2010, pg 350.

¹⁶⁹ Estamos a referir-nos às situações que decorrem de um aumento de capital que, como se disse, constituem as situações-regra. Estando em causa uma *start up*, onde a ECR constitui acionista fundadora, então, o mais natural é que ela seja nomeada no contrato que constitui a sociedade.

¹⁷⁰ Norma consagrada para o CA (art 392º) e para o CGS (art 435º/1), não comungando da mesma regra o CAE e a ComAud. Situação incompreensível dado que não se vislumbra qualquer fundamento para que este regime esteja apenas consagrado para o CA e CGS. Quanto à ComAud, a perplexidade ainda é maior, pois o art 392º foi introduzido pelo mesmo DL que introduziu o próprio órgão. «(...)392º, aplicável à eleição dos administradores, mesmo em sociedade tipo anglo-saxónico – 278º/1-b). As minorias podem eleger administradores comuns, à luz das regras especiais do 392º. Mas não administradores auditores. Essa hipótese foi afastada pela lei porque, nas sociedades de tipo anglo-saxónico, há sempre um ROC exterior: não valia a pena multiplicar instâncias de controlo. As SA tipo anglo-saxónico, têm, assim, maior coesão. De novo receamos que os cuidados legislativos e doutrinários, ainda que bem intencionados, desconheçam o País real e a prática das empresas. A presença de administradores (e, será lógico supor, “administradores auditores”) minoritários não traduz um suplemento: apenas a transposição, para o coração das SA, de guerras acionistas» CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2ª edição, 2011, pg 1114. Na verdade, faz parte da preocupação dos acionistas, inclusive minoritários, a fiscalização da sociedade, sobretudo se estivermos em mente o robustecimento da eficácia da fiscalização promovido pela reforma de 2006. No entanto, não é esse o âmago legitimador da proteção dos acionistas minoritários, razão pela qual esta proteção foi institucionalizada no art 392º. Antes, pretende-se que estes tenham voz nos órgãos sociais. A multiplicação dos meios de controlo será uma consequência – inevitável, por certo -, *a posteriori*.

¹⁷¹ Sendo esse o caso, embora a lei não distinga, defendemos uma interpretação restritivo-teleológica dos preceitos que dispõe sobre a proteção das minorias. Não parece fazer sentido que uma ECR, enquanto acionista minoritário, se auxilie dos expedientes consagrados para tutelar minorias previstos no CSC, pois julgamos estar esta proteção pensada para minorias desprovidas de poder/influência, ou seja, para minorias de direito e de facto. Deste modo, somos levados a restringir o âmbito subjetivo destes preceitos sempre que o acionista minoritário não o seja também ‘de facto’, excluindo da sua aplicação uma ECR.

O modo de entrada mais imediato é o resultante do acordo conduzido para a intervenção da ECR no órgão de administração. Esse acordo tanto pode traduzir um direito de designação do administrador para o órgão de administração, não sendo, no entanto, conferido à ECR o direito de, elas próprias, serem administradores, ou, paralelamente, celebrar-se um contrato de prestação de serviços de *coaching* e de acompanhamento¹⁷². Este último caso dá lugar ao pagamento pelo serviço prestado – *management fee*.

Esta composição do órgão de administração pela ECR sofre, todavia, uma restrição qualitativa, mas somente no que respeita à ComAud, tratando-se de sociedade cotada (423ºB/4) e ao CGS (434º/3)¹⁷³, e apenas no que toca a um dos seus membros, porquanto o(s) membro(s) designado(s) pela ECR carece(m) do requisito de independência¹⁷⁴, por verificação, com elevada probabilidade¹⁷⁵ da al. a) do 414º/5, para o qual esses artigos remetem. Assim, quanto a um membro, a ECR não pode aceder à ComAud e CGS, pois, dada a questionável isenção, o seu acesso exige o cumprimento do requisito de independência que os membros designados pela ECR não dispõem. Pelo que, no âmbito da reconstrução societária, o carácter da dependência dá corpo a uma

¹⁷² «Venture capital-backed firms make significantly greater use of business and professional contracts when searching for new personnel for functional and managerial positions», em KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 79.

¹⁷³ Defendendo a extensão dos requisitos de independência e inexistência de incompatibilidades às pessoas colectivas (designadas membros dos órgãos de administração), *vd* CUNHA, PAULO OLAVO - «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta Cunha*, vol. 3, 2010, pg 352. A ser assim, resta apenas à ECR a margem atribuída à parassocialidade que se aclama perfeitamente recetiva à autonomia privada (17º/1 CSC).

¹⁷⁴ No CA, a lei não impõe o requisito de independência – o que tem por base, em última instância, a organização legalmente concebida à própria sociedade -, tornando mais suscetível, naturalmente, a relação entre os acionistas e administradores. No entanto, há quem já ultrapasse esta ideia cf. MIRANDA, CRISTINA – A (in)dependência da administração perante o coletivo acionista, tese UCP, 2013. Na nossa ótica, a posição da A. apresenta-se insuficientemente sustentada pela falta de refutação da ideia de interesse social. Uma defesa cabal da independência da administração face à coletividade dos acionistas teria necessariamente que passar pela superação daquele que é o elemento mais característico e enformador do regime societário português e que justifica a dependência – o interesse social -, ou, pelo menos, teria que o reduzir eficazmente ao ponto de o tornar relativo. Assim, a menos que se defenda uma conceção institucionalista pura, há um impedimento ontológico à defesa desta tese. Diferentemente, esta teleologia não é aplicável ao órgão de fiscalização puro, que repela esta proximidade, pela natureza das funções em jogo. O que não deixa de ser, de facto, contraditório (na linha de CUNHA, PAULO OLAVO – *Ob. cit.* pg 512), visto que os fiscalizadores são designados pelos acionistas (415º/1). Esta solução legislativa revela uma solução compromissória meramente inicial, pois a ligação aos acionistas apenas se reflete no momento de investura no cargo de fiscalizador – fonte de legitimidade acionista -, mas que é contrabalançada com um regime de destituição mais restrito do que aquele que vigora para os órgãos de administração – onde a solução de compromisso permanece após o período de designação dos administradores.

¹⁷⁵ A percentagem detida pelo investidor de CR em grandes empresas é 74% das vezes superior a 10% do capital, de acordo com PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 106.

situação em que o CR desacompanha os princípios da *corporate governance* que incentivam esta componente reforçando a fiscalização, assim como, todas as recomendações que os amparam¹⁷⁶.

De relevo, surge, também, a proibição constante do art 398º/3, isto é, a impossibilidade do administrador exercer, por conta própria ou alheia, atividade concorrente da sociedade, exercer funções em sociedade concorrente ou ser designados por conta ou em representação desta, salvo autorização da AG nesse sentido. A questão está em saber quais são os administradores abrangidos por esta disposição. De facto, não existe qualquer remissão para os órgãos de administração que não o CA. Todavia, na realidade, esta proibição já decorre dos deveres lealdade do administrador (64º/1-b)), cujo desrespeito constitui causa de destituição (art 254º/5 *ex vi* 398º/5), para além de incorrer em responsabilidade (72º/1). Esta situação é particularmente clamorosa pelo facto da intervenção das SCR nas empresas se concretizar em 75% dos casos¹⁷⁷ sendo que o número de SCR registadas é relativamente baixo¹⁷⁸. Para que estes sejam mantidos na empresa¹⁷⁹, recorre-se a cláusulas de não concorrência. Em virtude da inalienabilidade do capital humano - impeditiva à permanência forçada do empresário na empresa -, utilizam-se estas cláusulas que compelem o administrador a permanecer na empresa, tornando dispendiosa a sua saída¹⁸⁰. Desta feita, obvia-se ao *hold up*.

Alternativamente à cláusula de não concorrência pode-se investir o administrador de ações da sociedade, diferindo essa atribuição no tempo. Este diferimento tem como finalidade a manutenção do administrador na empresa, situação em que a atribuição de ações aos administradores assume a definição de *vesting provisions*. Estas cláusulas protegem a ECR da saída de um administrador ao investi-los das ações da empresa na condição de estes manterem nela. Uma outra vertente deste mesmo fenómeno são as *buyback provisions* cuja atribuição de ações é revertida, mediante compra a baixo preço¹⁸¹, a favor da sociedade e caso o administrador, mais uma vez, não se mantenha na empresa. Tanto as *vesting provisions* como as *buyback*

¹⁷⁶ Recomendação IV.1 e IV. do Código de Governo das Sociedades de 2012 do IPCG e Recomendação II.1.7. do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013.

¹⁷⁷ APCRI – *Ob. cit.* pg 9.

¹⁷⁸ V. nota 14, mas não esquecer, no entanto, a atuação das outras sociedades comerciais especiais referidas anteriormente (nota 11).

¹⁷⁹ KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 80.

¹⁸⁰ KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, *Review of Economic Studies*, 2002, pg 12.

¹⁸¹ *Idem*.

provisions são cláusulas que, visando a maximização do valor da sociedade, pretendem motivar a integração dos administradores na empresa, remediando o *hold up*. Por conseguinte, em virtude da participação no capital da empresa, minoram também o *moral hazard* porque aliam os interesses destes aos interesses dos acionistas. Este diferimento canaliza-se para a manutenção na sociedade, mas pode ter outras finalidades, como a obtenção de um melhor desempenho.

Quanto ao funcionamento do CA, é conhecida a faculdade de atribuição de pelouros e de delegação de poderes, como resultado da delegação de poderes - *lato sensu* - de gestão a que se refere o art 407^o¹⁸². Assim sendo, a ECR pode encontrar-se na linha da frente desta gestão¹⁸³ ou assumir algum pelouro específico desde que legalmente admitido (407^o/2). No entanto, poderá questionar-se, quando assim não seja, por não ter sido designada pelo CA, se, ele próprio, não constitui um principal numa relação de agência (ainda que mais débil¹⁸⁴)¹⁸⁵ entretanto estabelecida como produto da delegação *lato sensu*, não havendo, por parte da ECR, qualquer mecanismo que a obstaculize. Este entendimento é ainda mais impressivo com a atribuição de pelouros, porque aí ele nem sequer tem a salvaguarda do 407^o/8, que investe o CA de competência cumulativa. Para além disso, a delegação de poderes através de uma comissão executiva implica a designação de um presidente cuja obrigação é precisamente assegurar que “*seja prestada toda a informação aos demais membros do Conselho de Administração relativamente à actividade e às deliberações da comissão executiva*” (407^o/6-a)), permitindo, dessa forma, ultrapassar o desnível informativo eventualmente criado.

A efetiva presença da ECR num ou noutro, ou até em mais do que um, órgão de administração – ora pura ora impuramente executivo - toma em linha de conta as finalidades do projeto tomado em concreto e o *modus operandi* de cada ECR. Esta presença assenta no pressuposto de que o(s) administrador(es) executivo(s) designado(s) pela ECR são as pessoas com qualificações, competências e experiências mais

¹⁸² Figura não aplicável aos demais órgãos de administração, por falta de remissão. Daqui aflora uma especial ligação da delegação com função de gestão da sociedade.

¹⁸³ Hipótese onde a prossecução do interesse social também se impõe por interpretação extensiva do art 407^o, *vd* MARTINS, ALEXANDRE – Administradores delegados e comissões executivas algumas considerações, IDET, 2^a edição, 2011, pg 74.

¹⁸⁴ Admitindo, agora, a configuração da relação de agência tal como ela é aludida na doutrina – cf. pg 23, nota 117 do presente trabalho.

¹⁸⁵ Assim sendo, relativamente aos demais acionistas, a relação de agência destes (administradores delegados *lato sensu*) com o CA assistirá a uma duplicação de grau da relação de agência.

adequadas a sua função, contribuindo para um aumento de eficácia e de qualidade no desempenho do órgão de administração¹⁸⁶ – corroborando os princípios, III.A e III.B (aplicável, porém, apenas aos administradores executivos tal como definidos no glossário) do Código de Governo de Sociedade do IPCG. Por outro lado, a manutenção de uma postura sólida quanto à sua meta, efetiva e criteriosa quanto à sua estratégia, dos seus administradores não executivos estão de acordo também os princípios IV.A e IV.B do Código de Governo de Sociedade do IPCG, tal como, a recomendação II.1.2., II.1.5. e II.1.6. do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013.

Ao diluir o poder dos restantes administradores pela influência que assumirá junto do órgão, por um lado, e ao compor o órgão com administradores especialmente qualificados, por outro, a ECR atua de modo coincidente com os objetivos visados pela *corporate governance*, promovendo uma melhor consistência e eficiência do órgão e, com isso, melhorando visibilidade externa do projeto. Contudo, a sua posição não deve ser absolutizada, sob pena de, levado ao extremo, o administrador nomeado use oportunisticamente a sua posição em detrimento da saúde da empresa¹⁸⁷, embora, sendo ele administrador, a sua conduta deva ser pautada pelo interesse social tal como ele se encontra parametrizado no art 64º/1-b)¹⁸⁸, constituindo fundamento de destituição (403º nº 4 e 5) e incorrendo em responsabilidade (art 72º), em caso contrário. Neste caso, o CSC prevê inclusivamente a responsabilidade do sócio controlador cuja extensão opera, *ex lege*, às pessoas coletivas eleitas para cargos sociais (83º/2).

Perante a teleologia dos artigos *supra* enumerados¹⁸⁹, à qual se acresce a dependência (ainda que mitigada) da administração em relação à AG, parece de duvidosa legalidade cláusulas (para e)contratuais que obstruam ao poder de direção da sociedade na coletividade dos acionistas pela especial influência de um deles, ou seja, com um *input* significativo na determinação da estratégia da sociedade . Por outro lado,

¹⁸⁶ «Venture capitalists’ should lead to more frequent and better prepared board meetings», em KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 93.

¹⁸⁷ «(...)VC-controlled boards may prematurely push for liquidation events, such as dissolution or mergers(...)thereby reducing total shareholders’ value», em FRIED, JESSE / GANOR, MIRA – *Ob. cit.* pg 972.

¹⁸⁸ É o dever de lealdade dos gestores aos acionistas que legitima a separação entre a propriedade e direção societária, fundadora da já apontada teoria de agência. ALVES, CARLOS – *Ob. cit.* pg 26. Ainda assim, os «(...)administradores devem *ponderar* os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os trabalhadores, clientes e credores», em CÂMARA, PAULO - «O governo das sociedades e a reforma do código das sociedades comerciais», AA. VV., *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2008.

¹⁸⁹ Que aparentam confinar à maioria a liderança da vida societária.

a relativa amplitude e indeterminação do conceito de interesse social, do mesmo modo que a escassa efetividade¹⁹⁰ dos mecanismos de responsabilização dos administradores, não se afigura em demasia inferir que o CSC carece de mecanismos societários protetores contra acionistas minoritários com posição de influência. Trata-se de uma situação cuja legitimidade advém da margem permissiva ou deixada à autonomia privada para a qual o CSC se revela impreparado para solucionar. Deste modo, a única solução possível é a própria maioria, aquando da contratação com uma ECR, pese embora a necessidade de meios financeiros, acautelar-se devidamente – o que não se revela de todo fácil, uma vez que se constata que o CR é encarado como “hospital das empresas” e as sociedades a ele recorrem para fazer face a uma situação patrimonial difícil¹⁹¹. Se assim for, com vista a assegurar a justiça material entre as partes, é necessário também apelar ao instituto civil da usura¹⁹² previsto nos arts 282º e 283º do CC, verificados os respetivos pressupostos, para, no limite, obter a anulação do contrato de investimento.

A importância da pertença no órgão de administração deriva do alinhamento de interesses que a ECR procura. Os interesses deste vão para além dos interesses dos outros acionistas que não a ECR e que também compõe o referido órgão. Esses interesses, concretizados por uma forte posição neste órgão, acompanham melhor os interesses da generalidade dos acionistas da sociedade, aproximando-os da gestão societária e melhorando a estrutura de governação. Esta aproximação atenua ainda os problemas relativas ao *moral hazard*. Por outro lado, esta aproximação diminuí os problemas inerentes a uma deficiente/inexistente informação e pacifica o *adverse selection*, porquanto possibilita um maior conhecimento dos restantes administradores.

¹⁹⁰ Para este efeito atente-se aos casos em que a jurisprudência decidiu no sentido da irresponsabilização dos administradores, e repare-se que a não responsabilização do administrador implica a não responsabilização do acionista-controlador – art 83º - caindo, assim, uma das únicas ferramentas societárias contra acionistas, *maxime* controladores.

¹⁹¹ V. pg 6, nota 17.

¹⁹² Concordamos, assim, com VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Contratos Atípicos*, 2ªedição, Almedina, Coimbra, 2009, pg 301 e ss.

c) Gestão

A remuneração dos administradores – tema central do movimento relativo à *corporate governance* subsequente à crise de 2007¹⁹³ – não foge dos mecanismos perfilhados pela ECR, como incentivo acolhido para minimizar os riscos de agência¹⁹⁴. Estes problemas cindem-se em duas grandes soluções: adoção de um *design* de estruturação remuneratório ótimo e a intervenção ao nível da divulgação da remuneração¹⁹⁵. Independentemente da exata configuração desta primeira solução¹⁹⁶, tem sido anuída uma componente variável da remuneração pelos administradores executivos¹⁹⁷.

Nos termos do art 399º do CSC, é da competência da AG ou de uma comissão¹⁹⁸ (nomeada ou designada pela AG)¹⁹⁹ a fixação de uma remuneração que pode ser “*certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício*”²⁰⁰. A adoção da

¹⁹³ MATOS, PEDRO - «A relação entre os accionistas e os gestores das sociedades cotadas: alguns problemas e soluções», *Cadernos do MVM*, nº 33, 2009, pg 97.

¹⁹⁴ Na linha de PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 109.

¹⁹⁵ GOMES, FÁTIMA – *Ob. cit.* pg 307 e 308.

¹⁹⁶ Que é, largamente, objeto de vários estudos na doutrina portuguesa e estrangeira.

¹⁹⁷ Já que, quanto aos administradores não executivos, a inadmissibilidade surge expressamente referida pelo legislador, pois estabelece-se que, para estes casos, a remuneração é fixa: art 423ºD para a ComAud, e, art 440º para o CGS. Esta diferenciação justifica-se pela natureza das atividades que estão em causa no exercício de funções destes órgãos. Assim, para garantir imparcialidade inerente à função de fiscalização (que constitui a forte componente destes órgãos, pese embora constituírem órgãos de administração), faz todo o sentido não fazer depender a remuneração destes do seu desempenho, sob pena do esvaziamento da referida função destes órgãos, levando à descaracterização destes últimos.

¹⁹⁸ Designada Comissão de Remunerações. Aconselha-se (recomendação V.2.1. do Código de Governo das Sociedades do IPCG e recomendação II.3.1. do Código de Governo das Sociedade da CMVM) que a sua existência seja independente do Conselho de Administração pelo facto de propiciar um maior alinhamento de interesses entre a remuneração da equipa de gestão e as medidas de desempenho da empresa. Conclusão do estudo de SILVA, PAULO - «Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e desempenho das empresas», *Cadernos do MVM*, nº 33, 2009, pg 89.

¹⁹⁹ Ou, ainda, do CGS (art 429º).

²⁰⁰ Quanto às combinações das componentes admitidas pelo legislador. «Admite-se, portanto, a possibilidade de estabelecer que a remuneração seja parcialmente variável (o que significa, claramente, que a remuneração pode ser inteiramente certa, ou ser composta por uma parte certa e uma parte variável; fica apenas afastada a possibilidade de a remuneração dos administradores ser totalmente variável)» RIBEIRO, MARIA – «Os Modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remunerações», AA. VV., *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*, Almedina, Coimbra, pg 62. Parecendo abraçar a mesma posição, *vd* ABREU, COUTINHO – *Governança das sociedades comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2010, pg 86. «A lei não prevê, mas também não impede, que um administrador possa auferir apenas remuneração variável pelo exercício das suas funções, não lhe sendo atribuída qualquer remuneração fixa». CUNHA, PAULO OLAVO – *Ob. cit.* pg 745, nota 1013. Apesar de não existir exposto impedimento legal, parece-nos uma solução mais equilibrada a configuração de uma remuneração com componente fixa quando for acordada uma componente variável, uma vez que, tendo em conta os interesses e riscos em jogo, a coexistência das duas componentes permite uma autolimitação da componente variável. Ou seja, ao atribuir a componente variável, incentiva-se o administrador e, ao mesmo tempo (através da componente fixa), impede-se que este granjeie a todo o custo a componente variável, porque é-lhe assegurada a

componente variável é fundamental²⁰¹, tendo sido inclusivamente defendida na Recomendação da Comissão 2009/385/CE²⁰² e objeto de recomendação pelo Código de Governo das Sociedades de 2012²⁰³, mormente, recomendação V.3.1., onde se anuncia que esta solução visa o alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos. Este alinhamento de interesses²⁰⁴ constitui o fator chave na assunção do dispositivo pela ECR que, na linha da sua ambição, ao fazer depender a remuneração do desempenho do administrador - afunilando a sua *performance*²⁰⁵ -, permite aproximar os interesses destes, dos interesses dos acionistas da sociedade, ainda que de forma interessada. Torna-se, por esta via, oportuna, a atenuação do risco do negócio, pois o risco do acionista passa a ser também o risco do administrador. Tal levará, à partida, a uma melhor sensibilização/ponderação da decisão²⁰⁶.

Esta componente não é, todavia, isenta de desvantagens. Despontam aqui, como obstáculos, a prevalência pela *performance* de curto prazo e uma conduta oportunista

componente fixa, prevenindo eventuais excessos. Da associação das duas componentes decorre um ajustamento que inexistente no caso da componente variável ser isoladamente considerada, sem prejuízo do limite à remuneração global consagrado no art 399º/1. Neste sentido, perfilhamos a primeira posição, adotando uma posição literal do art 399º.

²⁰¹ Apesar de, infelizmente, se constatar na prática que esta componente não é atribuída para recompensar o bom desempenho, mas antes se dever à dimensão da empresa. «Não se detectou evidência empírica de que em Portugal a remuneração total dos administradores seja determinada em função do desempenho da empresa. Esta variável é, todavia, significativa na determinação da componente variável da remuneração. A remuneração dos administradores em Portugal é amplamente influenciada pela dimensão da empresa.» NASCIMENTO, RAQUEL – «A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa: o caso português», *Cadernos do MVM*, n.º 32, 2009, pg 84 e 85.

²⁰² «(6)considerando: A estrutura de remuneração dos administradores deve(...)assegurar que a remuneração se baseie no desempenho. Assim, as componentes variáveis da remuneração devem ser ligadas a critérios de desempenho pré-definidos e mensuráveis, incluindo critérios de natureza não financeira.»

²⁰³ RIBEIRO, MARIA – *Ob. cit.* pg 62.

²⁰⁴ Sustentando que a crise seria pior se este alinhamento não existisse - FULMER, ANTHONY / CARPENTER, BARRY – *Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment*, *Academy of Management Journal*, vol. 53, n.º 5, 2010, pg 1045.

²⁰⁵ «Better corporate governance models and better management practices, such as the participation of managers and directors on equity capital and incentives closely tied to performance», em MENDES, JOSÉ / SOUSA, MIGUEL – *Ob. cit.* pg 34.

²⁰⁶ Diferentemente RIBEIRO, MARIA – *Ob. cit.* pg 55: «(...)os esquemas remuneratórios que combinam uma parte fixa com uma parte variável não asseguram uma adequada repartição do risco empresarial ligado ao exercício das funções de administração: os administradores, se tomarem opções de risco elevado, estão cientes de poderem obter ganhos muito significativos(...)». Mas atenção, «(...)não se pode no entanto esquecer que o administrador da empresa tem também um outro incentivo para ser mais prudente que o accionista, que em teoria contrabalançará a tendência para a adopção de projectos de maior risco. É que o administrador, quer por força das capacidades que desenvolveu ao longo do tempo, adaptadas às necessidades da empresa, quer por força das opções sobre acções da empresa que detém, sofre de uma elevada concentração de risco que o accionista tipo, com possibilidade de diversificação não sofre. Por essas razões, tem motivos para não envolver a empresa(...)em projectos de elevado risco», em OLIVEIRA, ANTÓNIO - «Remuneração de administradores e planos de aquisição de acções», *Cadernos do MVM*, n.º 19, 2004, pg 41.

cujo propósito visa eminentemente os resultados, sendo cego a eles²⁰⁷. A solução para este embaraço passa, mais uma vez, pelo modo como deve ser concebida a estrutura da remuneração. Assim, como soluções, tem-se diferido no tempo a atribuição da remuneração ou fixado cláusulas de reversão (*clawbacks provisions*)^{208 209}.

A modalidade da componente variável descrita no art 399º - participação dos lucros - não é exclusiva²¹⁰, permitindo-se ainda outras²¹¹, dentro das quais sobressaem os planos de opção para aquisição de ações (*stock options*)²¹² como modalidade primacialmente utilizada pelas ECR²¹³. Genericamente, as *stock options* constituem uma

²⁰⁷ Podendo causar prejuízos sérios à sociedade ao destruir o valor da mesma. «(...)entre esses perigos, destaca-se o de os administradores dissimularem resultados que não correspondem às metas traçadas(...)manipularem os dados financeiros e contabilísticos, de modo que exista sobreavaliação dos activos societários, inflação dos resultados reais da empresa e manutenção do valor das acções num nível superior àquele que corresponderia à verdadeira situação da sociedade», em RIBEIRO, MARIA – *Ob. cit.* pg 55 e 56.

²⁰⁸ Também designadas “*recovery/recoupment/recapture provisions*”, este tipo de cláusulas estão associadas à remuneração dos administradores. Elas facultam à sociedade a reclamação da componente variável que tenha sido pagas se se comprovar que os pressupostos da sua atribuição eram manifestamente incorretos ou se a situação da empresa se vier a degradar devido a práticas de má gestão. E geralmente aceita como inibidora da má conduta dos administradores. Neste sentido, *vd* CHEN, MARK / GREENE, DANIEL / OWERS, JAMES - The costs and benefits of CEO clawback provisions, 2013, pg 2 disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1980406. Como vantagens, estas cláusulas impõem um custo *ex post* para o administrador (induzindo melhores decisões) que não toma a conduta correta ou toma-a mas de modo precário, negligenciando deveres legais seus. Depois, esta solução acompanha as consequências de uma deliberação de gestão que está temporalmente longe do momento em que produzem efeitos. Por último, constituindo uma medida de *performance* da sociedade, providencia uma fonte saudável de *performance*. BABENKO, ILONA / BENNETT, BENJAMIN / BIZJAK, JOHN / COLES, JEFFREY – Clawback provisions, 2012, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2023292, pg 3 e 4. Conclui-se, empiricamente, que as cláusulas de reversão impedem a fraude e melhoram a qualidade do reporte financeiro. CHEN, MARK / GREENE, DANIEL / OWERS, JAMES – *Ob. cit.* pg 41.

²⁰⁹ As *buyback provisions* não devem ser confundidas com as *clawback provisions*, pois, apesar de serem ambas cláusulas de reversão, o fator que motiva essa reversão é diferente. Nas primeiras, o fator é a não manutenção do administrador na empresa, ao passo que nas segundas, é o mau desempenho do administrador que está em causa.

²¹⁰ Sendo, no entanto, a única enumerada pelo legislador. «(...)podemos aduzir que o legislador apenas regulou e se referiu à fórmula remuneratória que carece de regime especial, em face da necessidade de protecção de interesses específicos (da sociedade e até dos accionistas)», em GOMES, FÁTIMA – *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 437.

²¹¹ São elas a atribuição de bónus anuais e os prémios em ações. RIBEIRO, MARIA – *Ob. cit.* pg 65 e 66.

²¹² Argumento preponderante para a sua admissibilidade decorre de um «(...)argumento lógico: se a lei admite remuneração dos dirigentes que consista verdadeiramente numa participação nos lucros, sem garantias de pagamento (totalmente variável e de verificação incerta), porque não haveria de admitir remuneração variável de montante não determinado mas de verificação certa, quando até já admite que exista remuneração?», em GOMES, FÁTIMA – *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 437.

²¹³ Apesar de ser uma figura preponderante em sistemas *market-oriented*, a sua aplicação em sistemas *bank-oriented* não é posta em causa em virtude da já aludida receção à temática das boas práticas de governação societária. Simplesmente, como a estrutura acionista deste sistema não é igual, a teoria de agência responderá de modo desigual aos riscos daí advenientes (porque os problemas suscitados também são diferentes: maioritários vs minoritários), reconhecendo as particularidades de cada um deles. Assim, a par de outras soluções que o próprio CSC já prevê para obviar a ocorrência destes riscos (ex: imposição

espécie do género da opção (instrumento financeiro derivado nominado consagrado no art 2º/1-e) do CVM) com a particularidade do ativo subjacente ser uma ação. Por este meio, a sociedade atribui aos administradores o direito potestativo de, futuramente (dentro de determinado período), ao preço logo fixado, adquirirem ações da sociedade de modo derivado (opção de aquisição em sentido próprio) ou subscrevendo novas ações (opção de subscrição)²¹⁴.

Para além dos aspetos positivos e negativos, já apontados e aqui aplicáveis respeitantes à componente variável, há que tecer ainda algumas considerações. Sem prejuízo dos obstáculos inerente ao pedido de solicitação da subscrição ou aquisição das ações prometidas²¹⁵ que se consubstanciam na diluição do capital que este pedido implica²¹⁶, as *stock options*, para além do mencionado alinhamento de interesses dos administradores com os acionistas, e da propensão para reter os administradores, para *start-ups* de elevado risco e em que a capacidade financeira não abunda nos primeiros anos, as *stock options* podem ser uma solução que vence pela desnecessidade de liquidez (que é escassa) da empresa^{217 218}. Ainda assim, o fator que mais nos importa para efeitos do presente trabalho é a ordenação de interesses que as *stock options* promovem. Esta ordenação beneficia sobretudo o *moral hazard*, quer na vertente do esforço quer na vertente do consumo próprio, posto que as *stock options* farão com que a *performance* dos administradores esteja indexada ao seu desempenho, obviando à falta de zelo e dedicação e prevenindo tentativas de auto-fruição. Por outro lado, ao enfraquecer comportamentos oportunistas permite colmatar a *adverse selection*, limpando condutas nocivas para a sociedade, e, conseqüentemente, obviando a que o agente tire partido do desconhecimento do principal.

de um da independência de alguns membros nos órgãos de administração), as *stock options* revelam-se significativas neste domínio. Conforme a nota 42, pg 11.

²¹⁴ ABREU, COUTINHO – *Ob. cit.* pg 87 e 88.

²¹⁵ Alude-se às fórmulas que a sociedade utilizada para garantir a disponibilidade das ações necessárias aquando do exercício da opção: «(...)aquisições de ações pela sociedade criadora das SO, que as integra em autocarteira, nomeadamente através de aquisições em bolsa; ou mediante aumento do capital social na medida do necessário à satisfação das solicitações de ações em função do exercício das opções», em GOMES, FÁTIMA – *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2011, pg 493.

²¹⁶ Esta diluição não ocorre em todos os casos. Se as ações estão em carteira por terem sido adquiridas pela sociedade a outra sociedade no mercado, não se verifica esta disseminação do capital da empresa em desfavor dos restantes acionistas.

²¹⁷ Neste sentido, OLIVEIRA, ANTÓNIO – *Ob. cit.* pg 40.

²¹⁸ Esta vantagem, em rigor, não deixa de ser controversa atendendo à dispersão que lhe está inerente.

Em todo o caso, é de ressaltar que a atribuição de *stock options* aos agentes pode não garantir que estes decidam otimamente. Esta dotação fomenta a atenção na assunção de um risco, todavia, não motiva a escolha mais inteligente do risco cuja decisão incorre²¹⁹. Podem inclusivamente haver circunstâncias que coarctem as possibilidades de escolha na decisão, mesmo tratando-se do melhor administrador. Estamos no âmbito dos casos em que a responsabilidade do administrador se encontra limitada (art 72º/2)²²⁰, contando que este prove a verificação dos requisitos previstos no preceito.

d) Divulgação de informação e transparência

A presença da ECR pode ter lugar no órgão de fiscalização. O art 414º/3 permite a entrada de acionistas na sociedade, contudo, essa escolha é, agora, feita *intuitu personae*, sem intermediários – afastando-se o disposto no art 390º/4²²¹. Para além disso, tratando-se das sociedades previstas no art 413º/2-a), um dos membros do órgão tem de ser independente (414º, n.º 4 e n.º 5), o que leva a que, também por esta via, não obstante se cingir apenas a um titular, a presença de uma ECR no órgão de fiscalização se encontre limitada. Assim, se a ECR pretender integrar este órgão, só o poderá fazer ao abrigo da prévia estipulação de um direito a indicar ROC ou membros do órgão de fiscalização, com recurso ao mesmo expediente utilizado para a indicação de membros do órgão de administração.

Integrando o órgão de fiscalização, estão dentro das suas funções os poderes constantes do art 421º.

Haverá uma atenção pela autonomização do ROC quando este não esteja autonomizado, o que apenas tem sentido no modelo clássico uma vez que os restantes já

²¹⁹ «(...)stock options motivate risk taking(...)they do not necessarily always motivate “smart” risk taking», em FULMER, ANTHONY / CARPENTER, BARRY – *Ob. cit.* pg 1044.

²²⁰ Aditada pela reforma do CSC de 2006, esta regra é originária da, anglo-saxónica, *business judgment rule*. “Racionalidade empresarial” «deve ser interpretada restritivo-teleologicamente (interpretada à letra, ela dificulta muito ou impossibilita mesmo a prova e obriga o tribunal a juízo de mérito em larga escala). Assim bastará ao administrador, para ficar isento de responsabilidade, que (contra)prove não ter actuado de modo “irracional” (incompreensível, sem qualquer explicação coerente)», em ABREU, COUTINHO – Responsabilidade civil dos administradores de sociedades, IDET, 2ªedição, 2010, pg 46.

²²¹ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2ªedição, 2011, pg 1091.

o compreendem (art 278º). Submete-se, assim, a *target* à adoção de uma estrutura de fiscalização complexa, admitindo que a dimensão da própria sociedade o justifique. No caso de não justificar, i.e., havendo apenas fiscal único, a ECR providenciará a escolha do titular do órgão (único) que se resumirá à escolha do ROC ou SROC (414º/1)²²². Independentemente do tipo de estrutura adotado, há um especial rigor pela fiscalização financeira - marginalizando a fiscalização política²²³ – o que se encontra em consonância com a visão que a ECR tem do investimento e com os deveres de informação a que está adstrito. Este intuito tem correspondente nas práticas seguidas pela *corporate governance* que buscam uma fiscalização das sociedades mais efetiva²²⁴ (princípios II.2.4. e II.2.5. do Código de Governo das Sociedades da CMVM).

A preocupação pela pertença no órgão de fiscalização e adesão a modelos de governo que acentuam a vertente de fiscalização (*maxime*, financeira) são o espelho do *moral hazard* bem como da *adverse selection*.

Desvendam-se várias exigências ao nível do reporte de informação, ora quantitativamente ora qualitativamente. Por outras palavras, a ECR impõe a divulgação de um *standard* informativo iminente e exaustivo²²⁵. Com a ECR, a informação revela-se mais frequente, mais atempada, mais correta, mais detalhada e mais compreensiva²²⁶. Por conseguinte, provoca um sistema de reporte de informação mais severo. Fruto das exigências potenciadas pela própria entidade supervisora das ECR²²⁷ mas também

²²² Optando o legislador, neste caso, por privilegiar a natureza económico-financeira da fiscalização.

²²³ Idêntica preocupação é mais contestada com a fiscalização política. Contudo, em operações que visam ou resultam na entrada no mercado bolsista, esta modalidade de fiscalização, na sequência dos desenvolvimentos da *corporate governance*, tem uma expressão maior do que nos restantes casos.

²²⁴ «Uma nota dominante em todo o Decreto-Lei n.º 76A/2006 é a preocupação em robustecer as estruturas societárias destinadas à fiscalização», em CAMARA, PAULO - «O governo das sociedades e a reforma do Código das Sociedades Comerciais», AA. VV., *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2008, pg 62.

²²⁵ «Em média, o investidor recebe informações das suas participadas trimestralmente (em 83% dos investimentos em grandes empresas e em 67% dos investimentos em PME's), mensalmente (em 33% das participações em empresas de reduzida dimensão) ou semestralmente (em 17% dos investimentos em empresas de maior dimensão). Em regra, o acompanhamento presencial realiza-se igualmente com periodicidade trimestral (em 67% dos investimentos em empresas de maior dimensão e em 40% das aplicações em pequenas ou médias empresas) ou mensal (em 53% das participadas mais pequenas e em 17% das aplicações em grandes empresas). A visita do investidor realiza-se numa base anual em apenas 7% das participações em empresas de reduzida dimensão, e em 17% dos investimentos em grandes empresas numa base semestral», em PEREIRA, ELISABETE – *Ob. cit.* pg 107.

²²⁶ KLEINSCHMIDT, MAIK – *Ob. cit.* pg 96 e ss.

²²⁷ Veja-se que as ECR, mais concretamente, as SCR e os FCR estão sujeitos a deveres de informação numa base semestral a propósito da sua carteira de investimento, aquisição e alienação de ativos, balanço, e demonstração de resultados, bem como, numa base anual, relativamente ao seu relatório de gestão, balanço, demonstração de resultados, demonstração dos fluxos de caixa, relatório do auditor registados na CMVM, entre outros documentos (art 11º e 12º do Reg. CMVM n.º 1/2008).

visando validar o próprio desenvolvimento do investimento, esta obrigação de divulgação de informação contribui em grande medida para tornar mais transparente e credível a informação, permitindo captar a atenção e estabelecer confiança na sociedade. Pese embora reduzir a *adverse selection*, nem todas as informações serão inteiramente conhecidas pela ECR. Assim, mesmo coadjuvado com estes mecanismos de atenuação, alguns destes dados permanecerão desconhecidos²²⁸.

²²⁸ CUMMING, DOUGLAS - Adverse selection and capital structure: evidence from Venture Capital, *Entrepreneurship theory and practice*, vol. 30, 2005, pg 6.

Conclusão

O processo de financiamento mediante o recurso ao capital de risco comporta um conjunto de riscos a que apelidamos riscos do negócio (onde estão integrados tantos os riscos endógenos como os exógenos) para o organismo de capital de risco.

Iniciando-se pela aquisição de participação sustentada posteriormente com dívida, a assunção destes riscos não se compadece com uma posição inócua por parte deste organismo. Em prol da eficiência e do valor, o organismo de capital de risco ambiciona a atenuação destes riscos demonstrando uma posição de influência ímpar no clausulado com a sociedade participada.

Esta sua posição conduz à re-organização da sociedade alvo. Esta re-organização, visando o comportamento da organização, nomeadamente a transparência da informação, estrutura, composição e funcionamento dos seus órgãos de governo (*maxime*, órgão de administração e de fiscalização) e as relações com as várias partes com interesses legítimos, leva ao reposicionamento dos elementos de governação societária.

A reconfiguração destes elementos, espelho dos mecanismos de defesa do organismo de capital de risco face aos riscos do negócio, revela uma melhoria ao nível da governação societária, o que se comprova com a harmonia relativamente às regras e princípios aglomerados nos códigos de governo societário - à exceção do carácter de independência, ao qual o organismo de capital de risco, por natureza, não se consegue desembaraçar. Reconhecemos, deste modo, a peculiar conformação do arquétipo societário que aprimora os respetivos elementos, tornando-os mais eficientes e/ou mais transparentes.

Contudo, o modo de aplicação destes dispositivos legais pelo organismo, poderá dar azo a dúvidas no que toca a uma correta aplicação dos princípios da *corporate governance* ao enviesar valores jurídico-societários estruturantes como o são o interesse social e a igualdade de tratamento - razão pela qual há que reafirmar os mecanismos jurídicos de tutela à instrumentalização da *target* pelo capitalista de risco. Sejam eles societários, ou seja, o dever de lealdade, a responsabilidade acionista e a impugnação de deliberações sociais conjugados com aquele que é o interesse da sociedade. Só nesse

prisma se pode considerar que a atuação respeita os demais acionistas e todos aqueles gravitam em torno da sociedade. Sejam eles puramente civis, como a usura.

Atenuar os mecanismos de defesa do organismo de capital de risco, isto é, os mecanismos de defesa face aos riscos que enfrenta, e descobrir um modo de estabelecer uma confiança *a priori*, pode ser produtivo para a relação potencialmente conflituosa entre o empresário e o organismo de capital de risco, tanto que obvia a chamada de institutos jurídico-societários como modo de obviar à instrumentalização da sociedade por este mesmo organismo.

Em todo o caso, o capital de risco não pretende ser a panaceia dos riscos de agência, resolvendo os problemas que emanam da teoria de agência, mas, na sequência da reconstrução societária adveniente, ele acaba por, indiretamente, fazê-lo. As soluções prosseguidas pelo organismo de capital de risco, no âmbito dessa reconstrução, ao ambicionar a criação de valor da empresa, tornam efetivo o aperfeiçoamento do modelo de governação.

Bibliografia

A) Nacional

ABREU, COUTINHO – *Governança das sociedades comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2010.

ABREU, COUTINHO – Responsabilidade civil dos administradores de sociedades, IDET, 2ª edição, 2010.

AGUILAR, CONCEIÇÃO – «O Estatuto dos Investidores qualificados a pedido», *Cadernos do MVM*, n.º 31, 2008.

ALEXANDRE, VERA – Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Finanças, 2009.

ALVES, CARLOS – *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina, Coimbra, 2005.

APCRI - Estudo para a avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal, 2009.

BANHA, FRANCISCO – *Capital de Risco – Os tempos estão a mudar*, Bertrand Editora, Porto, 2000.

BRANCO, HÉLDER – *O abuso do direito da minoria societária*, Almedina, Coimbra, 2014.

CAETANO, PAULO – *Capital de risco*, Almedina, Coimbra, 2013.

CÂMARA, PAULO - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011.

CÂMARA, PAULO - «O governo das sociedades e a reforma do código das sociedades comerciais, AA.VV., *Código das sociedades comerciais e governo das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2008.

CÂMARA, PAULO / DIAS, GABRIELA – «O governo das sociedades anónimas», AA. VV., *O governo das organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011.

CÂMARA, PAULO – «Vocação e influência do corporate governance: uma visão transversal sobre o tema», AA.VV., *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011.

CMVM - Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, 2012.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2ª edição, 2011.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – «A lealdade no direito das sociedades», *ROA*, 2006.

CUNHA, PAULO OLAVO - «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta Cunha*, vol. 3, 2010.

- CUNHA, PAULO OLAVO – *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª edição, Almedina, Coimbra, 2012.
- DUARTE, PEDRO - Capital de risco: análise da indústria em Portugal, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Finanças, 2006.
- FERREIRA, BRUNO – «A responsabilidade dos administradores e os deveres de cuidado enquanto estratégias da *corporate governance* – implicações da reforma do código das sociedades comerciais», em *Cadernos do MVM*, n.º 30, 2008.
- FERREIRA, HUGO – Capital de risco: análise comparativa à evolução do desinvestimento em Portugal e Europa, dissertação para a obtenção do grau de mestre em Finanças, 2009.
- FIGUEIREDO, GABRIELA / COSTA, RICARDO – Código das sociedades comerciais em comentário, vol. I, anotação ao art 64º, Almedina, Coimbra, 2011.
- FRANCISCO, PAULO - «Estrutura óptima de financiamento no contexto fiscal nacional actual», *Cadernos do MVM*, n.º 29, 2008.
- GOMES, FÁTIMA – *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2011.
- GOMES, FATIMA – «Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no sector financeiro, em particular», AA. VV., *I Congresso do Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011.
- GOMES, FERNANDO – Acordos parassociais, 1998.
- GUINÉ, ORLANDO - «O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as ações e as obrigações)», *DSR*, Almedina, Coimbra, 2011.
- IAPMEI - Guia prático do capital de risco, 2006.
- LEITAO, ADELAIDE – «Acordos parassociais e *corporate governance*», *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*, vol. 2, 2012.
- LOURENÇO, NUNO – *Os deveres de administração e a business judgment rule*, Almedina, Coimbra, 2011.
- MARTINS, ALEXANDRE – Administradores delegados e comissões executivas algumas considerações, IDET, 2ªedição, 2011.
- MARTINS, JOÃO – «Os suprimentos no financiamento societário», *Temas de Direito das Sociedades*, Coimbra Editora, 2011.
- MATOS, PEDRO VERGA - «A relação entre os accionistas e os gestores das sociedades cotadas: alguns problemas e soluções», *Cadernos do MVM*, n.º 33, 2009.

- MENDES, JOSÉ / SOUSA, MIGUEL - «Private equity in Portugal – an analysis of the portfolio companies’ operating performance», *Cadernos do MVM*, n.º 45, 2013.
- MIRANDA, CRISTINA – A (in)dependência da administração perante o coletivo acionista, UCP, 2013.
- MORAIS, CARLOS - «Introdução aos princípios de “corporate governance” aplicáveis às sociedades cotadas em bolsa», in *Estudos em homenagem de Ruy Albuquerque*, vol. I, 2006.
- NASCIMENTO, RAQUEL SOFIA – «A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa: o caso português», em *Cadernos do MVM*, n.º 32, 2009.
- OLIVEIRA, ANA - *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade - Por um Critério Unitário de Solução do "Conflito do Grupo"*, Almedina, Coimbra, 2012.
- OLIVEIRA, ANTÓNIO - «Remuneração de administradores e planos de aquisição de ações», *Cadernos do MVM*, n.º 19, 2004.
- PEREIRA, ELISABETE - «A pequena e a média empresa portuguesa e o mercado de capitais: a perspectiva do capital de risco», *Cadernos do MVM*, n.º 32, 2009.
- PERNETA, CARLOS – Capital de risco em Portugal – Gestão de risco, dissertação para obtenção do grau de Mestre em Gestão, 2009.
- PESSANHA, TOMÁS / JERÓNIMO, MANUEL – «Portugal», *The law reviews: the private equity review*, cap. 15, 2012.
- PINTO, FERNANDO – *Contratos de distribuição – da tutela do distribuidor integrado em face da cessação do vínculo*, UCP, 2013.
- RAZINA, FLORBELA - «A criação, em Portugal, de um mercado especial orientado para empresas (small caps) com elevado potencial de crescimento», *Cadernos do MVM*, n.º 6, 1999.
- RIBEIRO, JOSÉ - «Venture Capital», *Revista Portuguesa de Gestão* I/95.
- RIBEIRO, MARIA – «Os Modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remunerações», AA. VV., *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*, Almedina, Coimbra, 2013.
- RODRIGUES, PATRÍCIA – O capital de risco e o conflito de interesses, UCP, 2012.
- SANTOS, GONÇALO - «Novos mercados e mercados não regulamentados vocacionados para empresas com elevado potencial de crescimento – experiência europeia», *Cadernos do MVM*, n.º 6, 1999.
- SILVA, PAULO - «Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e desempenho das empresas», *Cadernos do MVM*, n.º 33, 2009.

SOARES, ANTÓNIO - «Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco», *Cadernos do MVM*, n.º 15, 2002.

SOARES, PAULO – «Controlo interno de alto nível e governo societário», *Cadernos do MVM*, n.º 38, 2011.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 2006.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS – *Contratos Atípicos*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2009.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS – «O acionista de capital de risco – dever de gestão», *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012.

VASCONCELOS, PAIS – «Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais», *DSR*, Almedina, Coimbra, 2009.

B) Estrangeira

Agency theory, 2012, disponível em http://www.sagepub.com/upm-data/49945_Luhman_&_Cunliffe_Chapter_One.pdf.

ALLE, FRANKLIN / GALE, DOUGLAS – *Comparative financial systems: a survey*, 2001.

ALLEN, FRANKLIN / SONG, WEI-LING - *Venture Capital and Corporate Governance*, 2002.

ALQATAWNI, TAHSEN - *The Relationship conflict between Venture Capital and Entrepreneur*, paper no 48006, Walden University, 2013.

ANTONIOU, ANTONIOS / GUNEY, YILMAZ / PAUDYAL, KRISHNA – *The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions*, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 43, 2008.

ANTONCZYK, RON / BRETTE, MALTE / BREUER, WOLFGANG - *The Role of Venture Capital Firms' Experience, Ownership Structure, and of Direct Measures of Incentive Problems for Venture Capital Contracting in Germany*, 2007.

ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER – *Agency problems, legal strategies and enforcement*, Law working paper no 135/2009, ECGI, 2009.

AXELSON, UTIF / MARTINOVIC, MILAN - *European Venture Capital: myths and facts*, 2013.

BABENKO, ILONA / BENNETT, BENJAMIN / BIZJAK, JOHN / COLES, JEFFREY – Clawback provisions, 2012, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2023292.

BAKER, MALCOLM / GOMPERS, PAUL - The determinants of board structure at the initial public offering, Harvard University, 2003.

BARTLETT, ROBERT – Venture capital, agency costs and the false dichotomy of the corporation, University of Georgia School of Law, paper no 6-006, 2006.

BENFTSSON, OLA / RAVID, ABRAHAM - Geography and financial contracts, 2010.

BENFTSSON, OLA / RAVID, ABRAHAM - The importance of geographical location and distance on Venture Capital contracts, 2009.

BERGEMANN, DIRK / HEGE, ULRICH - Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning, 1997.

BERGHE, VAN / LEVRAU, ABIGAIL – The role of the venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective, Fourth International Conference on Corporate Governance and Direction at Henley Management College, 2001.

BONINI, STEFANO / ALKAN, SENEM / SALVI, ANTONIO – The effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms, 2011.

BLACK, BERNARD / GILSON, RONALD - Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, 1999.

BROUGHMAN, BRIAN / FRIED, JESSE – Carrots & sticks: how VC's induce entrepreneurial teams to sell startups, discussion paper no 742, 2013.

CHEN, MARK / GREENE, DANIEL / OWERS, JAMES - The costs and benefits of CEO clawback provisions, 2013.

CHEN, MARK / GREENE, DANIEL / OWERS, JAMES - The costs and benefits of CEO clawback provisions, 2013, pg 41, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1980406.

CUMMING, DOUGLAS - Adverse selection and capital structure: evidence from Venture Capital, Entrepreneurship theory and practice, vol. 30, 2005.

CUMMING, DOUGLAS / WALZ, UWE – Private equity returns and disclosure around the world, Journal of International Business Studies, 2009.

DANTAS, CATARINA / RAADE, KRISTIINA - Profitability of venture capital investment in Europe and the United States, Economic Paper from CE, 2006.

DELVES, DON / PATROCK, BRIAN - Agency Theory, pg 1, disponível em http://www.delvesgroup.com/wp-content/uploads/2010/08/Agency-Theory-Summary_Delves-Patrick.pdf.

DENT, GEORGE – Venture capital and the future of corporate finance, Washington University Law Review, vol. 70, issue 4, 1992.

DUFFNER, STEFAN - Principal-agent problems in Venture Capital finance, University of Basel, 2003.

DUSHNITSKY, GARY / LENOX, MICHAEL – When does corporate venture capital investment create value?, Journal of Business Venturing 21, 2006.

EDMANS, ALEX / GABAIX, XAVIER / LANDIER, AUGUSTIN - A calibratable model of optimal CEO incentives in market equilibrium, 2007.

ERLEI, MATHIAS / SCHENK-MATHES, HEIKE - Bounded rationality in principal-agent relationships, 2012, pg 1, disponível em http://www.wiwi.tu-clausthal.de/fileadmin/Volkswirtschaftslehre/RePEc/pdf/BR_in_PA_Relationships.pdf.

EVCA – EVCA Corporate Governance Guidelines, 2010.

EVCA - The little book of private equity, 2012.

EVCA - 2012 Pan European Private Equity and Venture Capital Activity, 2012.

EYLER, DAVID - Best Practice Guidance for Angel Groups – Due Diligence, Columbia University, 2007.

FLUCK, ZSUZSANNA / GARRISON, KEDRAN / MYERS, STEWART – Venture capital contracting: staged financing and syndication of later-stage investments, 2006.

FRIED, JESSE / GANOR, MIRA – Agency costs of venture capitalists control in startups, New York University Law Review, 2006.

FULMER, ANTHONY / CARPENTER, BARRY – Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment, Academy of Management Journal, vol. 53, nº 5, 2010.

GARGA, SAM – Venture boards: distinctive monitoring and implications for firm performance, Academy of Management Review, vol. 38, nº 1, 2013.

GEO, JOSEPH - The study of venture capital financing, Geo Joseph, disponível em http://www.academia.edu/3647760/THE_STUDY_OF_VENTURE_CAPITAL_FINANCING_-_THE_RIGHT_PROCESS_OF_REACHING_A_VENTURE_CAPITALIST_AND_FACTORS_EFFECTING_THE_CAPITAL_DECISIONS.

GILSON, RONALD – Engineering a venture capital market: lessons from the american experience, Stanford law review, vol. 55, 2003.

HALL, BRONWYN – The financing of research and development, nber working paper series, working paper 8773, 2002.

HART, OLIVER – Financial contracting, working paper 8285, national bureau of economic research, 2001.

HARUVY, ERNAN / KATOK, ELENA / MA, ZHOGWEN / SETHI, SURESH - A hold-up problem with behavioral considerations, Jindal School of Management, University of Texas at Dallas.

HEGE, ULRICH / PALOMINO, FRÉDÉRIC / SCHWIENBACHER, ARMIN - Venture Capital Performance: The disparity Between Europe and the United States, 2009.

HOSKISSON, ROBERT – The evolution and strategic positioning of private equity firms, Academic of management perspectives, vol. 27, n° 1, 2013.

HOUBEN, EIKE - Venture Capital, double-sided adverse selection, and double-sided moral hazard, University of Kiel - Faculty of Economics and Social Sciences, 2002.

HSU, DAVID / KENNEY, MARTIN - Organizing Venture Capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation 1946-1973, Industrial and Corporate Change, vol. 14, 2005.

JENSEN, MICHAEL / MECKLING, WILLIAM M. – Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 1976.

JOHN, KOSE / LITOV, LUBOMIR / YEUNG, BERNARD - Corporate governance and managerial risk-taking: Theory and Evidence, 2005.

KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER - Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, Journal of Finance, vol. LIX, no 5, 2004.

KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER – Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, Review of Economic Studies, 2002.

KAPLAN, STEVEN / STROMBERG, PER – Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring, National Bureau of Economic research, working paper no 8202, 2001.

KEUSCHNIGG, CHRISTIAN / NIELSEN, SYREN - Public policy for venture capital, CESifo working paper no 486, 2001.

KLEIN, PETER / CHAPMAN, JOHN / MONDELLI, MARIO – Private equity and entrepreneurial governance: time for a balanced view, Academy of Management Perspectives, vol. 27, n° 1, 2013.

KLEINSCHMIDT , MAIK – Venture capital, corporate governance and firm value, Gabler Edition Wissenschaft, 2006.

KRISHNAN, C. / IVANOV, VLADIMIR / MASULIS, RONALD / SINGH, AJAI - Venture capital reputation, post-IPO performance and corporate governance, Financing working paper n° 265, 2009.

MANIGART, SOPHIE / SAPIENZA, HARRY / VERMEIR, WIM - Venture Capital Governance and Value Added in Four Countries, 1996.

MANIS, JIM - An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations by Adam Smith – an electronic classics series publication, 2005.

MITNICK, BARRY - Origin of the theory of agency: An Account by One of the Theory's Originators, University of Pittsburgh, 2013.

MORRIS, PETER / PHALIPPOU, LUDOVIC – A new approach to regulating private equity, Journal of Corporate Law Studies, 2012.

PADILLA, ALEXANDRE - Agency theory, evolution, and austrian economics, pg 20, disponível em <http://direct.mises.org/journals/scholar/Padilla6.pdf>.

PETER, SCHOEFER / LEITINGER, ROLAND - Framework for venture capital in the accession countries to the European Union, 2002.

POSNER, ERIC – Agency models in law and economics, University of Chicago – Law School, John M. Olin Law and Economics working paper no 92, 2000.

RAJAN, RAGHURAM / ZINGALES, LUIGI – Banks and markets: the changing character of European finance, nber working paper series, working paper 9595, 2003.

REPULLO, RAFAEL / SUAREZ, JAVIER - Venture Capital finance: a security design approach, working paper no 9804, 1998.

SAHLMAN, WILLIAM - The structure and governance of venture-capital organizations, Harvard Business School, 1990.

SCHMIDT, KLAUS – Convertible securities and venture capital finance, The Journal of Finance, vol. LVIII, n° 3, 2003.

SCHWIENBACHER, ARMIN / CUMMING, DOUGLAS - Liquidity risk and venture capital finance, York University - Schulich School of Business, Financial Management, vol. 34, 2005.

SMIRNOV, VLADIMIR / WAIT, ANDREW – Hold-up and sequential specific investments, Journal of Economics, 2004.

SHIRI, GHASEM / TRABELSI, DONIA - Venture capital and the financing of innovation, 2010.

TRABELSI, DONIA - Venture capital and sequential investment, University Paris 1 - Panthéon – Sorbonne, 2008.

TRIANZIS, GEORGE – Financial contract design in the world of Venture Capital, University of Chicago Law Review, vol. 67, 2001.

WANG, HAIZHI / WUEBKE, ROBERT / HAN, SHU / ENSLEY, MICHAEL - Strategic Alliances by Venture Capital Backed Firms: An Empirical Examination, 2009.

WILLIAMSON, OLIVER – Bounded rationality and private information, pg 127, disponível em [http://www.econ.canterbury.ac.nz/personal_pages/john_fountain/Teaching/Game Theory/econ2232006/week12/MRonHold-up.pdf](http://www.econ.canterbury.ac.nz/personal_pages/john_fountain/Teaching/Game_Theory/econ2232006/week12/MRonHold-up.pdf).

ZACHARAKIS, ANDREW / ERIKSON, TRULS / GEORGE, BRADLEY – Conflict between the VC and entrepreneur: the entrepreneur's perspective, Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance, vol. 12, no 2, 2010.

C) Sites

<http://evca.eu/what-is-private-equity/>

www.cmvm.pt

[http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/fundos/detalhe/cmvm_critica_fundos de capital de risco por fazerem de bancos.html#comments](http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/fundos/detalhe/cmvm_critica_fundos_de_capital_de_risco_por_fazerem_de_bancos.html#comments)