



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**Venture Capital e Private Equity Como Meios de Financiamento das
Sociedades Comerciais**

E os seus Conflitos de Interesses

Luís Pedro de Almeida Loureiro Cabral

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**Venture Capital e Private Equity Como Meios de Financiamento das
Sociedades Comerciais**

E os seus Conflitos de Interesses

Luís Pedro de Almeida Loureiro Cabral

Sob a orientação de

Professor Doutor José Engrácia Antunes

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

A vida é bela porque é um conjunto de efemeridades.

Autor desconhecido

Agradecimentos

“There is an old saying: "That which doesn't kill you makes you stronger." I don't believe that. I think the things that try to kill you make you angry and sad. Strength comes from the good things: your family, your friends, the satisfaction of hard work. Those are the things that will keep you whole. Those are the things to hold onto when you are broken.”

Assim, deixo um especial agradecimento:

Aos meus pais, por todos os esforços (“e mais alguns”) que fazem e continuam a fazer, por a paciência inesgotável, por tudo o que são e por tudo aquilo que me fazem querer ser.

Ao meu irmão, por estar comigo em todos os momentos (longe, mas sempre perto), por já ver nele um exemplo apesar de tenra idade, e pelo amor incondicional que sempre nos unirá.

Aos meus amigos, de Viseu e de Coimbra, que desempenharam um papel importantíssimo para que me tornasse na pessoa que hoje sou.

Ao meu tio e tia, porque também contribuíram para que conseguisse atingir este grande objetivo.

Manifesto-vos o meu enorme (e sempre escasso) agradecimento, porque compreenderam a importância deste projeto, que se traduz no culminar desta minha epopeia universitária, e que colaboraram para que, hoje, entusiasmadamente, o erguesse(**mos**).

Resumo

A fraca competitividade da conjuntura económica portuguesa leva-nos a questionar os seus modos, as suas tendências e as suas soluções atuais para as empresas conseguirem atingir uma posição sólida no mercado. Os meios de financiamento usados pela maior parte das empresas portuguesas continuam muito arcaicos, encontrando a maior parte das vezes o seu suporte na banca. Com a presente dissertação procuramos enaltecer e alertar para a importância que o Capital de Risco pode desempenhar na economia portuguesa. Este tipo de investimento pode ser apontado como o grande responsável no surgimento e desenvolvimento de novas tecnologias e serviços. No que toca à realidade legislativa portuguesa, recentemente, foi aprovado o Regime da Gestão de Ativos que será um dos temas centrais. Além da análise deste novo Regime da Gestão de Ativos, abordaremos os conflitos de interesses que podem surgir nas Sociedades de Capitais de Risco e nos Fundos de Capital de Risco, agora abrangidos pela expressão de “Organismos de Investimento Alternativo”. Não conseguiremos arranjar soluções, mas pretendemos que o presente estudo funcione como um guia, como um farol para que todos os barcos (procedimentos de resolução de um conflito de interesses) cheguem a bom porto.

Palavras Chave: Capital de Risco, Know-how, Investimentos, PME's e Conflitos de interesses.

The weak competitiveness of the Portuguese economic climate leads us to question its ways, trends and current solutions for companies to achieve a solid position in the market. The means of financing used by most Portuguese companies are still very archaic, and most of the time they find their support in banks. With this dissertation we aim to highlight and draw attention to the importance that venture capital/private equity can play in the Portuguese economy. This type of investment is largely responsible for the emergence and development of new technologies and services. As far as Portuguese legislation is concerned, the Asset Management Regime was recently approved and will be one of the central themes. In addition to analyzing this new Asset Management Regime, we will also address the conflicts of interest that can arise in Venture Capital Companies and Venture Capital Funds, now covered by the term "Alternative Investment Undertakings". We won't be able to find solutions, but we want this study to act as a guide, as a beacon so that all the boats (decision-making processes of a conflict of interest) reach a good port.

Key words: Venture Capital, Know How, Investments, and Conflicts of interest.

Índice

Lista de Siglas e Abreviaturas	9
Introdução	10
Capítulo I – Dificuldades de Financiamento das Sociedades	12
1 - O Financiamento das Sociedades (pequenas e médias empresas).....	12
2 – O Capital Social	12
3 – Dificuldades de Financiamento.....	14
4 – Startups.....	15
5 - Os meios e dificuldades de financiamento das Startups e PMEs.	15
5.1. – A banca como meio de financiamento	16
Capítulo II – O Capital de Risco	17
1 – Breve percurso histórico do capital de risco.....	17
2 - Conceito de capital de Risco	20
3 – As modalidades de investimento em capital de risco	22
4 - O Capital de risco em Portugal	24
5 – Evolução do Regime Jurídico do Capital de Risco em Portugal	25
6 – Atual regime jurídico do Capital de Risco em Portugal.....	26
7 – Consequências da nova regulação do setor do capital de risco: oportunidades e desafios para o futuro	29
Capítulo III – O conflito de interesses no capital de risco	30
1 – As sociedades de Capital de risco	32
2 – Fundos de Capital de Risco	33
3 - Diferenças entre SCR e FCR:	34
4 - Os conflitos de interesses nas Sociedades de Capital de Risco	35
4.1 – Relações Hierarquizadas e/ou Verticais	35
4.2 – Relações horizontais.....	36

5 – Os conflitos de interesses nos Fundos de Capital de Risco.....	38
5.1 – Conflitos de interesses nas relações Hierarquizadas e/ou Verticais.....	38
5.2 – Conflitos de interesses nas relações horizontais	39
6 – Os conflitos de interesses na diretiva 2011/61/EU, de 8 de junho de 2011	41
7 – As atuais soluções para os conflitos de interesses (RGA e meios alternativos).	42
Bibliografia.....	47

Lista de Siglas e Abreviaturas

CR	Capital de Risco
DL	Decreto-Lei
Art	Artigo
RGA	Regime da Gestão de Ativos
DGFIA	Diretiva 2011/61/UE
OIA	Órgãos de Investimento Alternativo
CSC	Código das Sociedades Comerciais
PMEs	Pequenas e Médias Empresas
EUA	Estados Unidos da América
SCR(s)	Sociedades de Capital de Risco
ARD	American Research and Development Company
SBA	Small Business Investment Act
PE	Private Equity
VC	Venture Capital
e.g.	Por Exemplo
FCR(s)	Fundos de Capital de Risco
BA	Business Angels
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
OIC	Órgãos de Investimento Alternativo
SGOIC	Sociedades Gestoras de Investimento Coletivo

Introdução

O capital de risco (CR), tem-se revelado ao longo das últimas décadas como um meio de investimento cada vez mais importante no mercado. Desde sua primeira aparição na figura em que hoje o conhecemos (nas décadas de 1940 e 1950), evoluiu de uma atividade marginal e considerada de alto risco (daí a sua denominação) para uma força motriz que ocupa já uma posição central no apoio ao empreendedorismo, inovação e ao desenvolvimento de tecnologias. Este modelo de investimento não se cinge a financiamentos de empresas em fase inicial (e.g. startups, através da modalidade de investimento de venture capital, que abordaremos), mas tem também um papel determinante na recuperação, manutenção e consolidação de grandes empresas no mercado (através da modalidade de investimento de private equity, que também abordaremos).

Consideramos que este tipo de investimento ainda não provocou a devida atenção na economia portuguesa. Propomo-nos assim a apontar as suas principais modalidades, bem como a situá-lo entre os meios de financiamento que maior proveito podem trazer às empresas.

Apesar do seu crescimento, a indústria de CR portuguesa é ainda bastante jovem. Desde a crise no setor bancário que assolou a Europa nos anos de 2007/2008, que os meios de financiamento alternativos têm vindo a assumir um papel cada vez mais importante. A desconfiança do sector bancário traduziu-se na criação de um terreno fértil para o recurso a investimentos alternativos.

Percorremos a contextualização legal do CR no ordenamento jurídico português, apurando a evolução legislativa até ao novo Regime da Gestão de Ativos (RGA) e analisaremos também a Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (DGFIA).

Continuamos o nosso estudo com a avaliação das relações que se estabelecem entre os principais agentes destes investimentos. Estas relações, criadas no seio do investimento de CR são extremamente complexas, gerando vários conflitos de interesses. Ao fazermos uma análise detalhada das relações que se estabelecem nos Órgãos de Investimento Alternativo (OIA), pretendemos compreender os diferentes interesses geradores de conflitos bem como as razões que podem estar subjacentes aos mesmos. Na parte final

procuramos elencar possíveis soluções, aliando as orientações fornecidas pelo nosso ordenamento jurídico com opiniões de várias personalidades de renome, experientes no tema.

Capítulo I – Dificuldades de Financiamento das Sociedades

1 - O Financiamento das Sociedades (pequenas e médias empresas)

As sociedades comerciais são constituídas para a prossecução de uma determinada atividade e, para isso, reúnem os meios financeiros adequados para o exercício da atividade que pretendem desenvolver. Esses meios financeiros amealhados entre os sócios constituem, num primeiro momento, o património inicial, e o resultado da soma desses valores equivale às participações dos sócios, que correspondem ao capital social¹. Antes de introduzirmos a problemática do investimento em CR, importa fazermos uma conceituação do instituto jurídico do capital social, uma vez que um investimento desta natureza poderá alterar o seu valor.

2 – O Capital Social

O capital social tem como principal função a constituição do fundo inicial, o suporte para o início da atividade económica a ser desenvolvida pela sociedade. A própria legislação não nos apresenta uma definição de capital social. Diz-nos JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO que “o capital é figura misteriosa que exige esforço para a captação da sua natureza”². Na disciplina do direito, o instituto do capital social apresenta-se com um conceito e significado próprio, não correspondendo ou contribuindo para a definição usada nas ciências económicas³. É um dos elementos obrigatórios do contrato social de qualquer tipo de sociedade⁴.

Não raramente a figura do capital social é confundida com a figura do património social, importa, desta maneira, distinguir estes dois institutos jurídicos. Começemos por

¹ CUNHA, Paulo Olavo. Direito das Sociedades Comerciais. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012. p. 249

² ASCENSÃO, José de Oliveira. Direito Comercial: Sociedades Comerciais - Parte Geral. Vol. 4. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 2000. p. 147.

³ “A verdade, porém, é que o capital social é um conceito com um conteúdo e um significado que, para o Direito, não se identifica totalmente com o da Economia. Desde logo, porque a perspetiva do economista é absolutamente distinta da do jurista: aquele analisa o capital tendo em conta a fundamentalmente os problemas atinentes à produtividade e à produção da empresa, enquanto na análise deste relevam sobretudo a constituição e conservação de um fundo de bens que garanta os credores”. DOMINGUES, Paulo de Tarso. Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. 210 p. (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Studia Iuridica 33). p. 29.

⁴ CSC, artigo 9º nº1 alínea f).

referir que o capital social e o património social só se confundem, no momento da constituição da sociedade⁵, isto porque ainda não há obrigações por liquidar, o passivo é nulo e todos os bens entregues pelos sócios estão aplicados em ativos⁶. Resumidamente, se nos suportarmos nas palavras de FERRER CORREIA, podemos definir capital social como “a cifra representativa da soma das entradas dos sócios”⁷. Que, num momento inaugural, é o património inicial da sociedade, e que tem a função de suprir as primeiras necessidades de capitais da sociedade, imprescindível para o início da atividade económica.

O capital social alicerça-se, essencialmente, em dois pilares fundamentais: o fundacional, e o funcional. O primeiro está relacionado com a obrigatoriedade de constar no contrato de sociedade, salvo nas sociedades em nome coletivo⁸. Já no que se refere ao pilar funcional, este está internamente ligado à posição interna do sócio em relação ao montante da sua participação, e externamente, em relação à garantia dos credores sociais⁹. Desempenha ainda uma tripla função perante a sociedade: a função de produção, vinculada com o objetivo de reunião dos meios necessários para o desenvolvimento das atividades que a sociedade se propõe a exercer; função de organização, como instrumento moderador e regulador dos direitos e obrigações dos sócios; e, por fim, a função de garantia, ligada ao facto de o capital social ser um instrumento jurídico que transmite segurança aos credores sociais¹⁰.

Já o património social pode ser definido sucintamente como o “conjunto de relações jurídicas com valor económico, isto é, avaliáveis em dinheiro”¹¹. Ou, então, podemos

⁵ “Pode-se dizer que o capital constitui o património inicial da sociedade comercial. Após o início das atividades, o capital permanece nominal, expresso na soma declarada no contrato, ao passo que o património social – ou fundo social – tende a crescer, se a sociedade for próspera, ou a diminuir, se tiver insucesso. Esse património é que gera, em última análise, o lucro, que é periodicamente dividido entre os sócios”. REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. Vol. 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 513 p. 389.

⁶ PITA, Manuel António. Apontamentos sobre capital social e património nas sociedades comerciais: Direito das Sociedades e Direito da Contabilidade. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da. Estudos em memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 499-525.

⁷ CORREIA, António de Arruda Ferrer. Do contrato de sociedade. Lisboa: Ministério da Justiça, 1961. (Separata do Boletim do Ministério da Justiça nº 104.) p.43.

⁸ CSC, artigo nº 9º nº1 alínea f).

⁹ CUNHA, Paulo Olavo. Direito das Sociedades Comerciais. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012. p. 253.

¹⁰ DOMINGUES, Paulo de Tarso. Variações sobre o capital social. Coimbra: Almedina, 2009. p. 61-62.

¹¹ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. CURSO DE DIREITO COMERCIAL: Das Sociedades. 2 v. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 405.

dizer que é “a expressão de uma realidade tangível, de um fundo patrimonial, de uma concreta massa de bens, continuamente variável na sua composição e montante”¹².

3 – Dificuldades de Financiamento

Entretanto e para começarmos a introduzir o tema da nossa dissertação, devemos mencionar que um dos principais problemas no momento da criação de uma sociedade é que, muitas das vezes, os sócios não possuem fundos suficientes para o início da atividade e é necessário socorrerem-se de angariação de capital através de fontes externas. É aqui que entra a questão do financiamento societário fora dos seus quadros sociais. Isto é, através de fontes externas, socorrendo-se de investimentos de capitais alheios.

Desde a génese das sociedades comerciais que serviram os interesses do exercício coletivo de atividades económicas e conciliaram esses objetivos com a necessidade de captação de investimento externo para cada projeto, de forma que este fosse suficientemente robusto para singrar no mercado. A necessidade de angariação de capitais deixou, desde muito cedo, de se restringir ao círculo de sujeitos já integrados no circuito económico geral ou do investimento, para se alargar a todos os sujeitos detentores de capitais suscetíveis de financiar atividades económicas, transformando a poupança privada em capital empresarial¹³.

A procura por fontes de financiamento revela-se como um dos principais desafios a ser superados pelas empresas. Apesar das infindáveis alternativas, a banca ainda tem demonstrado ser a fonte mais expressiva de injeção de capitais, e a redução na concessão de crédito, como aquela vivenciada no começo do século XX, acabou por colocar em crise as próprias fontes de financiamento e deixou muitas empresas sem alternativas rapidamente acessíveis¹⁴.

¹² DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações...* p. 35.

¹³ SANTOS, Filipe Cassiano dos. *Estrutura associativa e participação societária capitalística: Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. p. 13-14.

¹⁴ MONTEIRO, Marisa Silva. *Fontes Reais e Irreais de Funding Empresarial: Do mútuo aos Business Angels*. In: BOTELHO, Maria de Deus. *Capitalização de empresas*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 85-125. p. 88-89.

4 – Startups

A legislação portuguesa define Startup no número 1, do artigo 2º da Lei n.º 21/2023, de 25 de maio, (que estabelece o regime aplicável às startups e scaleups), em 6 pontos: 1) exerça atividade por um período inferior a 10 anos; 2) empregue menos de 250 trabalhadores; 3) tenha um volume de negócios anual que não exceda os 50 milhões de euros; 4) não resulte de uma transformação ou cisão de uma grande empresa e não tenha no seu capital qualquer participação maioritária direta ou indireta de uma grande empresa; 5) tenha sede ou representação permanente em Portugal ou pelo menos 25 trabalhadores em Portugal; 6) cumpra o disposto na alínea f) do mesmo artigo¹⁵.

Outra definição comumente utilizada é a de uma empresa de base tecnológica, em fase inicial, à procura de um modelo de negócios repetível e com potencial de crescimento, operando em condições de extrema incerteza¹⁶. Existem cerca de 12 mil startups em Portugal, sendo quase todas de base tecnológica, pertencendo 85% delas a serviços de alta tecnologia. Em 2021, registaram um volume de negócios agregado de 1750 milhões de euros, empregaram cerca de 25 mil pessoas e exportaram 562 milhões de euros, dados facultados pela AICEP - Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal¹⁷.

5 - Os meios e dificuldades de financiamento das Startups e PMEs.

As dificuldades de acesso a financiamento são evidentes quando estamos perante PMEs¹⁸, devido ao facto de não disporem de garantias concretas. É-lhes dificultado, e, em muitos casos, mesmo impedido o acesso aos meios de financiamento. De uma maneira

¹⁵ Lei n.º 21/2023, de 25 de maio

¹⁶ XAVIER, Luis Barreto; Hélder GALVÃO, (2022) - Direito para startups: Manual Prático - Da idealização ao Exit – Coimbra, Almedina p. 204.

¹⁷ Site AICEP Portugal, consultado em 24/08/2023.

¹⁸ “A fraca importância dos mercados financeiros no financiamento das PMEs, quando comparado com o financiamento bancário, é comum na maioria dos países europeus e uma característica do modelo continental ... em contraste com o que acontece em países como os Estados Unidos e o Reino Unido (modelo anglo-saxónico). O continental é um modelo de Corporate Governance típico nos países europeus ... agregam as funções de gestão e de decisão, e em que o financiamento bancário é muito relevante”. TAVARES, Fernando Oliveira; Luís PACHECO; Emanuel Ferreira ALMEIDA, Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. Revista de Administração, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 254-267, 2015. Business Department, School of Economics, Business & Accounting USP. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rausp/v50n2/0080-2107-rausp-50-02-0254.pdf>, consultado em 15/08/2023.

geral, possuem apenas uma ideia e/ou perspectiva de negócio que poderá vir a ser, ou não, lucrativa. Sem os fundos necessários para iniciar o bom desenvolvimento da sua atividade, a empresa não conseguirá singrar no mercado. O conceito de CR, nasceu, precisamente, para suprir a ausência destes capitais. Este tipo de investimento pressupõe, à priori, uma criteriosa análise do projeto empresarial, da sua capacidade de crescimento posta num lado da balança e, no outro, o risco de falhar. O capital de risco pode ter um papel preponderante e até decisivo em muitas destas empresas.

5.1. – A banca como meio de financiamento

Como já referimos anteriormente, o setor bancário não é, de todo, a melhor alternativa para o financiamento e desenvolvimento de PME's, uma vez que a sua vantagem/oferta está intrinsecamente relacionada com a concessão de crédito de baixo risco e por um curto espaço de tempo, que é exatamente o inverso do que ocorre nestas situações, onde se procura uma concessão de crédito que precisará de tempo para ser restituído e que implicará sempre um risco para o banco¹⁹.

Relativamente a este assunto, FRANCISCO BANHA diz-nos que o crédito bancário não se mostra como o mais adequado para financiar empresas recém-criadas, isto porque além de necessitarem de capital para conseguirem levar avante o seu projeto, têm também a necessidade de ajuda na gestão do negócio, que lhes seja transmitido o know-how. Estes recursos disponibilizados terão de preencher as lacunas da empresa e manter-se por tempo suficiente sem quaisquer garantias, sem remuneração ou reembolso imediato e ainda permitir que o empreendedor continue o responsável do projeto²⁰.

Por estes motivos, o CR (que abordaremos ao pormenor mais à frente), quando comparado com a banca, demonstra-se como o meio de financiamento mais adequado para empresas que se encontrem nesta realidade. As principais distinções que se podem fazer entre o financiamento através de capital de risco e o financiamento bancário são que os investimentos de CR são feitos diretamente nas empresas, e os bancos funcionam como intermediários de várias transações financeiras. Esta diferença no modo de atuação

¹⁹ ALCARVA, Paulo. A Banca e as PME: Como gerir com eficácia o relacionamento entre as PME e a Banca. Porto: Vida Económica, 2011. p. 67

²⁰ BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar. Venda Nova: Bertrand Editora, 2000. p. 46-47.

traduz-se conseqüentemente numa diferenciação da remuneração do investimento realizado. Isto porque os investidores de capital de risco confiam no retorno do investimento porque acreditam no sucesso da empresa investida, enquanto os bancos tendem a cobrar taxas para remunerar os serviços prestados acrescidos dos juros do montante emprestado, independentemente do sucesso ou insucesso da empresa²¹. Outra diferença que se pode apontar nestes investimentos manifesta-se no tipo de empresas em que geralmente são aplicados. Os investidores de CR procuram direcionar os investimentos para PMEs, com possibilidades de altos retornos em caso de sucesso das mesmas. Já os bancos, preferem injetar recursos em empresas já consolidadas no mercado e com histórico de crédito, para terem uma maior segurança no investimento.

Por todos os motivos supra elencados, o CR apresenta-se como, na maior parte dos casos, o meio de financiamento mais favorável para este tipo de sociedades²². A forma mais resumida de explicar o favorecimento e vantagens de investimentos em CR é a de que é a única forma que assume o sucesso do negócio como sucesso do próprio investimento.

O CR vem assim exercer um papel de protagonista no financiamento das empresas ligadas à inovação e ao conhecimento, contribuindo cada vez mais para o desenvolvimento e dinamização do tecido empresarial. Este modus de investimento pode ainda exercer um valioso auxílio na recuperação de empresas, que estejam a tentar ultrapassar problemas financeiros.

Capítulo II – O Capital de Risco

1 – Breve percurso histórico do capital de risco

²¹ JÚNIOR, Francisco Erionaldo Cruz, José de Alencar NETO, Características Gerais do Mútuo Bancário em Portugal, “Como se sabe, o dinheiro do futuro vale menos que o dinheiro do presente. Por esse motivo, ao abrir mão do dinheiro no presente, o credor precisa acrescentar a esse montante a taxa de juros a fim de tornar o contrato de mútuo equilibrado, remunerando-se, assim, o capital. Por outra ótica, o devedor, ao adquirir o empréstimo, está antecipando um dinheiro que receberia no futuro para utilizá-lo no presente. Por esse motivo, deve o devedor-mutuário pagar juros a fim de remunerar aquele que abre mão de utilizar o dinheiro no presente” - perspectiva bancária.

²² ALCARVA, Paulo. O financiamento bancário de PME. Coimbra: Conjuntura Atual Editora, 2017. p. 53-54.

A figura do capital de risco, apesar de não ter sido rotulada desta forma naquela época, apareceu pela primeira vez no século XV, embora a figura moderna tal como a conhecemos hoje tenha começado a ganhar expressão apenas a partir do século XX.

A história diz-nos que foi no século XV, com Cristóvão Colombo, que apareceu pela primeira vez a figura do capital de risco. Isto porque o navegador, ao procurar investimento para a sua expedição rumo ao continente americano, junto dos reis Fernando II de Aragão e Isabel I de Castela, estava a desenvolver uma atividade de capital de risco. Sucintamente, elaborou um “modelo de negócio” que precisava de capital para ser concretizado e, em troca, ofereceu à corte espanhola uma possibilidade de alto retorno do capital investido na sua expedição²³. Na mesma época, a assunção dos riscos com o financiamento das expedições marítimas em Portugal, por particulares, na expectativa dos lucros decorrentes, pode também ser descrita como uma atividade de capital de risco²⁴.

Mais recentemente e indo ao encontro desta figura como atualmente a conhecemos, é sabido que o seu surgimento ocorre no pós-Segunda Guerra Mundial. Foi então nesta altura, nos EUA (Estados Unidos da América) que surgiu a primeira SCR (Sociedade de Capital de Risco) da história, a American Research and Development Company (*ARD*). Esta sociedade tinha como objetivo testar a aplicação de investimento em novas empresas ou empresas já existentes, apoiando na criação e comercialização de produtos ou na evolução dos produtos já comercializados²⁵. Além disso, pretendia-se a dinamização económica regional e a difusão do CR como meio de financiamento, inspirando outras entidades a prosseguirem o seu modelo de funcionamento²⁶. Este tipo de investimento acabou por se autonomizar em 1958, com a aprovação do Small Business Investment Act (SBA) pelo governo federal. No entanto, a evolução no contexto americano ficou marcada por uma instabilidade cíclica.

²³ CAETANO, Paulo. ao fazer uma análise histórica da figura do capital de risco, refere ainda que o financiamento feito pelo Imperador Marco Crasso na Roma Antiga aos empreendedores dispostos a construir “novas bases, banhos, estradas e imóveis, nos novos territórios conquistados”, era já uma forma deste tipo de investimentos. Capital de Risco. Lisboa: Conjuntura Atual Editora, 2013. p. 9.

²⁴ Idem.

²⁵ Innovation in Cambridge, Venture Capital 146 Sixth Stree: <https://historycambridge.org/innovation/Venture%20Capital.html>

²⁶ HSU, David, Martin KENNEY (2004), Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973 in Berkeley Roundtable on the International Economy (BRIE) Working paper, University of California, p. 4, disponível em: <http://brie.berkeley.edu/publications/WP163.pdf>

Na verdade, o ato permitiu que este instituto da SBA pudesse financiar jovens empresas de várias indústrias, sendo que nos anos 60 a maioria do investimento em CR era realizado por esta entidade. Porém, o método de investimento diferia daquele praticado pela ARD nos termos em que esta, sob a lide de Georges F. Doriot²⁷, providenciava não apenas o dinheiro para financiamento dos projetos, mas também aconselhamento industrial especializado e de gestão (partilha de know-how). Este último aspeto, no entanto, deixou de se oferecer no período em que a SBA encabeçava a atividade, o que originou problemas²⁸. Foi também por esta altura que surgiram os fundos de private equity (PE), a par com os leveraged buyouts (LBO)²⁹.

Continuando este percurso histórico, foi já na década de 80 que a atividade de investimento em PE conheceu um dos seus períodos mais prósperos até à data. Também o venture capital (VC) conheceu um período de expansão nesta altura, devido ao sucesso de alguns investimentos. Não tardou até que várias firmas dedicadas à atividade de PE surgissem, apesar de muitas se terem extinguido antes do fim da década pelas perdas que começaram a registar. Desta forma, o início dos anos 90 representou uma queda acentuada nos excessivamente utilizados LBO's.

Inversamente, o investimento em startups de tecnologia relacionadas com a internet ascendeu e de que maneira, dando origem a gigantes no mercado como a Amazon, Google ou eBay – onde o CR desempenhou um papel crucial, dotando estas empresas dos fundos necessários para prosperar. Contudo, o entusiasmo atingiu um pico e resultou na chamada "Bolha Pontocom"³⁰, que rebentou em 2000, deixando investidores com avultadas perdas.

²⁷ O aclamado "father of venture capital", Innovation in Cambridge, Venture...

²⁸ GOMPERS, Paul. (1994), The rise and fall of Venture Capital, University of Chicago, p.7.

²⁹ Estes consistem na aquisição de uma porção maioritária do capital pelo investidor de private equity de modo a financiar a saída e simultânea entrada de novos sócios. Poderão trazer mais capital ou benefícios estratégicos para a sociedade. O venture capital distingue-se, pois o primeiro investimento respeita ao fomento numa fase de emergência da empresa, enquanto os buy-outs dizem respeito a aquisições e modificações dentro da sociedade. Note-se que no nosso ordenamento jurídico os leveraged buy-outs levantam questões de admissibilidade por virtude da "proibição da assistência financeira" do artigo 322º do CSC. (Maior envolvimento deste tema das potenciais condições de admissibilidade, ler: DOMINGUES, Paulo de Tarso (outubro de 2013), Proibição de "assistência financeira" no contexto do mecanismo de proteção de credores, in AB Instantia - Revista do Instituto do Conhecimento AB, Ano I, n.º 2, p. 70-71.

³⁰ A "bolha da Internet" foi uma bolha especulativa que ocorreu aproximadamente de 1994 até 2000, caracterizada por uma forte cotação das ações das novas empresas de tecnologia da informação e comunicação, Corporate Finance Institute, Dotcom Bubble, A stock market bubble that was caused by speculation in dotcom or internet-based businesses from 1995 to 2000, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/dotcom-bubble/>, consultado em 18/09/2023.

Depois do colapso da bolha, o mercado de capital de risco teve obrigatoriamente de se reajustar, altura em que os investidores se voltaram para empresas com modelos de negócios mais sólidos. A diversificação dos investimentos tornou-se a palavra de ordem.

Já a década de 2010, ficou marcada pelo renascimento do capital de risco, com especial foco nas empresas tecnológicas. Empresas como Uber³¹, Airbnb³² e Slack³³ surgiram como "unicórnios"³⁴, atraindo grandes investimentos.

Recentemente, a pandemia COVID-19 trouxe vários desafios, mas também oportunidades para o CR. Enquanto algumas startups lutaram com dificuldades financeiras, outras que atuavam e.g., em saúde digital, comércio eletrónico e colaboração remota viram uma enorme procura dos seus serviços e, conseqüentemente, grandes injeções de financiamento.

O CR está em constante mutação, tendo obrigatoriamente de se adaptar à evolução do mercado e das novas tendências. Assim, têm aparecido novos modelos de investimento, como por exemplo: seed capital, crowdfunding, entre outros, que abordaremos mais à frente.

Atualmente, atravessamos uma época com especial foco na inovação sustentável onde o setor de CR está a responder com bastante flexibilidade, demonstrando a sua resiliência e capacidade de mudança para prevalecer, independentemente do contexto económico. O CR dá-nos assim a certeza de que sempre será uma opção de financiamento, qualquer que seja a conjuntura económica e desafios que a sociedade atravesse.

2 - Conceito de capital de Risco

O conceito de CR baseia-se na ideia de investir em empresas com um forte potencial de crescimento. Neste tipo de investimentos, os investidores especializados

³¹ How Uber Became the Most Valuable Startup in the World, <https://www.inc.com/business-insider/how-uber-became-the-most-valuable-startup-in-the-world.html>, consultado em 25/09/2023.

³² CHESKY, B. (2020). "The Airbnb Story: How Three Ordinary Guys Disrupted an Industry, Made Billions...and Created Plenty of Controversy."

³³ BUTTERFIELD, S. (2018). "Slack: Getting Past Burnout Culture." Harvard Business School Case, 9-418-030.

³⁴ "In finance, "unicorn" is a term that describes a privately-owned startup with a valuation of over \$1 billion. The term was introduced by venture capital investor, Aileen Lee, in 2013 to describe rare tech startups that were valued at more than \$1 billion", Corporate Finance institute, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/unicorn/>, consultado em 23/09/2023.

disponibilizam recursos financeiros, ora através da compra de uma parte significativa das ações ou assumindo o controlo completo da empresa. Estes investidores, que possuem um grande leque de conhecimentos técnicos, também se comprometem a ter um papel ativo na gestão da empresa, ou seja, a transmitir o seu know-how. O objetivo principal é alcançar ganhos consideráveis, através da valorização destas empresas. Os investidores em CR escolhem geralmente empresas que se encontram numa fase inicial, prevendo que, num prazo definido contratualmente, o seu valor cresça de forma substancial. O objetivo final é obter lucro ao vender estes ativos, geralmente dentro de um prazo preestabelecido no contrato de investimento. É importante salientar que investir em CR acarreta riscos significativos, uma vez que nem todas as empresas nas quais se investe atingem o sucesso esperado, não valorizando o capital investido ou resultando mesmo na sua perda total. No entanto, para as empresas que têm sucesso, este investimento pode desempenhar um papel fundamental ao impulsionar o seu crescimento ajudando-as a atingir todo o seu potencial.

Nas palavras de LUÍS TELES DE MENEZES LEITÃO, constitui um processo de financiamento através da dotação às empresas de capitais próprios e necessários ao exercício da sua atividade, mediante a participação temporária de investidores no seu capital. Caracteriza-se pelo fato de o investidor assumir altíssimos riscos ao injetar capitais em sociedades às quais, regra geral, não será assegurada a gestão, com o objetivo de realizar avultados resultados através da valorização das ações investidas de modo a compensar os riscos assumidos³⁵.

Desde os primórdios da modalidade de investimento em capital de risco de que não é só capital que se acrescenta às sociedades. Se assim fosse, os recursos bancários eram os únicos financiadores da atividade empresarial, mas quando existem demasiados riscos, nem a banca nem os investidores ditos “tradicionalistas” estão dispostos a investir, conforme já referimos. Assim, o que é mais valorizado no investimento em capital de risco é a disponibilização do know-how empresarial que o investidor tem, que deve colocar à total disposição do negócio investido. É o próprio conhecimento negocial do capitalista de risco, a disponibilidade de integração na gestão do negócio, conhecendo os riscos intrínsecos da atividade empresarial, que diferencia o CR.

Segundo o site da Associação Portuguesa de Capital de risco, este define-se como uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu

³⁵ LEITÃO, Luís Teles de Menezes. Estudos de direito fiscal. Coimbra: Almedina, 1999, p. 50 e ss.

desenvolvimento e crescimento. Assume-se como uma das principais fontes de financiamento para jovens empresas (startups) dado que lhes proporciona meios financeiros estáveis para a gestão dos seus planos de desenvolvimento. Este financiamento realiza-se com recurso a capitais próprios, ou seja, as SCR, Fundos de Capital de Risco (FCR) – os novos OIA’s, que veremos mais à frente - ou Business Angels (BA), concretizam o financiamento através de participação no capital social das empresas, nomeadamente na realização de aumentos de capital, que podem ser complementados por prestações suplementares de capital ou outros instrumentos financeiros análogos. A participação destas entidades no capital das sociedades é temporária e, na generalidade dos casos, minoritária. O operador de Capital de Risco intervém na empresa com o objetivo de criar valor, alienando a sua participação num prazo médio de 3 a 7 anos. As condições de entrada, de relacionamento, e de saída são predefinidas em Acordos Parassociais, celebrados entre os promotores e investidores de CR³⁶.

Por sua vez, PAULO CÂMARA define os investimentos em capital de risco como operações de financiamento e/ou aquisições de empresas aliadas a uma influência na gestão e na assunção do risco da empresa adquirida/financiada, tendo como objetivo a valorização e posterior alienação das participações adquiridas. Estas operações envolvem também a prestação de serviços de assistência na gestão dos negócios e mesmo na estrutura da empresa investida³⁷(novamente, o know-how).

3 – As modalidades de investimento em capital de risco

A modalidade de investimento em capital de risco dependerá do ciclo de vida da empresa, tendo vários tipos de denominações. A legislação portuguesa não distingue pormenorizadamente as suas modalidades, usando unicamente a expressão de CR. Já os EUA ajudam-nos nesta distinção³⁸, tendo visto a sua nomenclatura importada pela CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) e por alguns autores portugueses.

³⁶ Site da APCR - <https://www.apcri.pt/capital-de-risco/>, consultado em 10/09/2023.

³⁷ CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 845.

³⁸ Distinção utilizada nos Relatórios sobre a Atividade de Capital de Risco da CMVM, por influência americana.

As nomenclaturas com que concordamos, em linha com as disposições de, e.g. Ana Perestrelo de Oliveira, fazem-se entre o PE e o VC³⁹. Assim, referimo-nos a VC quando o investimento se dirige a pequenas empresas, e ao PE quando o investimento se debruça sobre uma empresa já instalada e consolidada no mercado, tendo já uma atividade económica expressiva.

A doutrina portuguesa não é, contudo, unânime em relação a estas denominações, muitos autores defendem que o CR corresponde ao PE, e depois é dentro deste que aparecem as outras modalidades de investimento, como por exemplo o VC (financiamento em empresas ainda sem uma posição consolidada/forte no mercado), leveraged buyouts (referidos anteriormente) ou os buyouts (aquisição do domínio de empresas para efetuar alterações de gestão)⁴⁰.

Seguindo a denominação usada nos relatórios sobre a atividade de CR da CMVM, o VC traduz-se num investimento realizado ainda numa fase inicial de uma empresa, com reduzido ou nenhum histórico de atividade operacional, em parceria com empreendedores ou promotores de um determinado produto/solução, tendo em vista a sua criação ou desenvolvimento final e respetivo lançamento comercial. É possível distinguir as seguintes subcategorias de VC: seed capital (realizado numa fase inicial da empresa que necessita de capital para concluir a pesquisa e definição ou design do produto/solução, o que pode incluir também testes de mercado e criação de protótipos. Este tipo de investimento não é usado para iniciar a produção/distribuição em escala), startups (concedido a empresas assim que o seu produto ou serviço está totalmente desenvolvido para começar a produção/distribuição em escala e cobrir as despesas iniciais com a sua promoção. As empresas poderão estar em processo de constituição ou iniciado recentemente a sua atividade sem ainda ter o seu produto em comercialização. O financiamento será utilizado para fazer face às despesas iniciais) e early stage (empresas recentes no mercado e que completaram a fase de desenvolvimento do produto que até podem ter iniciado a comercialização, mas ainda sem lucros) e later stage ventures (financiamento concedido a empresas que já operam no mercado e que poderão, ou não, estar a gerar lucro – em regra, já apoiadas por operações de venture capital)⁴¹.

³⁹ Idem.

⁴⁰ CÂMARA, Paulo. Manual de... p. 936.

⁴¹ CMVM, Relatório sobre a atividade de capital de risco, 2022.

Por sua vez, o PE é um investimento realizado numa empresa que já opera no mercado e que poderá, ou não, estar a gerar lucro. Investimento tipicamente de médio ou longo prazo, com envolvimento na gestão da empresa alvo. No PE, é possível distinguir as seguintes subcategorias: o growth/mezzanine: (tipo de investimento, normalmente minoritário, em empresas maduras que procuram capital para expansão ou melhoria das suas operações ou entrada em novos mercados para acelerar o crescimento do seu negócio), buyouts (financiamento utilizado para a aquisição de uma empresa, que pode ser realizada com recurso a capital emprestado para suportar o custo de aquisição, que é geralmente adquirida através de uma participação maioritária ou de controlo), turnarounds (financiamento utilizado em empresas já existentes e com dificuldades financeiras, com vista à sua recuperação económica)⁴².

Atualmente em Portugal a maior percentagem de valor investido é relativa à expansão (de 34%), seguida da modalidade de seed capital, start-up ou early stage (de 23%). Na Europa, quase 63% do investimento em capital de risco é em management buyouts, existindo uma diminuição face aos anos anteriores, sucedendo-lhe a fase da expansão com 23%⁴³.

4 - O Capital de risco em Portugal

O primeiro diploma a regular o CR em Portugal foi o DL n.º 17/86, de 05/02. Criou-se uma figura jurídica nova, a SCR, que visava representar um “instrumento recente de promoção do investimento e de introdução da inovação tecnológica”, conforme dito no preâmbulo do referido decreto-lei. Esta necessidade de regular a figura do CR deu-se logo após a entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia, fruto de um setor financeiro praticamente público e regulado administrativamente pelo Banco de Portugal⁴⁴.

Entretanto, são já extensos os diplomas legislativos relacionados com o CR, o que demonstra o seu crescimento e relevância no nosso ordenamento jurídico e na Europa.

⁴² Idem.

⁴³ Idem.

⁴⁴ Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de fevereiro

Ficou marcado por períodos de maior ou menor caudal, conforme referimos na sua história, mas sempre se mostrou resiliente, moldável e inovador⁴⁵.

De acordo com o Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco de 2022, que tem como base a informação reportada à CMVM no final de 2022, contávamos com 247 FCR e 71 SCR, que totalizam 7,2 mil milhões de euros e 684,5 milhões de euros, respetivamente. Concluimos que, apesar da conjuntura económica desfavorável, o CR consegue adaptar-se independentemente do contexto económico que o país esteja a atravessar, existindo até um crescimento substancial relativamente ao ano anterior.

5 – Evolução do Regime Jurídico do Capital de Risco em Portugal

O investimento em CR em Portugal, conforme já referido, está regulado desde 1986 - depois de se ter percebido o seu impacto para a economia, havia que se regular o seu regime e estabelecer quais os seus benefícios fiscais⁴⁶. O DL n. °17/86, de 05/02 enquadrava legalmente as SCR e o DL n. °187/91, de 17/05 regulamentou a constituição e o funcionamento dos FCR.

Depois, o DL 319/2022 de 28 de dezembro juntou as SCR e os FCR e anexou-os num só decreto. Este trouxe-nos algumas singularidades destacando-se o fim da qualificação das SCR como sociedades financeiras, passando a estar sujeitas à supervisão da CMVM. Posteriormente, veio o DL n. °375/2007, de 08/11 revogar o DL n. °319/2002, tendo como objetivo flexibilizar, simplificar e, conseqüentemente, promover o incremento da atividade de CR. A par de outras novidades, o DL n. °375/2007 de 8 de novembro, criou uma figura jurídica - os chamados Business Angels, que abordaremos mais à frente. Este diploma foi depois revogado pela lei n. °18/2015, de 4 de março, que transpôs parcialmente a diretiva DGFIA que também abordaremos mais à frente.

Este diploma n. °18/2015 de quatro de março, era denominado de “Regime Jurídico de Capital de Risco, do Empreendedorismo social e do Investimento Especializado”, regulou durante os últimos anos a atividade de capital de risco em Portugal e visava

⁴⁵ D. LITTLE Arthur, The Insight: How Europe’s Private Equity Industry Is Anchoring Long-Term Investors, Pan-European Market Sentiment Survey, 11/2021, p. 15

⁴⁶ Atualmente, os benefícios fiscais que se aplicam ao capital de risco estão previstos nos artigos 23.º e 32.º - A do Estatuto dos Benefícios Fiscais (DL n. °215/89, de 01/07).

essencialmente proceder à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em CR. Pode-se, desde então, constatar que em Portugal existe uma enorme tendência para se regular o regime jurídico do CR. Enquanto, por exemplo, nos EUA o CR nasceu das próprias necessidades do mercado, em Portugal surgiu de iniciativas legislativas e governamentais.

Apesar da regulamentação deste tipo de investimentos ter como objetivo primordial a sua promoção e incentivo, a verdade é que muitas das vezes tem o efeito contrário. Na opinião de Paulo Câmara, o legislador nacional poderia ter reduzido a “carga de deveres das instituições, em alinhamento com o regime mínimo fixado na nova diretiva AIFMD”, referindo ainda que “poderia, porém, ter ido mais longe nessa clivagem, sobretudo no sentido de um substancial alívio regulatório do investimento em capital de risco reservado a investidores profissionais”⁴⁷. Também Pedro Pais de Vasconcelos afirma que o sistema está excessivamente regimentado e fiscalizado, típico do legislador português⁴⁸. Como é sabido, num mercado rápido e dinâmico como o dos investimentos, o excesso de burocracias afasta eventuais interessados, que procuram na maior parte das vezes celeridade e simplicidade nos processos, sendo que o perfil deste tipo de investidor carrega geralmente um grande conhecimento e experiência na matéria.

Apesar da excessiva regulamentação, existiram pontos positivos. Como por exemplo na modalidade de investimentos de turnaround, onde o Estado deve interferir como “criador de condições propícias aos investimentos de capital de risco por parte de outras entidades, nomeadamente removendo obstáculos e disponibilizando incentivos à atividade”, e.g. através da regulação da insolvência⁴⁹.

6 – Atual regime jurídico do Capital de Risco em Portugal

⁴⁷ CÂMARA, Paulo, Manual ..., p940.

⁴⁸ VASCONCELOS, Pedro Pais de “O Acionista de Capital de Risco – dever de gestão”, in II congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2012 p 161.

⁴⁹ SERRA, Catarina, “Investimentos de capital de risco na reestruturação de empresas”, in IV Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2016, p.239-331, que estabelece uma relação positiva entre o capital de risco e a resolução da crise.

No passado dia 28 de abril, foi publicado o Decreto-Lei n.º 27/2023, que aprova o regime de Gestão de Ativos “RGA”. Este diploma decorreu de um processo iniciado pela CMVM em dezembro de 2021, seguida de recolha e análise dos contributos do mercado.

O novo RGA vem proceder à revogação e substituição integral da disciplina dos OIC, até aqui prevista principalmente no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC) e no Regime Jurídico do Capital de Risco, anteriormente referido. Concentrou num só diploma a regulação dos organismos de investimento coletivo (OIC), incluindo o CR e o investimento especializado. O diploma tem ainda o objetivo de simplificar e conferir maior proporcionalidade à regulação do sector da gestão de ativos, com o objetivo de incrementar a competitividade e o desenvolvimento do mercado, enquanto zela pelos investidores, e.g. no seu artigo 65.º, que abordaremos na conclusão⁵⁰.

O RGA veio concretizar 4 objetivos fundamentais: 1) o de uma maior coerência regulatória, fazendo um tratamento unitário das matérias relativas aos OIC, incluindo alternativos, eliminando o tratamento distinto de matérias semelhantes; 2) eliminação do goldplating: supressão de vários requisitos legais e regulamentares adicionais aos impostos pela legislação europeia; 3) redução das cadeiras de remissões, e incremento da sistematização das disposições normativas; 4) simplifica o catálogo de agentes que podem desenvolver a atividade de gestão coletiva de ativos, passando a prever apenas as sociedades gestoras de investimento coletivo (SGOIC) e as SCR⁵¹.

Passou, ainda, a fazer a distinção das SGOIC e as SCR como sociedades gestoras de pequena ou de grande dimensão (harmonizando-se assim com a diretiva DGFIA relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, que abordaremos mais à frente), consoante o montante dos ativos sob gestão ou consoante o requeira.

1) Assim, as sociedades gestoras de pequena dimensão ficam sujeitas a requisitos legais mais leves, entre outros: a) capital inicial mínimo de apenas € 75 000 (invés dos € 125 000); b) os membros do seu órgão de fiscalização e os titulares de participações qualificadas não estão sujeitos a requisitos de adequação, e ficam dispensadas da adoção de uma política de remuneração dos colaboradores responsáveis pela condução de atividades e assunção de riscos. c)

⁵⁰ Cuatrecasas, “O novo Regime jurídico de gestão de ativos”. <https://www.cuatrecasas.com/resources/lf-pt-64514052a6ddd611480217.pdf?v1.59.0.20230824>, consultado em 20 de agosto de 2023.

⁵¹ Idem.

estas sociedades beneficiam de um regime de autorização prévia simplificado. Por outro lado, deixa de se exigir a designação de depositário para os OIA por si geridos, quando se trate de OIA dirigidos exclusivamente a investidores profissionais.

2) As SGOIC continuarão a poder gerir todos os tipos de OIC (Não podendo, contudo, gerir exclusivamente OIA de CR).

3) SCR: Destaca-se a possibilidade de gestão de qualquer tipo de OIA, desde que, pelo menos, um dos organismos geridos seja qualificado como OIA de capital de risco e maioria dos organismos sob gestão não sejam OIA imobiliários. Esta é, aliás, uma novidade da versão final do RGA aprovado pelo governo face ao seu anteprojeto, em que se previa que as SCR estavam impedidas de gerir OIA imobiliários, novidade que vem sobressair as diferenças entre SGOIC e SCR.

4) Simplificação dos procedimentos de constituição de OIC: Destaca-se aqui, e.g. a redução dos prazos de decisão atribuídos à CMVM etc.

5) Comercialização dos OIC: No âmbito da comercialização das unidades de participação dos OIC, o RGA esclarece um tema anteriormente discutido pelo mercado, introduzindo a figura do agente vinculado enquanto entidade passível de representar a sociedade gestora, aplicando-se a este agente o disposto no Código dos Valores Mobiliários.

6) OIA imobiliário: Relativamente às novidades por referência aos tipos de OIC, salienta-se a flexibilização do regime dos OIA imobiliário, sobretudo quanto às atividades permitidas e limites à atividade. Mantém-se o entendimento de que é possível a oneração do património (p. ex. com garantias reais) desde que para obtenção de financiamento próprio.

7) OIA de créditos: OS OIA de créditos, por sua vez, podem ser geridos por qualquer sociedade gestora, incluindo de pequena dimensão.

8) OIA de capital de risco: Para os OIA de capital de risco, depois da última alteração a esta matéria ter suprimido o prazo máximo de detenção dos ativos, o RGA vem prever que, caso o período de detenção seja igual ou superior a 12 anos, este deve estar previsto nos documentos constitutivos. Os investidores deixam de estar obrigados a subscrever, no mínimo, € 50 000 em unidades de participação. Os limites ao investimento em valores mobiliários admitidos à negociação também foram alterados.

9) Possibilidade de emissão de obrigações: O RGA passa também a prever expressamente a possibilidade dos OIA emitirem obrigações, aplicando-se, com as devidas adaptações, o CSC.

10) Supervisão: Finalmente enquadrada pelo RGA, prevê-se a continuação e aprofundamento da alteração de paradigma supervisoivo, privilegiando-se o exercício das funções de supervisão por referência às atividades concretas desenvolvidas pelas entidades supervisionadas, em detrimento do exercício da supervisão no controlo da informação e documentação prestada nos procedimentos de autorização e registo⁵².

O início da atividade de qualquer sociedade gestora depende de autorização da CMVM, nos termos do RGA, estabelecendo-se dois regimes de acesso à atividade consoante o objeto e dimensão da sociedade gestora. A DGFIA admite a aplicação de um regime simplificado para o investimento alternativo que se situe abaixo dos limiares quantitativos nela previstos (a experiência prática comprova a adequação e utilidade deste regime simplificado na captação e gestão de investimento de CR). Por razões de coerência e uniformização regulatória, este regime simplificado deve ser igualmente aplicado a outras formas de investimento alternativo além do capital de risco⁵³.

7 – Consequências da nova regulação do setor do capital de risco: oportunidades e desafios para o futuro

O RGA marca assim uma mudança estrutural na abordagem de supervisão prosseguida até então, com uma maior flexibilidade nos mecanismos de supervisão (ex-ante) e um reforço da abordagem de supervisão (ex-post), que responsabilizará os diferentes atores no mercado, especialmente as entidades gestoras⁵⁴.

É de destacar a importância deste novo RGA em estimular os OIC, considerando o seu papel primordial no financiamento da economia. A possibilidade de proceder à constituição de novos organismos através de uma comunicação prévia para a CMVM, de uma forma mais célere, tem como objetivo dar respostas atempadas às necessidades de

⁵² Idem.

⁵³ DL n.º 27/2023, de 28 de abril – Preâmbulo do Regime da Gestão de Ativos.

⁵⁴ CMVM, Relatório sobre o Capital de Risco no ano de 2022.

mercado. Ainda, o alinhamento que se fez deste regime jurídico nacional com os requisitos europeus visa promover a competitividade do mercado nacional face a outras jurisdições, e, ao mesmo tempo, não descarta a proteção dos investidores. Concisamente, o impacto esperado na dinamização da atividade de capital de risco é muito amplo⁵⁵.

Capítulo III – O conflito de interesses no capital de risco

O conflito de interesses enquanto exercício de uma tomada de decisão, traduz-se num lugar comum de motivações conflitantes tanto mais complexas quanto maior for o seu ambiente de atuação. Acaba por delimitar a oposição de ações e manifesta-se na tensão entre a motivação de uma das partes de prosseguir o seu próprio interesse ou daquele grupo onde está inserido, em detrimento do interesse alheio de que foi encarregue de gerir⁵⁶, negligenciando responsabilidades que deveriam ser observadas⁵⁷.

A maior parte da doutrina reconhece duas dimensões na definição de interesse, a objetiva e a subjetiva. A objetiva consiste na “virtualidade que determinados bens têm para a satisfação de certas necessidades”⁵⁸, já a subjetiva diz respeito à consciência que o sujeito tem dessa virtualidade, ou seja, “exprime uma relação de apetência que se estabelece entre o sujeito carente e as realidades aptas a satisfazê-lo”⁵⁹.

Por sua vez, a noção de conflito remete-nos para uma colisão, uma desarmonia, isto porque nem sempre um conflito significa a existência de posições divergentes, bastará que sejam incompatíveis, como por exemplo um fim comum, mas meios de atuação diferentes para o atingir.

Assim, notamos que os conflitos de interesses emergem do confronto das relações entre dois ou mais sujeitos e os bens adequados a satisfazer as suas necessidades – onde o direito tem obrigatoriamente de se intrometer, apesar de ser impossível positivar todos

⁵⁵ Idem.

⁵⁶ CÂMARA Paulo, ed. et. al., *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, janeiro 2010, BORGES, Sofia Leite, *O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira*, pp.315-418.

⁵⁷ CORDEIRO, António Menezes, os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (art.64.º/1 do CSC), *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66 – Vol. II, setembro 2006, é relevante aqui o sentido subjetivo do conceito de interesse enquanto “relação de apetência entre o sujeito considerado e as realidades que ele entenda aptas para satisfazer as suas necessidades ou os seus desejos”, cabendo aos sócios a decisão dos seus interesses e da sociedade, pp. 7 do documento disponível em http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=31559&idsc=50879&ida=50925.

⁵⁸ CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de direito civil I*, Coimbra, Almedina, 2012, 4ª edição, p. 876.

⁵⁹ Idem.

os que possam existir. A este propósito, diz-nos o capitalista John Doerr que “sem conflitos de interesse, não há utilidade em investir”⁶⁰.

Segundo Sofia Leite Borges, a constatação de que os conflitos de interesse são inevitáveis e proliferam no sector financeiro é já um lugar comum e que deriva do fenómeno de liberalização. As autoridades (e consequentemente o legislador comunitário e nacional) reconhecem a inevitabilidade do conflito de interesses. Esta noção de conflito de interesses tem origem extrajurídica e pressupõe, na linguagem comum, a existência de dois (ou mais) cursos de ação possíveis que, de forma mais ou menos intensa, puxam em direções diferentes ou opostas⁶¹. “Nesta aceção natural ou fáctica, o conflito de interesses pode verificar-se relativamente a um só sujeito ou relativamente a dois ou mais sujeitos em relação. Neste sentido, há conflito de interesses quando uma pessoa quer uma coisa e, simultaneamente, quer outra (conflito interno), ou quando duas ou mais pessoas em relação, querem coisas opostas, incompatíveis e inconciliáveis (conflito externo)”⁶². Depois, temos os conflitos de interesses estáticos dos conflitos de interesses dinâmicos, os primeiros são aqueles onde se verifica uma “mera contraposição fáctica de interesses conflitantes, preexistentes à conclusão de uma operação, negócio decisão ou processo relevantes”, enquanto os segundos preveem “a intervenção do direito e a configuração da situação como um abuso, ou seja, como um incumprimento do dever de prossecução dos interesses de outrem”. Depois, temos a distinção entre os conflitos de interesses intrínsecos e extrínsecos, onde a distinção assenta na razão que levou o titular do dever a adotar um comportamento contrário ao interesse que devia prosseguir⁶³. E, finalmente, a distinção entre os conflitos pessoais e conflitos entre clientes, assenta na titularidade dos interesses conflitantes, onde, fazendo uma adaptação com a atividade de capital de risco, diríamos que os conflitos de interesses entre clientes são aqueles que surgem entre os investidores de uma entidade de capital de risco (SCR), e os conflitos pessoais referir-se-ão aos conflitos entre os interesses dos investidores e o interesse da entidade de capital de risco⁶⁴.

No fundo, qualquer tipo de investimento em sociedades, sobretudo com recurso a capitais alheios, desponta um novo conjunto de interesses na sociedade investida. O

⁶⁰ “No conflict, no interest” – OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Governo das Sociedades, Coimbra, Almedina, 2018, p. 72.

⁶¹ BORGES, Leite Sofia, “O conflito de Interesses na Intermediação Financeira” in Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro, Grupo Almedina, 2010, p. 316, 317 e 318.

⁶² Idem.

⁶³ Idem.

⁶⁴ Idem.

investidor que disponibiliza capital a uma empresa tem sempre como objetivo a maximização do capital investido, procurando o maior retorno possível. Afirmamos então que a atividade de capital de risco, acaba por juntar dois tipos de conflitos, os conflitos criados pelo próprio financiamento e os conflitos criados no seio da sua administração.

Apesar de existirem três principais organismos de investimento em capital de risco (as SCR, os FCR e os BA), os conflitos de interesses que maior afluência têm no panorama nacional são os que nos aparecem nas SCR e nos FCR. Apesar destas duas entidades investirem no mesmo produto existem algumas diferenças que são importantes destacar: tais como na sua estrutura, operação e mesmo objetivos. Assim, antes de falarmos sobre os conflitos de interesses que podem existir entre estas duas entidades, importa perceber a organização de cada uma.

1 – As sociedades de Capital de risco

As sociedades de capital de risco são sociedades comerciais constituídas segundo o tipo de sociedades anónimas e que têm como objeto o investimento em CR, a aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar dessa valorização. O capital social mínimo das SCR, representado obrigatoriamente por ações nominativas, é de 75 000 Euros. O início da atividade destas sociedades depende de registo prévio junto da CMVM. As SCR eram reguladas no ordenamento jurídico nacional pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, a qual estabelecia o regime jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado, transpondo parcialmente as Diretivas n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e n.º 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio. Atualmente, são reguladas, conforme anteriormente enunciado, pelo Regime de Gestão de Ativos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023 de 28 de abril. No desenvolvimento da respetiva atividade, as SCR podem realizar diversas operações, como: (i) investir em instrumentos de capital próprio; (ii) investir em instrumentos de capital alheio, incluindo empréstimos e créditos, das sociedades em que participem ou em que se proponham participar; (iii) investir em instrumentos híbridos das sociedades em que participem ou em que se proponham participar e (iv) prestar garantias em benefício das sociedades em que participem ou em que se proponham participar. As SCR têm ainda como objeto principal

a gestão de fundos de capital de risco, de fundos de empreendedorismo social e de fundos de investimento alternativo especializado⁶⁵.

2 – Fundos de Capital de Risco

Os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária, que pertencem ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação, e que estão afetos ao investimento em capital de risco. Estes fundos destinam-se à aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização. A sua constituição depende de registo prévio junto da CMVM.

Os FCR eram regulados, no plano interno, pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, a qual estabelece o regime jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado, transpondo parcialmente as Diretivas n.ºs 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e n.º 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio. Atualmente, são regulados, conforme exposto anteriormente, pelo RGA, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023 de 28 de abril.

Os FCR são geridos por uma entidade gestora que no exercício das suas funções atua em nome dos participantes, de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os atos e operações necessários à boa administração do fundo, de acordo com elevados níveis de zelo, honestidade, diligência e de aptidão profissional. Cabe à entidade gestora, designadamente: (i) promover a constituição do fundo, (ii) elaborar o respetivo regulamento de gestão e eventuais propostas de alteração, (iii) selecionar os ativos que devem integrar o património do fundo, de acordo com a política de investimentos constante do respetivo regulamento de gestão, e praticar os atos necessários à boa execução dessa estratégia, e (iv) adquirir ativos para o fundo, geri-los, onerá-los ou aliená-los.

Os FCR não respondem pelas dívidas dos participantes, das entidades que assegurem as funções de gestão, depósito e comercialização, ou de outros fundos de capital de risco.

⁶⁵ Site do Diário da República, <https://diariodarepublica.pt/dr/lexionario/termo/sociedades-capital-risco>, consultado em 23/08/2023.

Por outro lado, pelas dívidas relativas ao fundo de capital de risco responde apenas o património do mesmo, e não o património dos participantes ou da entidade gestora⁶⁶.

3 - Diferenças entre SCR e FCR:

Após termos elencado e enunciado a estrutura de cada um destes organismos, estamos em condições de elencar as suas principais diferenças, relativas ao tipo de investimentos que, em regra, fazem.

Assim e sucintamente, enquanto um FCR é uma entidade de investimento que reúne capital de diversos investidores, como pessoas, instituições financeiras e fundos de pensão, para realizar investimentos, as SCR operam como uma entidade independente e cujo principal objetivo é investir em empresas com um elevado potencial de crescimento.

A angariação de capital de um FCR provém maioritariamente de investidores externos que possuem percentagens do FCR e partilham os lucros com os investidores de acordo com os termos estabelecidos nos estatutos do fundo. Por sua vez, numa SCR a principal fonte de capital é a própria sociedade, embora também possa e geralmente tem, investidores externos.

Relativamente às estratégias de investimento, os FCR são muito mais ecléticos do que as SCR. Estes investem em diversas indústrias e diversos setores enquanto as SCR têm uma estratégia de investimento mais orientada para setores específicos, como por exemplo o setor tecnológico⁶⁷.

Relativamente à fase de desinvestimento, poderá dizer-se que os FCR procuram lucros mais rápidos e não desempenham um papel de acompanhamento tão aprofundado das empresas investidas como as SCR. Estas últimas, por norma, procuram transmitir não só capital, mas também um know-how muito mais pormenorizado e personalizado, procurando um investimento contínuo e acompanhado, fazendo com que avancem para a fase de desinvestimento num momento muito posterior aquele em que geralmente é feito por um FCR.

É importante realçar que apesar das diferenças entre estes dois organismos, ambos desempenham um papel elementar no ecossistema de investimento de CR, fornecendo capital importantíssimo e até muitas das vezes crucial para as empresas.

⁶⁶ Site do Diário da República, <https://diariodarepublica.pt/dr/lexionario/termo/fundos-capital-risco>, consultado em 23/08/2023.

⁶⁷ CMVM, Relatório sobre a atividade de capital de risco, 2022

4 - Os conflitos de interesses nas Sociedades de Capital de Risco

As sociedades de capital de risco, conforme já referimos, são sociedades anónimas e, como tal, comportam várias semelhanças nas relações entre os seus intervenientes com aquelas que se estabelecem nas sociedades comerciais.

Dividiremos os conflitos de interesses entre relações verticais e relações horizontais⁶⁸.

4.1 – Relações Hierarquizadas e/ou Verticais

1) Entre a Sociedade de Capital de risco e a sociedade investida

Conforme fomos aludindo ao longo da presente dissertação, o investimento em capital de risco pressupõe a injeção de capital na sociedade participada bem como a partilha de know-how. Assim, é perfeitamente normal que neste tipo de investimentos exista uma forte interferência por parte da SCR na sociedade investida. Esta intromissão poderá ser maior ou menor consoante a percentagem da participação social, consoante direitos especiais⁶⁹, etc., o que poderá levar a que seja orientada para beneficiar apenas a SCR, que pensará em obter lucros a curto prazo e, como se sabe, muitas das vezes o melhor para as sociedades participadas são projetos de investimento a longo prazo.

Existe também a possibilidade de um conflito de interesses entre o administrador nomeado pela SCR⁷⁰ e a sociedade participada/restantes administradores da sociedade. Embora este administrador tenha o dever de executar os atos tendentes à evolução da empresa, estando abrangido por um dever de lealdade⁷¹, a verdade é que além destes deveres, terá interesse em que a SCR seja o mais beneficiada possível, sendo nesta relação onde se notará um maior conflito de interesses, porque o administrador nomeado terá de servir as duas entidades e, em determinados momentos, um interesse da SCR poderá não coincidir com a sociedade investida.

⁶⁸ FIGUEIRAS, Juliana (2022) - O Investimento em Capital de Risco, Os Conflitos de Interesses e os Seus Remédios. Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Centro Regional do Porto – Faculdade de Direito.

⁶⁹ CSC, artigo 24 – direitos especiais.

⁷⁰ Artigo 390.º n.º 4 do CSC – “uma pessoa coletiva for designada administrador, deve nomear uma pessoa singular para exercer o cargo em nome próprio; a pessoa coletiva responde solidariamente com a pessoa designada pelos atos desta”.

⁷¹ CSC, Artigo 64.º.

Importa também não esquecermos que a sociedade participada também terá deveres para com a SCR, tais como deveres de informação, de evitar comportamentos abusivos etc. Mas, do lado de investidores em CR temos investidores profissionais, que à partida estarão totalmente familiarizados com o quotidiano das empresas investidas, do outro, temos geralmente start-ups, menos experientes e mais suscetíveis de cometer erros⁷².

2) Entre os administradores da SCR e os seus acionistas

Os acionistas têm como principal objetivo a maximização do lucro, mas, os atos tendentes a esta maximização poderão não ser os ideais para que a sociedade tenha um crescimento sedimentado no mercado. Este tipo de conflitos entre o que é melhor para a empresa e o que é melhor para os acionistas é uma questão importante e pode surgir em várias situações, porque conforme referimos o lucro pode não ser sinónimo de sucesso. Podemos estar aqui perante conflitos sobre investimentos de longo prazo versus investimentos de curto prazo, vulgares nos investimentos de capital de risco.

Quem toma as decisões é o conselho de administração de uma sociedade, e na gestão quotidiana da mesma, todos os atos por este praticados têm de zelar pelo interesse da sociedade, acima de tudo – embora saibamos que não é o que acontece na prática, pois caso os acionistas não estejam contentes com o conselho de administração poderão cortar financiamentos futuros⁷³.

4.2 – Relações horizontais

1) Conflitos entre os acionistas da SCR

Os acionistas deste tipo de sociedades são, conforme referido, habitualmente mais conhecedores do mundo dos investimentos do que um investidor normal, tendo os interesses alinhados com a SCR – a maximização do lucro. Contudo, poderão sempre existir dúvidas e conflitos de opiniões gerados pelo momento e montante do investimento. Este tipo de conflitos não têm grande expressão. O mesmo já não podemos dizer se estivermos perante um acionista controlador, que já será capaz de influenciar as decisões da administração prejudicando os restantes⁷⁴. A figura do acionista controlador é muito

⁷² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de governo das Sociedades, p77.

⁷³ BARLETT, ROBERT, “Venture Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation, in UCLA Law Review”, vol. 54, UGA Legal Studies Research Paper n.º6-006, 2006, p. 78.

⁷⁴ GOERGEN Marc, em Internacional Corporate Governance, Pearson (2012), p.18.

difícil de descrever, segundo Carlos Osório de Castro, “quem está em condições de preencher o órgão de administração de uma sociedade (...) com gente de confiança coloca-se em posição de determinar o comportamento dos administradores, no exercício dos seus cargos; estes, mesmo que não nomeados pela pessoa em causa, tenderão a conformar-se com os seus desejos, embora a tanto não estejam juridicamente obrigados, dado o seu interesse em serem reeleitos.”⁷⁵

2) Os acionistas da sociedade participada

Este conflito de interesses assenta nos diferentes pontos de vista entre os “sócios empresários” e os “sócios investidores”, nomeadamente no que à abordagem e mesmo ao próprio envolvimento no negócio diz respeito.

Um “sócio empresário” é alguém que está ativamente envolvido na operação e gestão dos negócios e desempenha um papel ativo na tomada de decisões contribuindo muitas das vezes com o seu know-how, sendo habitualmente o fundador do negócio ou pelo menos o que acompanha a empresa desde a sua fase inicial, terá como objetivo principal o crescimento sustentável e sedimentado da empresa no mercado, olhando para investimentos a longo prazo.

Por sua vez, “sócio investidor” é alguém que investe na empresa, mas que não assume, na maior parte das vezes, um papel ativo contribuindo com o seu know-how. O principal foco destes sócios é a geração do lucro através de investimentos a curto prazo. Muitas das vezes são estes os denominados BA – investidores informais em capital de risco, geralmente de PME⁷⁶. Também segundo a lei n.º 21/2023, de 25 de maio, “consideram-se business angels as pessoas singulares que realizam investimentos em startups, contribuindo para o reforço da sua capacidade financeira e da sua experiência e conhecimento do mercado”.⁷⁷

⁷⁵ CASTRO Carlos Osório de, A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 7, 2000, p.174

⁷⁶ Os BA são investidores individuais, normalmente empresários ou diretores de empresas, que investem o seu capital, conhecimentos e experiência em projetos promovidos por empreendedores, que se encontram em início de atividade ou em fases críticas de crescimento. Trata-se de uma entrada no capital das empresas, delimitada no tempo, com o objetivo de valorização a médio prazo, através de alienação posterior das participações a outros interessados. Site IAPMEI - <https://www.iapmei.pt/Paginas/Business-Angels.aspx>, consultado em 15/09/2023.

⁷⁷ Lei n.º 21/2023, de 25 de maio, artg. n.º3.

5 – Os conflitos de interesses nos Fundos de Capital de Risco

Os FCR, anteriormente enunciados, são a entidade mais numerosa no panorama nacional ligada aos investimentos de CR - segundo o relatório da CMVM, sobre a atividade de capital de risco no ano de 2022, existem no OJ nacional 247 FCR, traduzindo-se num crescimento de 21 entidades relativamente ao ano anterior⁷⁸.

Baseando-nos na explicação de Ana Perestrelo de Oliveira⁷⁹, distinguiremos apenas os conflitos que surgem nas relações verticais e horizontais⁸⁰.

5.1 – Conflitos de interesses nas relações Hierarquizadas e/ou Verticais

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

A gestão de um FCR de risco é feita por uma entidade gestora, geralmente uma SCR. Esta relação é similar aquela já referida do conflito entre a SCR e a sociedade participada. A SCR surge aqui na veste de entidade gestora de um fundo, atuando como intermediária entre o fundo e os seus participantes, e a sociedade participada. Como suprarreferido, relativamente aos conflitos de interesses entre a entidade gestora e a sociedade participada, não encontramos nenhuma solução na lei isto porque “há coincidência de interesses entre investidor e sociedade: o benefício da sociedade é o benefício do investidor”⁸¹, contudo, conforme já explicámos, na prática não será bem assim. Relativamente a esta matéria, a lei preocupou-se apenas com o dever de a entidade gestora de “agir no interesse dos participantes”⁸².

2) A entidade gestora e os fundos por si geridos

Fazemos aqui uma comparação com a relação estabelecida entre uma SCR e o seu órgão de administração, onde existe uma relação de agência entre ambos. Mas no caso em que a sociedade gestora tenha vários fundos para gerir e estes invistam em empresas do mesmo setor, os conflitos tornam-se inevitáveis.

⁷⁸ CMVM, Relatório sobre a atividade de capital de risco 2022.

⁷⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - Manual de Governo das Sociedades, p.75.

⁸⁰ FIGUEIRAS, Juliana (2022) - O Investimento...

⁸¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - Manual de Governo das Sociedades, p.75.

⁸² E.g. artigo 10º do RGA.

3) A entidade gestora (na pessoa do seu administrador) e os participantes

Ao contrário do que acontece com as relações estabelecidas entre uma SCR e os seus acionistas, em que existe um vínculo societário, na relação entre uma sociedade gestora e os seus participantes existe apenas um vínculo contratual. Assim, aqueles que querem subscrever unidades de participação no FCR, têm de se sujeitar a “uma posição jurídica unitária e global, constituída por um feixe de direitos e deveres”⁸³, que é regulada pelo clausulado no regulamento de gestão, elaborado pela entidade gestora. Nestas relações existe uma maior probabilidade de conflitos de interesses porque por um lado, os participantes do fundo querem rentabilizar o seu investimento, deixando as unidades de participação à mercê da gestão da sociedade gestora. Por outro, a entidade gestora “tem incentivos para gerir o fundo nos seus próprios interesses e nos do grupo do qual está inserida”⁸⁴ ao mesmo tempo que tem de zelar por os interesses dos seus participantes dos FCR por si geridos.

4) A entidade gestora e outros investidores/acionistas da sociedade participada

Às relações suscetíveis de criarem conflitos de interesses já suscitadas, juntam-se, por exemplo, a de outros investidores em CR, como uma SCR ou outro FCR na sociedade participada e os interesses dos próprios sócios/acionistas da sociedade participada. Assim, segundo Ana Perestrelo de Oliveira, deve atender-se “ao poder de influência e à relação especial decorrente do impacto da entidade gestora na sociedade participada”⁸⁵.

5.2 – Conflitos de interesses nas relações horizontais

Tal como fizemos para as SCR, resta-nos elencar os conflitos de interesses nas relações horizontais dos FCR⁸⁶.

⁸³ ANTUNES, José Engrácia Instrumentos Financeiros, Coimbra, Almedina, 2020, 4.ª edição, p157.

⁸⁴ TEIXEIRA, Ana Nunes, “A Gestão dos Fundos de Capital de Risco - Conflitos de Interesses entre a Entidade Gestora e os Participantes”, in Revista de Direito das Sociedades, vol. III, Lisboa, Almedina (2018), p. 570

⁸⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de Manual de Governo das Sociedades Comerciais, p 79.

⁸⁶ Figueiras, Juliana (2022) - O Investimento...

5) *Entre as várias sociedades participadas pelo mesmo FCR*

Quando a sociedade gestora de um FCR decide investir em empresas, caso estas sejam do mesmo setor de atividade económica, levará a que todas elas tenham acesso ao mesmo know-how, segredos e informações. Esta situação arrasta consigo o aparecimento de conflitos de interesses, como, por exemplo, uma determinada sociedade gestora de um FCR que invista em duas empresas do mesmo setor económico, aprofundando os seus conhecimentos sobre esse setor tendo acesso a segredos e informações dessas sociedades participadas (que nunca saberia caso não tivesse investido nessas sociedades) que poderá posteriormente usar para orientar uma terceira empresa investida do mesmo setor⁸⁷. Estes casos são altamente suscetíveis a conflitos de interesses, onde uma sociedade investida poderá ser altamente beneficiada em relação às outras. Mesmo no caso onde as sociedades investidas não sejam concorrentes, a informação obtida numa sociedade poderá influenciar a forma de atuação da outra, beneficiando-a.

6) *Entre as sociedades geridas pelos vários FCR da sociedade gestora.*

Vejamos, uma sociedade investida por um FCR da sociedade gestora pode sair mais beneficiada do que outra na mesma situação e que pertença a outro fundo, também gerido pela mesma entidade gestora. Por exemplo, imagine-mos o caso de uma entidade gestora possuir três FCR com a mesma atividade económica, a sociedade gestora poderá, mesmo que inconscientemente, utilizar informações das sociedades investidas por esses dois FCR para gerir um terceiro FCR com um maior conhecimento de mercado, melhorado pela ingerência na gestão das sociedades participadas dos outros dois FCR, o que fará com que as sociedades participadas por esse terceiro FCR sejam altamente beneficiadas.

7) *Entre os FCR geridos pela mesma entidade gestora.*

Mantendo o raciocínio elencado no ponto anterior, dizemos que um FCR pode sair mais beneficiado do que outro. Imagine-mos o caso de existirem três FCR que invistam em sociedades com a mesma atividade económica, a entidade gestora poderá, mesmo que inconscientemente, utilizar informações de dois FCR para gerir um terceiro com maior prudência e conhecimento técnico, melhorado pela ingerência na gestão das sociedades participadas dos outros dois FCR.

⁸⁷ Idem.

São assim inúmeros os conflitos de interesses que podem surgir nos investimentos em CR, e embora tenhamos elencado um leque bastante alargado, é impossível prever e positivar todos os que poderão advir. Indagamo-nos então a procurar saber qual a melhor configuração e modus operandi que deve ser adotado pelos players destes investimentos, com o objetivo de diminuir a probabilidade de acontecerem, de os prevenir, e qual a melhor maneira de os resolver/gerir quando surgirem – porque mais cedo ou mais tarde, vão existir e poderão incentivar práticas ilícitas.

6 – Os conflitos de interesses na diretiva 2011/61/EU, de 8 de junho de 2011

A Diretiva 2011/61/EU, conhecida como DGFIA, é uma legislação da União Europeia que, especificamente, regula os requisitos aplicáveis aos gestores dos OIA, nomeadamente em matéria de acesso e exercício da atividade de gestão destes organismos⁸⁸. Pretende proteger os investidores e promover a estabilidade e integridade do mercado financeiro. Tem como principal objetivo contribuir para a harmonização e crescimento sustentado do mercado de investimentos da União Europeia. Sujeita a gestão especializada e profissional do investimento coletivo a deveres reforçados de conduta e a supervisão pública sob diversas formas e níveis de intensidade. Esta diretiva demonstrou um esforço por parte da UE para prevenir e regular os conflitos de interesses nestes OIA⁸⁹.

Os critérios para a identificação de conflitos de interesses, conforme já referimos, estão relacionados com ganhos financeiros (ou mitigação de perdas financeiras) que os GFIA, ou terceiros relacionados através de relação de controlo, possam vir a obter em detrimento do fundo de investimento alternativo ou dos seus investidores⁹⁰.

A DGFIA estabelece os princípios gerais que a conduta dos gestores de OIA deve observar, tais como: deveres de zelo e diligência, deveres de agir em defesa dos melhores interesses do OIA e dos seus participantes, de dispor dos recursos e processos necessários

⁸⁸ Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril.

⁸⁹ Diretiva 2011/61/EU, de 8 de junho de 2011.

⁹⁰ ROSA, José Gonzaga, Directive on Alternative Investment Fund Managers: operational conditions and duties of conduct, <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2022/11/1-Jose-Gonzaga-Rosa.pdf> consultado em 28-08-2023.

para o adequado exercício das suas atividades e o dever de os gerir eficientemente, assegurar a gestão de conflitos de interesses, etc.⁹¹.

No diretamente relacionado com os conflitos de interesses, a DGfIA tenta identificar e prevenir uma panóplia de conflitos, obrigando os OIA a implementar políticas e procedimentos para identificar, prevenir e gerir potenciais conflitos⁹². Devem informar os seus participantes sobre a forma como identificam e lidam com estes conflitos, assegurando o acesso às políticas e procedimentos implementados.

A diretiva também aborda conflitos de interesses específicos, embora seja impossível determinar e elencar taxativamente todos os que possam existir.

7 – As atuais soluções para os conflitos de interesses (RGA e meios alternativos).

O novo RGA dispõe no seu artigo 83.º de práticas a adotar pelos OIA relativamente à gestão de conflitos de interesses. Este, refere que a sociedade gestora deve manter e aplicar mecanismos organizativos e administrativos eficazes para identificar, prevenir, gerir e acompanhar conflitos que prejudiquem ou possam prejudicar os interesses dos participantes. Separa no seu ambiente operacional, as funções e competências que possam ser incompatíveis entre si ou que possam gerar sistematicamente conflitos de interesses. Avalia se, além da referida segregação, as suas condições de funcionamento podem originar quaisquer outros conflitos de interesses relevantes e divulgam-nos aos participantes⁹³.

Sempre que os mecanismos organizativos adotados pela sociedade gestora de OIA, para a identificação, prevenção, gestão e acompanhamento de conflitos de interesses, não forem suficientes para prevenir, com um grau de certeza razoável, o risco de prejuízo para os interesses dos participantes de OIA, a sociedade gestora deve informar os participantes, antes de efetuar qualquer operação, da natureza genérica ou das fontes desses conflitos de interesses⁹⁴. Às Sociedades gestoras de OIA aplica-se ainda a regulamentação disposta na diretiva 2011/61/EU, de 8 de junho de 2011, que referimos anteriormente.

⁹¹ Idem.

⁹² Parágrafo 81 da Diretiva.

⁹³ Artigo 83.º do Regime da gestão de Ativos, DL n.º 27/2023, de 28 de abril

⁹⁴ Idem.

O RGA deixou de prever um elenco taxativo de opções (os temas referentes a eventuais conflitos de interesses estão regulados nos artigos 77.º e seguintes). Como já referimos, é notório que este novo regime adota uma postura de prevenção de situações de conflitos de interesses e passa a recorrer à utilização de conceitos indeterminados, abstratos, como por exemplo “no interesse da integridade do mercado” e.g. artigo 65.º ou “equidade” e.g. artigo 64.º, o que pode revelar uma maior exigência que se coloca à atuação das sociedades gestoras que verão a sua atividade fiscalizada pela CMVM de uma forma genérica. A exceção a este sentido do novo RGA, foi que manteve para os OIA a distinção entre operações permitidas e proibidas e, em concreto, no que ao artigo 230.º alíneas c) e d) do RGA diz respeito, com o fundamento de que essas situações geram um grande potencial de conflitos de interesses⁹⁵.

Às orientações *ex ante* anteriormente enunciadas pelo RGA aliam-se outros meios de prevenção de conflitos, tais como as presentes no Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de Corporate Governance de 2018, que pretende constituir, antes de mais, um instrumento de promoção de boas práticas de governo societário⁹⁶.

Entendemos também que a inserção de cláusulas de drag-along nos contratos de investimentos podem ser um excelente meio para prevenir conflitos de interesses. Traduzindo o termo drag along para português significa “arrastar junto”. E tendo no pensamento esta ideia de arrastamento, a drag-along não mais é que uma cláusula de transmissão forçada de participações sociais. Estas clausulas “caracterizam-se pelo facto de um sócio, que por regra é o sócio maioritário, ter um poder potestativo que permite, no momento de alienação das suas ações, obrigar os outros acionistas a alienar também as suas ações, com as mesmas condições e ao mesmo adquirente.”⁹⁷ Estas têm como propósito reagir a um conflito de interesses entre liquidez e estabilidade: essencialmente protege-se um acionista do comportamento oportunista do outro em empresa em que ambos fizeram fortes investimentos...⁹⁸.

Além das medidas anteriormente previstas, entendemos que a contratação de um consultor externo, um terceiro neutro como por exemplo um advogado especializado pode

⁹⁵ PLMJ, Regime da Gestão de Ativos Principais alterações e prioridades de atuação, 2023.

⁹⁶ Caso as sociedades não adiram às regras dispostas no código, terão de explicar o porquê. O princípio geral referido por este Código é que “O governo societário deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades.”

⁹⁷ Artigo 443.º Código Civil.

⁹⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de “Estratégias de saída no capital de risco”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Coimbra, Almedina, 2021, p. 832.

ser uma opção para prevenir ou mesmo resolver alguns dos conflitos de interesses. Aconselhamos que se faça uma revisão periódica dos contratos, isto é, à medida que a empresa evolui, é importante rever e atualizar os acordos para garantir a continuidade do alinhamento de ideias e expectativas de todos os intervenientes.

Cada situação é única, a abordagem para resolver um conflito de interesses terá de ser feita casuisticamente (assim vemos como grande vantagem a criação deste novo RGA que, ao ter vários conceitos indeterminados permitirá uma fiscalização mais completa por parte da CMVM, que se traduzirá numa maior prevenção e possibilidade de atuação neste tipo de conflitos).

A qualidade dos processos de decisão (que só se conseguirá com uma boa administração do OIA), a compreensão dos deveres fiduciários e noção preventiva dos possíveis conflitos de interesses por parte de todos os intervenientes, bem como a reunião da documentação para um possível processo judicial será crucial para o bom funcionamento de um OIA e conseqüentemente contribuirá para a fluidez do mercado de CR nacional.

Assim, com esta profunda remodelação do panorama legislativo aplicável à gestão de investimento coletivo, é notório o esforço do legislador para atingir os objetivos de reforçar a competitividade e atratividade do mercado nacional, de reforçar a coerência e proporcionalidade da regulação, de reforçar a preferência pela supervisão ex post ao invés da supervisão ex ante e ainda a simplificação da regulação aplicável.

E como não poderíamos considerar tudo positivo, atentamos que este novo RGA veio implicar uma complexidade acrescida e desnecessária para as SCRs de pequena dimensão, que veem o anterior Regime Jurídico do Capital de Risco, a que estavam sujeitas, muito sintético e acessível, ser substituído por um gigante legislativo de grande complexidade, com escopo dificilmente apreensível para as suas limitadas equipas de recursos humanos⁹⁹.

Apesar desta última crítica, é de esperar que os efeitos deste novo regime contribuam de forma positiva para o aumento da atratividade, dinamização e crescimento deste importante setor¹⁰⁰.

⁹⁹ Associados CS, CS'Insight - O novo Regime da Gestão de Ativos, https://www.csassociados.pt/xms/files/v2/Conhecimento_22_23/CS_Insight_RGA_Jun23.pdf, consultado em 13/09/2023.

¹⁰⁰ ADVOGADOS, ABREU - O Novo Regime de Gestão de Ativos - <https://abreuadvogados.com/conhecimento/publicacoes/o-novo-regime-de-gestao-de-ativos/>, consultado em 13/09/2023.

Conclusão

Num mundo em que a inovação e agilidade são cruciais para o sucesso empresarial, o capital de risco emerge-se como um impulsionador fundamental para o desenvolvimento da sociedade como um todo. Ao oferecer o suporte financeiro e estratégico necessário, torna-se um mecanismo essencial para inúmeras empresas, propulsionando a sua inovação e também um crescimento mais acelerado e sedimentado.

Conforme explicámos, o recurso à banca pode ser prejudicial para uma empresa começar a sua atividade – foi assim que com esta dissertação procurámos explorar as diversas vantagens do CR, bem como as suas modalidades, mostrando que pode apoiar qualquer empresa independentemente da fase de maturidade em que esta se encontre (quer seja uma empresa ainda em estado embrionário, quer seja uma empresa totalmente consolidada no mercado, quer seja uma empresa em risco de falência). Deixámos claro que uma das principais vantagens deste investimento é a de que não consiste apenas e só em recursos financeiros, mas também numa orientação astuciosa e acesso a valiosas redes de contactos, ou seja, o exaustivamente referido know-how.

Ao fazermos um breve resumo da sua evolução histórica, demo-nos conta de que o CR é um modelo de investimento resiliente e que se adapta facilmente a qualquer conjuntura económica que Portugal, a Europa ou mesmo o mundo, possa atravessar. Desta maneira, esperemos que o ordenamento jurídico nacional e comunitário incentivem a sua aposta e adotem mecanismos que permitam ao CR adquirir mais importância, fazendo com que as empresas se sintam motivadas a apostar nesta modalidade de investimento. Aliás, como se sabe, os países mais desenvolvidos são aqueles em que o CR assume já um volume considerável na economia, como por exemplo, a Suíça¹⁰¹, Alemanha¹⁰² e EUA¹⁰³, países onde os acordos de venture capital nos últimos anos têm crescido consideravelmente, no que toca aos investimentos de inovação, nomeadamente de ciência e tecnologia¹⁰⁴.

¹⁰¹ GLOBAL INNOVATION INDEX 2022, SWITZERLAND - https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000_2022/ch.pdf, “Venture capital received was equal to 2.1 bn USD in 2021–up by 41 percentage points from the year prior” consultado em 26-09 -2023.

¹⁰² GLOBAL INNOVATION INDEX 2022, GERMANY - https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000_2022/de.pdf, “Venture capital received was equal to 20.2 bn USD in 2021–up by 289 percentage points from the year prior” consultado em 26-09 -2023.

¹⁰³ GLOBAL INNOVATION INDEX 2022, USA, “Venture capital received was equal to 296.0 bn USD in 2021–up by 102 percentage points from the year prior”, https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000_2022/us.pdf, consultado em 26-09 -2023.

¹⁰⁴ Relativamente, e.g., aos investimentos na ciência e inovação, que segundo a mesma fonte nos diz que os investimentos na modalidade de venture capital subiram cerca de 46%, Global Innovation Index 2022,

No entanto, nem tudo é positivo. Após estudarmos as relações que se criam entre os intervenientes de um investimento em CR, rapidamente nos apercebemos de que não poderíamos ignorar os conflitos de interesses que lhe são inerentes, sendo estes uma verdadeira e abundante realidade no CR. Assim, percorremos a legislação que se foi fazendo valer ao longo dos anos no ordenamento jurídico português e ficámos com a opinião de que este último Regime da Gestão de ativos trouxe elementos muito positivos para uma melhor prevenção e resolução destes conflitos. A introdução de normas abertas e a preferência pela supervisão ex post irá proporcionar um quadro mais flexível, criando bases para uma gestão mais eficaz, rápida e transparente por parte dos OIA.

É importante destacar que este novo Regime de Gestão de Ativos não representa apenas uma mudança positiva no quadro regulatório, mas também reflete o compromisso e preocupação do legislador português para com um maior desenvolvimento dos investimentos alternativos.

Outro elemento presente no novo RGA que merece atenção, é a sucessiva menção de que as sociedades gestoras “agem de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes.”¹⁰⁵ O que facilitará na resolução de alguns conflitos de interesses, tendendo para o lado dos participantes. Esta sucessiva menção é interessante, nomeadamente porque o RGA está a proteger quem tem dinheiro, quem investe – mais um argumento positivo no sentido de que o RGA vem aumentar a fluidez e competitividade do mercado de CR em Portugal.

Com a conjuntura económica em constante evolução, é imperativo que todas as partes interessadas - empresas, investidores e reguladores - colaborem de forma sinérgica. Exclusivamente através dessa colaboração e alinhamento de interesses podemos aproveitar ao máximo o potencial do CR, catalisando-o para o crescimento económico e de inovação em Portugal, colaborando para a evolução da sociedade como um todo.

What is the Future of Innovation Driven growth? (2022) <https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-2000-2022-en-main-report-global-innovation-index-2022-15th-edition.pdf>.

¹⁰⁵ DL n.º 27/2023, de 28 de Abril – Regime da Gestão de Ativos no seu 10º artigo.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. CURSO DE DIREITO COMERCIAL: Das Sociedades. 2 v. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2016.

ALCARVA, Paulo. A Banca e as PME: Como gerir com eficácia o relacionamento entre as PME e a Banca. Porto: Vida Económica, 2011.

ALCARVA, Paulo. O financiamento bancário de PME. Coimbra: Conjuntura Atual Editora, 2017.

ANTUNES, José Engrácia. Instrumentos Financeiros, Coimbra, Almedina, 2020, 4.^a edição.

ASCENSÃO, José de Oliveira. Direito Comercial: Sociedades Comerciais - Parte Geral. Vol. 4. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 2000.

BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar. Venda Nova: Bertrand Editora, 2000.

BARLETT, ROBERT, “Venture Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation”, in UCLA Law Review, vol. 54, UGA Legal Studies Research Paper n. °6 - https://www.uclalawreview.org/wpcontent/uploads/2019/09/09_54UCLALRev37October2006.pdf.

BORGES, Leite Sofia, “O conflito de Interesses na Intermediação Financeira” in Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro, Grupo Almedina, 2010.

BUTTERFIELD, S. (2018). "Slack: Getting Past Burnout Culture." Harvard Business School Case, 9-418-030.

CAETANO, Paulo. Capital de Risco. Lisboa: Conjuntura Atual Editora, 2013.

CÂMARA Paulo, ed. et. al., Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro, Almedina, Coimbra, janeiro 2010.

CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016.

CASTRO Carlos Osório de, A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 7, 2000.

CHESKY, B. (2020). "The Airbnb Story: How Three Ordinary Guys Disrupted an Industry, Made Billions...and Created Plenty of Controversy."

CORDEIRO, António Menezes, os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (art.64.º/1 do CSC), Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66 – Vol. II, setembro 2006 - do documento disponível em http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=31559&idsc=50879&ida=50925.

CORDEIRO, António Menezes, Tratado de direito civil I, Coimbra, Almedina, 2012, 4º edição.

CORREIA, António de Arruda Ferrer. Do contrato de sociedade. Lisboa: Ministério da Justiça, 1961. (Separata do Boletim do Ministério da Justiça nº 104.).

CUNHA, Paulo Olavo. Direito das Sociedades Comerciais. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012.

D. LITTLE Arthur, The Insight: How Europe's Private Equity Industry Is Anchoring Long Term Investors, Pan-European Market Sentiment Survey, 11/2021.

DOMINGUES, Paulo de Tarso (outubro de 2013), Proibição de "assistência financeira" no contexto do mecanismo de proteção de credores, in AB Instantia - Revista do Instituto do Conhecimento AB, Ano I, n.º 2.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. 210 p. (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Studia Iuridica 33).

DOMINGUES, Paulo de Tarso. Variações sobre o capital social. Coimbra: Almedina, 2009.

FIGUEIRAS, Juliana (2022) - O Investimento em Capital de Risco, Os Conflitos de Interesses e os Seus Remédios. Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Centro Regional do Porto – Faculdade de Direito.

GOERGEN Marc, em Internacional Corporate Governance, Pearson (2012).

GOMPERS, Paul. (1994), The rise and fall of Venture Capital, University of Chicago.

HSU, David, Martin KENNEY (2004), Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973 in Berkeley Roundtable on the International Economy (BRIE) Working paper, University of California, disponível em: <http://brie.berkeley.edu/publications/WP163.pdf>.

JÚNIOR, Francisco Erionaldo Cruz, José de Alencar NETO, Características Gerais do Mútuo Bancário em Portugal.

LEITÃO, Luís Teles de Menezes. Estudos de direito fiscal. Coimbra: Almedina, 1999.

MONTEIRO, Marisa Silva. Fontes Reais e Irreais de Funding Empresarial: Do mútuo aos Business Angels. In: BOTELHO, Maria de Deus. Capitalização de empresas. Coimbra: Almedina, 2017.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de “Estratégias de saída no capital de risco”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Coimbra, Almedina, 2021.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de Governo das Sociedades Comerciais (2018).

PITA, Manuel António. Apontamentos sobre capital social e património nas sociedades comerciais: Direito das Sociedades e Direito da Contabilidade. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da. Estudos em memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

PLMJ, Regime da Gestão de Ativos Principais alterações e prioridades de atuação, 2023.
REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. Vol. 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

ROSA, José Gonzaga, Directive on Alternative Investment Fund Managers: operational conditions and duties of conduct, <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2022/11/1-Jose-Gonzaga-Rosa.pdf> consultado em 28-08-2023.

SANTOS, Filipe Cassiano dos. Estrutura associativa e participação societária capitalística: Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

SERRA, Catarina, “Investimentos de capital de risco na reestruturação de empresas”, in IV Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2016, p.239-331, que estabelece uma relação positiva entre o capital de risco e a resolução da crise.

TAVARES, Fernando Oliveira; Luís PACHECO; Emanuel Ferreira ALMEIDA, Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. Revista de Administração, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 254-267, 2015. Business Department, School of Economics, Business & Accounting USP. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rausp/v50n2/0080-2107-rausp-50-02-0254.pdf>, consultado em 15/08/2023.

TEIXEIRA, Ana Nunes, “A Gestão dos Fundos de Capital de Risco - Conflitos de Interesses entre a Entidade Gestora e os Participantes”, in Revista de Direito das Sociedades, vol. III, Lisboa, Almedina (2018).

VASCONCELOS, Pedro Pais de “O Acionista de Capital de Risco – dever de gestão”, in II congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2012 p 161.

XAVIER, Luis Barreto; Hélder GALVÃO, (2022) - Direito para startups: Manual Prático - Da idealização ao Exit – Coimbra, Almedina.

Relatórios e Artigos em Sites

Global Innovation Index 2022, What is the future of Innovation driven growth? - <https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-2000-2022-en-main-report-global-innovation-index-2022-15th-edition.pdf>.

GLOBAL INNOVATION INDEX 2022, SWITZERLAND - https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000_2022/ch.pdf.

GLOBAL INNOVATION INDEX 2022, GERMANY - https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000_2022/de.pdf.

GLOBAL INNOVATION INDEX 2022, USA, https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000_2022/us.pdf.

Associados CS, CS'Insight - O novo Regime da Gestão de Ativos, https://www.csassociados.pt/xms/files/v2/Conhecimento_22_23/CS_Insight_RGA_Jun23.pdf.

ADVOGADOS, ABREU - O Novo Regime de Gestão de Ativos - <https://abreuadvogados.com/conhecimento/publicacoes/o-novo-regime-de-gestao-de-ativos/>.

CMVM, Relatório sobre a atividade de capital de risco 2022.

IAPMEI - <https://www.iapmei.pt/Paginas/Business-Angels.aspx>.

Cuatrecasas, “O novo Regime jurídico de gestão de ativos”. <https://www.cuatrecasas.com/resources/lf-pt-64514052a6ddd611480217.pdf?v1.59.0.20230824>.

Corporate Finance institute,
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/unicorn/>.

Site da APCR - <https://www.apcri.pt/capital-de-risco/>.

Innovation in Cambridge, Venture Capital 146 Sixth Street:
<https://historycambridge.org/innovation/Venture%20Capital.html>.

Corporate Finance institute, Dotcom Bubble, A stock market bubble that was caused by speculation in dotcom or internet-based businesses from 1995 to 2000,
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/dotcom-bubble/>.

How Uber Became the Most Valuable Startup in the World,
<https://www.inc.com/business-insider/how-uber-became-the-most-valuable-startup-in-the-world.html>.