



ARIANA BARRETO PINA SANCHES

**O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO: REFLEXÕES SOBRE O
REGIME JURÍDICO PORTUGUÊS E CABO-VERDIANO**

Dissertação com vista à obtenção do grau
de Mestre em Direito e Gestão

Orientador:

Doutor Miguel de Azevedo Moura, Professor da Faculdade de Direito da Universidade
Nova de Lisboa

Maio 2021

DECLARAÇÃO ANTI PLÁGIO

Declaro, por minha honra, que a presente Dissertação, intitulada “O investimento em Capital de Risco: Reflexões sobre o Regime Jurídico Português e Cabo-verdiano” é resultado da investigação feita por mim, no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão.

Mais declaro que as citações estão devidamente referenciadas.

Ariana Barreto Pina Sanches

Ariana Barreto Pina Sanches

DECLARAÇÃO DE CONFORMIDADE DOS CARACTERES

Declaro que o corpo da presente Dissertação, incluindo espaços e notas de rodapé, ocupa um total de 163 985 caracteres, estando, desta forma, dentro dos limites consagrados no artigo 37.º, n.º 4 do Regulamento n.º 912/2019, de 28 de novembro de 2019, relativo ao Mestrado em Direito e Gestão.

AGRADECIMENTOS

A busca pelo conhecimento constitui uma viagem longa, com trajetórias desafiantes, mormente para aqueles que, à procura deste, se aventuram em sair das respetivas zonas de conforto.

O caminho que percorri para a realização do presente trabalho foi especial pelo facto de ter sido acompanhado de pessoas que acrescentam valor nas suas respetivas áreas de trabalho, mas também como seres humanos. Por motivos tão importantes, não posso deixar de os agradecer.

Ao corpo docente da *Nova School of Law* e *Nova School of Business and Economics*, por todo o conhecimento transmitido.

Ao professor Doutor Miguel de Azevedo Moura, pela paciência, disponibilidade e atenção que teve no papel de orientador.

Às Dras. Adalgisa Vaz e Evelyne Gomes, ao Dr. António Semedo, por terem permitido transmitir os seus conhecimentos quanto a esta temática no ordenamento jurídico cabo-verdiano.

À Dra. Gabriela Teixeira Duarte, pela penosa tarefa de revisão, preciosas sugestões e imensurável disponibilidade nesta etapa.

Ao Dr. Paulo Câmara, pela ajuda e partilha dos seus doutos conhecimentos que muito motivaram a escolha deste tema.

À Djamila, à Mélanie, ao William, ao Samir, bem como a todos os meus amigos, pela compreensão, troca de experiências, apoio constante e incomparável amizade ao longo destes anos.

Aos meus familiares, em especial, aos meus pais, Hélio e Evete, e aos meus irmãos, Nádyá, Indira e Edson, os alicerces da minha vida, pelo apoio incondicional que muito possibilitam a realização dos meus objetivos.

Aos meus pais,
Hélio Sanches e Evete Sanches, por tudo.

RESUMO

Nos últimos anos, temos observado uma crescente procura de soluções alternativas para financiar as diversas necessidades das empresas. O investimento em Capital de Risco, apesar de não ser uma panaceia, surge neste contexto como um valioso instrumento de financiamento. Isto, especialmente para o caso cabo-verdiano, cujo tecido empresarial é constituído fundamentalmente por *start-ups* e PME e, por isso, com risco eminentemente elevado. Não obstante a positiva trajetória do sistema financeiro cabo-verdiano, inclusive com reconhecimento internacional, esta, hodiernamente, carece de soluções suficientes neste domínio, pelo que urge colmatar esta dificuldade. No presente trabalho, propomo-nos a analisar os meandros dos respetivos diplomas, identificando e apresentando soluções para as matérias que carecem de revisão. Cremos que este estudo cumpre o propósito de trazer ao público leitor uma profícua reflexão, numa ótica jurídica, sobre esta realidade. É também nosso desiderato que este seja um relevante passo para a tão almejada reforma deste regime, permitindo a dinamização do mercado de Capital de Risco e a sedimentação dos pilares normativos do mercado financeiro cabo-verdiano.

PALAVRAS- CHAVE:

Capital de Risco; Regime Jurídico do Capital de Risco; Financiamento alternativo; Mercado Financeiro; Ordenamento Jurídico Cabo-verdiano; Ordenamento Jurídico Português.

ABSTRACT

In recent years, we have observed a growing demand for alternative solutions to finance the several needs of companies. The investment in Private Equity, although it is not a panacea, appears in this context as a valuable financing instrument. This is especially the case for Cape Verde, whose business fabric is composed primarily of start-ups and SME and, hence, with eminently high risk. Despite the positive trajectory of the Cape Verdean financial system, it currently lacks sufficient solutions in this area. The practice of investments in Private Equity has made it critical to overcome this difficulty. In this paper, we propose to analyse the intricacies of the respective legislation and propose solutions for the matters that need revision. We believe that this study fulfils the purpose of bringing to the reading public a useful reflection, from a legal standpoint, on this reality. It is also our wish that this becomes a relevant step towards the reform of this regime, allowing the dynamization of the Private Equity market and the sedimentation of the normative pillars of the Cape Verdean Financial Market.

KEYWORDS:

Private Equity; Legal regime of Private Equity; Alternative finance; Financial market; Corporate Law; Cape Verdean legal system; Portuguese legal system.

LISTA DE ABREVIATURAS

AGMVM- Auditoria Geral do Mercado de Valores Mobiliários

AIFMD- *Alternative Investment Fund Managers Directive* - Diretiva n.º 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de junho de 2011

ARD- *American Research and Development*

BA- *Business Angel*

BCV- Banco de Cabo Verde

CC- Código Civil

CCom- Código Comercial

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CR- Capital de Risco

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CVM- Código dos Valores Mobiliários

DL- Decreto-Lei

ECR- Entidade de Capital de Risco, que abrange SCR, FCR, ICR, SGFCR e SICR

ELTIF- *European Long-Term Investment Fund*

EuSEF- *European Social Entrepreneurship Funds*

EuVECA- Fundo Europeu de *Venture Capital*

FCR- Fundos de Capital de Risco

ICR- Investidores em Capital de Risco

IAPMEI- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas

IOSCO- *International Organization of Securities Commissions*

IPO- *Initial Public Offering*

OCDE- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OIACR- Organismo de Investimento Alternativo em Capital de Risco

OIAE- Organismo de Investimento Alternativo Especializado

OIC- Organismo de Investimento Coletivo

OICR- Organismo de Investimento em Capital de Risco

PALOP- Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa

PME- Pequenas e Médias Empresas

RGOIC- Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

RJCR ou Lei- Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado, aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março

SCR- Sociedade de Capital de Risco

SGFCR- Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco

SGPS- Sociedades Gestoras de Participações Sociais

SICR- Sociedade de Investimento e Capital de Risco

SWOT- *Strengths or Weaknesses and Opportunities or Threats*

UE- União Europeia

UP- Unidade de Participação

VM- Valores Mobiliários

Índice Geral

I- Introdução	1
1. Apresentação e justificação do tema.....	1
2. O sistema financeiro e o mercado de Capital de Risco	2
II- Caracterização da estrutura do Capital de Risco	8
1. Delimitação da terminologia associada ao Capital de Risco	8
2. Panorama histórico e legislativo	10
3. Conceito e caracterização do Capital de Risco	13
3.1. Modalidades.....	18
4. Os Intervenientes.....	20
4.1. A sociedade participada (sociedade <i>target</i>) / Os Promotores.....	22
4.2. As Sociedades de Capital de Risco (<i>Private Equity firms</i>)	23
4.3. Os Fundos de Capital de Risco (<i>Limited Partnerships</i>)	23
4.4. Os Investidores em Capital de Risco (<i>Business Angels</i>).....	26
5. Ciclo de investimento	28
6. Capital de Risco e Financiamento Bancário	34
III- Análise dos aspetos específicos do Regime Jurídico Português e Cabo-verdiano ...	36
1. Elemento subjetivo	37
2. Elemento objetivo.....	42
3. A supervisão e as condições de acesso às atividades das ECR	47
4. A entidade gestora, o regulamento de gestão e a remuneração	52
5. A Assembleia de participantes dos FCR	56
6. A subcontratação das funções de gestão.....	58
7. A entidade depositária	60
8. A entidade comercializadora.....	62
IV- Proposta de revisão do Regime Jurídico relativo ao Capital de Risco Cabo-verdiano à luz do Regime Português	63
V- Conclusão	68
VI- Bibliografia	70
Outras fontes.....	75

I- Introdução

1. Apresentação e justificação do tema

O mercado financeiro cabo-verdiano atravessa, atualmente, um período crucial, efetivando várias importantes reformas legislativas e regulamentares¹. Este percurso tem exposto a clara preocupação do legislador cabo-verdiano na consolidação de um sistema financeiro moderno e resiliente, incorporando os avanços internacionais que melhor se adaptam às particularidades deste mercado. Paralelamente a estas iniciativas, a adesão da AGMVM à *IOSCO*, bem como a integração de Cabo Verde na *West African Capital Markets Integration*², acabou por sedimentar este esforço. Ademais, revelou o reconhecimento internacional do trabalho que tem sido feito, possibilitando, deste modo, a gradual afirmação deste mercado enquanto praça financeira internacional.

Ora, apesar dos esforços que se repercutem nas inúmeras iniciativas legislativas, subsistem no setor financeiro, alguns diplomas que carecem de significativas revisões. É precisamente nesta senda, que se despertou a ideia de analisar, numa ótica jurídica, a atividade de investimento em CR neste ordenamento jurídico. Tendo sido introduzida na década de 90, através do Decreto-Lei n.º 72/94 de 12 de dezembro, alterada em 2004³ e, posteriormente, aprovado o Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro, que regula a atividade dos FCR, esta é ainda uma realidade embrionária e um fenómeno pouco estudado na perspetiva jurídica e económico-financeira.

Pelo facto de o sistema financeiro cabo-verdiano carecer de soluções suficientes no domínio do CR, propomo-nos a estudar esta realidade mais numa ótica jurídica do que propriamente económico-financeira.

¹ Fruto destas reformas, podemos desde logo referir a aprovação dos seguintes diplomas: Deveres de informação dos emitentes; Regime de acesso ao setor segurador e regime de contrato de seguro; o Código de Mercado de Valores Mobiliários; a Regulamentação da Bolsa de Valores de Cabo Verde, a Lei de Bases do Sistema Financeiro, a Lei de Atividades e Instituições Financeiras; a Regulamentação do Banco de Cabo Verde; a consulta pública relativa ao RGOIC cabo-verdiano, o Código do Governo dos Emitentes de Valores Mobiliários admitidos à negociação em Mercado Regulamentado; o Regime da Titularização de Créditos, o Regime dos Organismos de Empreendedorismo Social.

² O Conselho Oeste-Africano de Integração dos Mercados de Capitais ou *West African Capital Markets Integration* é o órgão de governação responsável por integrar o mercado de capitais da CEDEAO. O principal objetivo visa criar um ambiente regulamentar harmonizado da negociação de valores mobiliários e de práticas do mercado de capitais da região.

³ Através do Decreto-Lei n.º 22/2004, de 31 de maio.

A nossa exposição delimita-se por quatro partes. A primeira consiste numa breve síntese relativamente ao sistema financeiro e ao mercado do CR em Portugal e em Cabo Verde. A segunda incide sobre a análise da estrutura do investimento em CR, em termos genéricos. Na terceira iremos percorrer e analisar aspetos específicos sobre os regimes jurídicos cabo-verdiano e português e, através desta trajetória, na quarta parte iremos apresentar uma introdução para a proposta de revisão dos referidos diplomas cabo-verdianos e conseqüente uniformização destes num único regime jurídico, permitindo a sua sistematização, objetividade e clareza.

Pese embora as especificidades do regime cabo-verdiano, é notório a influência e a proximidade das soluções legislativas com o ordenamento jurídico português⁴, pelo que, entendemos que é uma mais valia que esta análise e conseqüente proposta seja feita à luz do direito português, naturalmente adaptada à realidade de Cabo Verde.

Para o presente trabalho, no que concerne à análise do regime jurídico cabo-verdiano, tivemos de construir a nossa base argumentativa, uma vez que da investigação feita não se verificou indícios de posições doutrinárias⁵ a este respeito. No que concerne ao regime português, encontramos, num volume não muito grande, doutrinas que, para o presente estudo, foram fundamentais.

2. O sistema financeiro e o mercado de Capital de Risco

A crise financeira de 2007-2008, fortemente originada na insolvência do banco *Lehman Brothers*, alastrou-se no cenário internacional e resultou no colapso de grandes instituições financeiras, entre as quais os bancos nacionais de diversos países⁶.

Ora, em Portugal, tal crise serviu como ponto de partida para expor a fragilidade das instituições bancárias, revelando, deste modo, uma clara necessidade de efetivar uma reforma no sistema financeiro nacional⁷.

⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Ed, Coimbra, Almedina, 2018, p. 989.

⁵ Atualmente existe apenas uma Monografia que faz o enquadramento desta indústria no mercado financeiro cabo-verdiano, mas não numa perspetiva jurídica e de análise legislativa.

⁶ António Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, 6.ª Ed, Coimbra, Almedina, 2018, p. 156.

⁷ *Ibidem*.

Uma das mais óbvias consequências do colapso das instituições bancárias, não só em Portugal, mas a nível internacional, prende-se com o facto de a principal fonte de financiamento das empresas⁸, isto é, o financiamento por meio do crédito bancário⁹ ter ficado fortemente afetado. Isto, por um lado, limitou a possibilidade das empresas recorrerem a esta forma de financiamento e, por outro lado, colocou-as numa situação em que, por não terem liquidez, não conseguem investir nem fazer face às suas obrigações fiscais, bancárias, laborais, entre outras. Sucede que, o crédito bancário em muitas situações, não coaduna com o tipo de financiamento que a empresa precisa, principalmente quando falamos de empresas numa fase inicial, onde o risco é muito elevado¹⁰.

Sem prejuízo do relevante papel do financiamento bancário, tem sido cada vez mais constante as preocupações relacionadas com a limitação deste tipo de financiamento para as empresas. É neste sentido que urge repensar em novos instrumentos de financiamento ao dispor das empresas, de modo a reduzir a dependência ao crédito bancário e a permitir que as empresas continuem a desempenhar o seu papel no auxílio do crescimento do setor económico¹¹.

A Europa, no que concerne ao financiamento alternativo por meio do CR, tem dado importantes passos para a sua dinamização. Desde logo podemos apontar a relevância da Estratégia Europa 2020, que tem como objetivo a recuperação económica da UE após a crise económica e financeira, visando um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo¹². Ora, tendo em conta que o crescimento inteligente se encontra

⁸ A empresa abarca uma tipologia que dificilmente se subsume a um mero conceito, principalmente quando olhamos para ela enquanto objeto de negócios jurídicos. Quando falamos de empresas numa ótica jurídica, podem sempre faltar elementos que são comumente utilizados no conceito económico. Vejamos que, por exemplo, podemos ter a venda de uma empresa, sem os seus trabalhadores. Sobre o problema da aquisição de empresas, mormente a empresa como objeto de negócio, *vide* Orlando de Carvalho, *Critério e Estrutura do Estabelecimento Comercial, o Problema da Empresa como objeto de Negócio*, Atlântida Editora, Coimbra, 1967, p. 300. Apesar desta problemática, para efeitos do presente trabalho, com exceção da específica referência existente para o ordenamento jurídico cabo-verdiano, entende-se como empresa, as “organizações de meios humanos e materiais com vista a uma atuação economicamente racionalizada”, definição proposta por António Cordeiro, *Direito Comercial*, 3.ª Ed, Coimbra, Almedina, 2012, p. 218.

⁹ OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing*, Relatório, Istanbul, 2015, p. 6 disponível em <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (consult.05.12.2020)

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ *Ibidem*.

¹² Comissão Europeia, *Europa 2020: a estratégia da União Europeia para o crescimento e o emprego*, Comunicação, Eur-Lex, 2017, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:em0028&from=PT> (consult. 24.01.202)

fortemente relacionado com o desenvolvimento dos conhecimentos e da inovação e, tendo em conta que o CR é um “catalisador para a inovação”¹³, a UE tem concedido verbas para melhorar o acesso das empresas a este tipo de financiamento.

Em Portugal, no ano de 2019 foi possível constatar um crescimento dos ativos sob gestão na indústria do CR¹⁴. Estes investimentos tiveram como destino as SGPS em empresas não financeiras¹⁵, mas também em atividades de informação e comunicação, no setor imobiliário e em alojamento e restauração. Relativamente ao investimento direto das SCR, grande parte do valor investido foi destinado a empresas financeiras e de seguros, mas também alguma parte foi aplicada em atividade de informação e de comunicação e indústria transformadora¹⁶.

Sucedem também várias importantes iniciativas legislativas no que concerne à regulação e dinamização deste setor. Desde logo, podemos apontar a aprovação da Lei n.º 18/2015, de 4 de março, que veio estabelecer um novo regime legal para a atividade de CR em Portugal, transpondo para o ordenamento jurídico interno a DGfIA e o Regulamento n.º 2013/14/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril.

Não podemos deixar de realçar a introdução do Decreto-Lei 144/2019, de 23 de setembro de 2019, que veio alterar o RJCR determinando a transferência para a CMVM dos poderes e competências relativas à supervisão prudencial das SGFCR, que anteriormente era efetuada pelo Banco de Portugal. Releva também a introdução do Regulamento da CMVM n.º 3/2015¹⁷ que altera o Regulamento da CMVM n.º 2/2015, de 17 de julho de 2015, relativamente à atividade de gestão dos OIC, desempenhando um papel fulcral no Capital de Risco em Portugal.

¹³ Tribunal de Contas Europeu, *Intervenções da União Europeia geridas de forma centralizada para capital de risco: é necessária mais direção*, Relatório Especial n.º 17, Luxemburgo, 2019, p. 8, disponível em <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/venture-capital-17-2019/pt/#chapter6> (consult. 07.12.2020)

¹⁴ CMVM, *Relatório sobre a atividade de Capital de Risco 2019*, Relatório, Portugal, 2019, p.7, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/CMVM-Relat%C3%B3rio%20Anual%20de%20Capital%20de%20Risco-2019.pdf> (consult. 05.12.2020)

¹⁵ Estas empresas são utilizadas como veículo para realizar investimentos noutras empresas, cf. CMVM, *Relatório sobre a atividade...*, cit., p. 14.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ Alterada pelo Regulamento da CMVM n.º 5/2020.

No cenário africano, um dos grandes obstáculos enfrentados pelas economias relaciona-se com a escassez de opções de financiamento e a ausência de um ambiente empresarial eficaz¹⁸. Neste, o investimento em CR apesar de pouco desenvolvido, não é um fenómeno novo¹⁹. No entanto, o facto de ultimamente apresentar-se, em diversas áreas, como “motor de alavancagem das PME e de projetos empreendedores”²⁰, tem atraído a atenção de muitos investidores.

Neste âmbito, muito tem sido o trabalho efetuado para dinamizar este mercado. Paulatinamente, tem sido notório o aumento de vários postos de trabalho, a incubação de inúmeras empresas e projetos que têm captado a atenção de investidores de diversos países²¹. Isto permite um contínuo crescimento da tecnologia no ecossistema de investimento, possibilitando, deste modo, a redefinição do CR neste continente²².

Ora, Cabo Verde não tem sido exceção. Por ser um país com forte dependência estrutural em relação ao exterior, também sentiu as repercussões da referida crise financeira, que afetou a economia em geral e o setor privado em especial. Como consequência, foi possível constatar um número elevado de empresas com grande potencial em situação de insolvência, bancos com altos níveis de *non performing loans* e ainda investidores frustrados com o resultado dos seus investimentos e, consequentemente, avessos ao risco²³. Não podemos deixar de mencionar que a transição de Cabo Verde para a classificação de País de Desenvolvimento Médio, fruto de resultados positivos alcançados em vários setores, levou com que este deixasse de contar

¹⁸ Olayanju Philips, “The Leapfrog Model: Venture Capital as a Cure to Africa’s Funding Paralysis”, Ano MMXIX, p. 1-3.

¹⁹ Leonildo João Lourenço Manuel, Jacinto Domingos Manuel e Daniela Naulila de Almeida Simão, *Escritos sobre Fintech e Corporate Finance: Experiências e desafios no contexto africano*, Lisboa, AAFDL Editora, 2019, p. 146; Thomas Dickinson, “Capital de risco: uma oportunidade de investimento nos céus africanos?”, *Percepções*, Ano MMVIII (2008), n.º 60, p. 1-2.

²⁰ *Idem*, p. 147.

²¹ Leonildo João Lourenço Manuel, Jacinto Domingos Manuel e Daniela Naulila de Almeida Simão, *Escritos sobre.... cit.*, p.147.

²² Partech Africa Team, *2019 Africa Tech Venture Capital Report*, Relatório, 2020 - <file:///C:/Users/sanch/Downloads/2020.01 Partech Africa - 2019 Africa Tech VC Report FINAL.pdf> (consult. 08.12.2020).

²³ Parágrafos 4.º e 5.º do preâmbulo do DL n.º 28/2017, de 30 de junho.

com uma série de apoios relacionados a financiamentos de baixo custo para o seu desenvolvimento²⁴.

É neste contexto que o sistema financeiro nacional emerge com responsabilidades acrescidas para colmatar tais dificuldades e permitir um eficiente funcionamento do mercado e dos seus agentes.

Ora, o sistema financeiro cabo-verdiano, apoiado fundamentalmente na Lei de Bases do Sistema Financeiro²⁵ e na Lei de Atividades e Instituições Financeiras²⁶, é constituído pelo Setor Bancário, pelo Setor de Mercado de Capitais e, pelo Setor de Seguros, sendo este dominado pelo primeiro²⁷.

O Banco de Cabo Verde (“BCV”), enquanto regulador prudencial e comportamental, na sequência do processo de modernização do sistema financeiro, tem levado a cabo várias iniciativas legislativas. Estas, visam, mormente, a continuidade e conclusão de regulamentação da Lei de Bases do Sistema Financeiro e da Lei de Atividades e Instituições Financeiras²⁸. Por seu turno, no âmbito da supervisão do mercado de valores mobiliários, a Auditoria Geral do Mercado de Valores Mobiliários (“AGMVM”) também tem procedido à regulamentação de vários diplomas, igualmente importantes com repercussões positivas neste mercado²⁹.

Fruto destas iniciativas, em 2019, a performance global do mercado de valores mobiliários de Cabo Verde registou uma evolução positiva comparativamente ao ano anterior, traduzindo-se no aumento da capitalização bolsista, bem como do volume global de transações no mercado secundário³⁰.

²⁴ United Nations Industrial Development Organization, *Estudo de viabilidade de um fundo de venture capital para pequenas e médias empresas em Cabo Verde*, Relatório, Viena, Investment and Technology Unit, 2014. United Nations Industrial Development Organization

²⁵ Aprovada pela Lei 61/VII/2014, de 23 de abril.

²⁶ Aprovada pela Lei 62/VII/2014, de 23 de abril.

²⁷ Banco de Cabo Verde, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Relatório, Banco de Cabo Verde, 2020, p. 61.

²⁸ Também tem sido levado a cabo outras iniciativas legislativas como é o caso do Aviso n.º 6/2019, de 18 de julho, que regulamenta o processo de autorização das instituições de pagamento de moeda eletrónica, permitindo, deste modo, a entrada de novos *players* na prestação de serviços financeiros, cf. United Nations Industrial Development Organization, *Estudo de..., cit.*, p.58.

United Nations Industrial Development Organization, *Estudo de..., cit.*, p.58.

³⁰ *Idem*, p.55.

Estes são indicativos que demonstram o amadurecimento do mercado financeiro cabo-verdiano e que possibilita a introdução de soluções alternativas de financiamento das empresas, como é o caso do CR.

Dois anos depois da aprovação do regime relativo às SCR, foi constituída a primeira SCR denominada “A Promotora, S.A.”³¹ que, por ter sido a primeira e única durante muito tempo, era confundida com a atividade de CR em Cabo Verde. Ora, a Promotora, detida maioritariamente pela Caixa Geral de Depósitos, tem como objeto principal o apoio e promoção de investimentos no setor privado nacional e da inovação tecnológica em projetos ou empresas, através da participação temporária no respetivo capital³².

Contudo, quando falamos da atividade de CR em Cabo Verde, não se pode associar apenas à Promotora, uma vez que existe, atualmente, outra SCR, mais concretamente a “Pró-Capital”³³. Esta é uma empresa pública, constituída sob a forma de sociedade anónima³⁴, concebida com o objetivo de dinamizar a economia, permitindo a retoma do investimento privado, do crescimento económico e da oferta de emprego³⁵. A Pró-Capital destaca-se fundamentalmente pelo facto de estar enquadrada dentro de um ecossistema de financiamento, constituída por três entidades, a saber: a Pró-Empresa, a Pró-Capital e a Pró-Garante³⁶, concebidas com o objetivo de corresponder às falhas do mercado e dinamizar o crescimento económico do país. Importa realçar que a intervenção da Pró-Capital se baseia na avaliação e seleção das propostas apresentadas, na negociação do acordo, no acompanhamento do investimento e, por fim, no desinvestimento³⁷.

O Governo de Cabo Verde teve a iniciativa de tentar criar um FCR para PME através da Agência para o desenvolvimento Empresarial e Inovação (ADEI) em parceria com a Organização das Nações Unidas para o Desenvolvimento Industrial (UNIDO), mas que até ao momento não chegou a concretizar-se. O principal objetivo seria possibilitar

³¹ Aprovada pelo DL n.º 3/96, de 19 de fevereiro.

³² Art. 2.º, do DL n.º 3/96, de 19 de fevereiro.

³³ Constituída através do DL n.º 28/2017, de 30 de junho republicado pelo DL n.º 51/2018 de 2º de setembro.

³⁴ Art. 2.º do

³⁵ Parágrafo 13.º do preâmbulo do DL n.º 28/2017, de 30 de junho.

³⁶ Informações disponíveis em <https://www.proempresa.cv/index.php/pro-empresa-3> (consult.01.01.2021).

³⁷ Estas informações podem ser obtidas no site da Pro-Capital disponível em <https://www.procapital.cv/index.php/site/servicos> (consult.01.01.2021).

os investidores e empreendedores dos setores estratégicos, como o setor das energias renováveis e o turismo, uma solução de financiamento mais sustentável para as PME.

II- Caracterização da estrutura do Capital de Risco

1. Delimitação da terminologia associada ao Capital de Risco

O tema do CR, por abarcar diferentes tipos de operações e estratégias, tem subjacente alguma confusão terminológica que, para um melhor entendimento do presente trabalho, cumpre-nos, antes de mais, desmistificar.

O termo *Private Equity* não se encontra uniformemente definido, uma vez que este tem associado diferentes conotações que dependem das circunstâncias e, mormente, das jurisdições onde é utilizado.

Quando falamos do Capital de Risco nos E.U.A, torna-se pertinente frisar as operações de *Private Equity* e de *Venture Capital*. O *Private Equity*, de uma forma simplista, consiste na aquisição de participações sociais de empresas já existentes no mercado, independentemente da sua dimensão, não cotadas em bolsa, tendo como objetivo principal a valorização da sua participação³⁸. De acordo com esta abordagem americana, o *Private Equity* contempla os *Management Buy-outs*, os *Leveraged Buy-outs*, que se confundem com o conceito europeu de *Buy outs*, cujo significado representa a aquisição do domínio de empresas, modificando a composição do universo dos sócios³⁹. Mas também contempla, o *Venture Capital*, que é usado para caraterizar o investimento em pequenas empresas, ou empresas numa fase inicial, em que o investidor acompanha

³⁸ Darryl J. Cooke, *Private Equity: Law and Practice*, 3.^a Ed., Londres, Sweet & Maxwell Ltd, 2008, p.1; IAPMEI e APCRI, *Guia Prático do...*, *cit.*, p. 6; Tom Mckaskill, *Raising Angel & Venture Capital Finance: An entrepreneur's guide to securing venture finance*, Melbourne, Breakthrough Publications, 2009, p. 8 e 9.

³⁹ Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, *cit.*, p. 158 – 160. Geralmente, as operações de *Buy-outs* são mais duradouras, uma vez que visam financiar a saída de sócios que não pretendem continuar na empresa e, concomitantemente ou não, a entrada de novos sócios, sendo que esta entrada pode ser definitiva ou tendencialmente definitiva. É neste sentido, que se entende que esta operação modifica a composição do universo dos sócios. Para uma perspetiva abrangente *vide* Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, *cit.*, p. 158 e seguintes.

com alguma proximidade a gestão empresarial da mesma⁴⁰, com vista ao lançamento, desenvolvimento, expansão do seu negócio e posterior alienação das participações sociais⁴¹.

Tendo em conta o significativo impacto dos E.U.A na disseminação deste tipo de financiamento no mercado financeiro internacional, grande parte das jurisdições europeias⁴², utilizam a terminologia *Private Equity* como uma *umbrella definition*. Isto é, abarcando e identificando vários tipos de operações e estratégias, dependendo do ciclo de vida em que a empresa *target* se encontra. Por seu turno, o caso português não é exceção. Neste, apesar de originariamente esta terminologia dizer respeito a investimentos realizados unicamente em participações sociais, o seu âmbito veio a alargar-se⁴³.

Face ao exposto, cumpre-nos elucidar que referir-nos-emos ao termo Capital de Risco e *Private Equity* como uma *umbrella definition*⁴⁴, abarcando as suas diversas modalidades. A utilização do termo *Venture Capital* ficará reservado para referir os investimentos em Capital de Risco em pequenas empresas ou ainda em *start-ups*⁴⁵. Por fim, o termo *Buy-out*, será utilizado para referenciar as operações de aquisição de participações sociais em empresas maduras, capazes de gerar *cash-flow* típicas da atividade de CR.

⁴⁰ IAPMEI e APCRI, *Guia Prático do...*, cit., p. 6.

⁴¹ Frederico Fayad Nascimento, *O Capital de Risco e as suas estipulações contratuais*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, ISCTE-IUL Instituto Universitário de Lisboa, 2016, p.16; Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista do capital de risco- dever de gestão”, *II Congresso do Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2009, p. 158; Ana Nunes Teixeira, “A gestão dos fundos de capital de risco- Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X (2018), N.º 3, p. 561.

⁴² Como é o caso, por exemplo, de Portugal, Espanha, França e Itália.

⁴³ Paulo Câmara, “O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal na DL n.º 56/2018, de 9 de julho”, *Revista Española de Capital Riesgo*, Ano MMXIX (2019), N.º 1/2019, p.40; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 936.

⁴⁴ Pedro Pais de Vasconcelos, apresenta esta dicotomia da seguinte forma: existem dois tipos sociais de investimento em *Private Equity*: i) *venture capital* que se caracteriza por financiar o início, o arranque, novos investimentos ou desenvolvimentos da atividade empresarial; ii) *Leveraged Buy-outs* que se caracteriza na aquisição ou alienação da empresa ou de partes dominantes ou apenas importantes do seu capital. Para uma perspetiva abrangente desta posição vide Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, cit., p. 158 e seguintes.

⁴⁵ Cris Hale, *Private Equity: A transactional Analysis*, 3.ª Ed., Londres, Globe Business Publishing Ltd, 2015, p. 5.

2. Panorama histórico e legislativo

Analisar o panorama do CR, implica um necessário recuo no tempo, na medida em que, os investimentos em negócios com alto potencial de retorno têm natureza tão longínqua quanto o próprio comércio⁴⁶. Deste modo, o passado permite-nos identificar importantes características que muito nos ajudam a compreender este tipo de investimento, pelo menos, na sua aceção moderna.

O percurso do investimento em CR remonta as primeiras expedições marítimas que, apesar de financiadas com o intuito de obter lucros, o risco de perda total do valor investido era uma realidade frequente⁴⁷. A História tem apontado como um dos pioneiros do CR, o navegador Cristóvão Colombo que criou uma companhia de navegações com características muito semelhantes às dos FCR, sendo o seu empreendimento mais bem-sucedido a descoberta da América⁴⁸. Também, já na antiga sociedade romana, o comerciante Marco Crasso tornou-se no primeiro capitalista de risco do Império⁴⁹, ao financiar inúmeros empreendimentos de construção e recebendo lucros como retorno.

Outro marco importante na génese do CR, relaciona-se com a expansão da Revolução Industrial, que permitiu o investimento em projetos com elevado potencial de retorno junto de indivíduos financeiramente capazes⁵⁰.

Pelo exposto, é notório que, desde sempre, os empreendedores sentiram a necessidade de efetivar as suas ideias, mas muitas vezes faltava capital substancial para a implementação de tais projetos. Isto justifica-se pelo facto de as regras concernentes aos empréstimos bancários, procurarem ter evidências de que os investidores tinham garantias suficientes para reembolsar a quantia emprestada acrescida de juros⁵¹. Contudo, a realidade demonstrava que, a maioria das empresas que recorria à banca, por não cumprirem os requisitos exigidos, não conseguiam aceder ao empréstimo bancário e por isso, os negócios acabavam financiados pelos amigos e familiares⁵².

⁴⁶ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the Finance of Innovation*, 2.^a Ed., Estados Unidos da América, John Wiley & Sons (Wiley), 2011, p.10.

⁴⁷ IAPMEI e APCRI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006, p.5

⁴⁸ Paulo Caetano, *Capital de Risco*, Coimbra, Almedina, 2013, p.9.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ IAPMEI e APCRI, *Guia Prático do...*, *cit.*, p.5

⁵¹ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the...*, *cit.*, p. 10.

⁵² *Ibidem*.

Portanto, enquanto que as empresas com “elevado fôlego financeiro” (Câmara, 2018) conseguiam recorrer aos empréstimos bancários e outras formas de financiamento, as *start-ups*, por carecerem de ativos tangíveis suficientes que pudessem fazer face às exigências dos bancos, viam-se obrigadas a lutar para encontrar alternativas⁵³.

Com efeito, face a tal problemática, paulatinamente, veio a reconhecer-se a necessidade de criar meios e infraestruturas que pudessem colmatar esta lacuna.

Relativamente a este importante passo, foram pioneiros os E.U.A. Com o fim da II Guerra Mundial e consequente retorno de vários soldados que optaram por abrir as suas próprias empresas e, de modo a encorajar e apoiar investimentos nesses negócios, criou-se, em 1946, a primeira sociedade moderna de Capital de Risco, denominada “*American Research and Development* (“*ARD*”)⁵⁴. Esta sociedade foi formada pelo então presidente do *Massachusetts Institute of Technology*, Karl Compton, bem como pelo Georges Frédéric Doriot, professor da *Harvard Business School* e outros líderes locais investidores que procuravam comercializar as tecnologias desenvolvidas para a II Guerra Mundial.

A *ARD* foi organizada como uma empresa cotada em bolsa⁵⁵. Durante os seus 26 anos enquanto sociedade aberta, quase metade dos lucros que obteve, advieram de investimentos feitos em 1957, maioritariamente em *Digital Equipment Corporation*⁵⁶.

Apesar do reconhecido esforço na criação da *ARD*, a verdade é que a indústria do CR, mesmo depois de alguns anos, continuava a enfrentar grandes dificuldades.

Constatando este problema enfrentado pelos investidores e de modo a estimular o investimento neste setor, o então Governo dos E.U.A interveio criando a primeira legislação denominada “*Small Business Act de 1958*”⁵⁷. Não se pode deixar de reiterar que a introdução desta legislação revestiu de grande importância, mormente, pela possibilidade de: (i) assistir as pequenas empresas, permitindo que estas aumentassem as suas capacidades de competir nos mercados internacionais; (ii) permitir a criação da administração de Pequenas Empresas e de Sociedades de Investimento em Pequenas

⁵³ Paul Gompers e Josh Lerner, *The Venture Capital Cycle*, Estados Unidos da América, MIT Press, 2000, p. 5.

⁵⁴ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the..., cit.*, p. 10.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ ⁵⁶ Paul Gompers e Josh Lerner, *The Venture Capital..., cit.*, p. 2.

⁵⁷ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the..., cit.*, p. 11.

Empresas⁵⁸; (iii) permitir que investidores tivessem acesso ao capital por meio de taxas inferiores às do mercado, bem com outros benefícios fiscais para investir em novas empresas⁵⁹.

Este passo veio a permitir a criação de outras, apesar de poucas, organizações de CR, também estruturadas como fundos de investimentos fechados.

No mesmo ano, assistiu-se a outro marco relevante, que foi o desenvolvimento de *Venture Capital Limited Partnerships*, sendo a primeira parceria formada por Draper Gaither e Anderson. É de se realçar que o impacto do surgimento dessas parcerias foi de tal forma significativo que possibilitou transcender o seu crescimento de 40% em 1980, para 81% em 1992⁶⁰.

Com isto, os investidores em CR começaram a aumentar as respectivas taxas de investimento e a focar no setor da tecnologia, saúde, e em empresas com grande potencial da Califórnia e Massachussets. Contudo, esta atitude, acabou por implicar que os retornos na indústria do CR diminuíssem, devido ao excesso de investimento e entrada de muitos investidores inexperientes. Mais tarde, a saída daqueles, associada ao robusto mercado dos *IPO*, levou com que, gradualmente, houvesse, novamente, um incremento dos retornos⁶¹.

Outro contributo relevante para o crescimento desta indústria prende-se com o *Revenue Act* (1978), que estipulou que as pessoas singulares que investissem em *Private Equity* estariam isentos de pagamento de impostos sobre os ganhos obtidos naquele setor⁶². Ainda nesta senda, revestiu de grande importância a alteração à regra de “*Prudent Man*” em 1979, que regia os investimentos em fundos de pensões. Antes da referida alteração, a *Employee Retirement Income Act (“ERISA”)*⁶³ proibiu que os fundos de pensões fizessem vultosos investimentos em CR ou demais classes de ativos de alto risco.

⁵⁸ São as chamadas *Small Business Investment Companies* (SBICs).

⁵⁹ Disponível em

https://www.sba.gov/sites/default/files/Small%20Business%20Investment%20Act%20of%201958_0.pdf

⁶⁰ *Idem*, p. 10.

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, 2.^a Ed., Academic Press, 2018, p. 111.

⁶³ Josh, Lerner, Felda Hardymon e Ann Leamon, *Venture Capital & Private Equity: A casebook*, 4.^a Ed., Estados Unidos da América, John Wiley & Sons, Inc, 2009, p. 2 e seguintes.

Mais tarde, veio então a permitir-se o investimento em CR por parte dos administradores de fundos de pensões⁶⁴. Esta mudança foi de tal forma impactante, que permitiu aumentar a entrada de recursos para os FCR, bem como o surgimento durante esses anos, de numerosos fundos especializados, tendo como principais áreas de atuação *Leveraged Buy-outs*, transações *mezzanine*⁶⁵, entre outras⁶⁶.

3. Conceito e caracterização do Capital de Risco

O CR consiste na subscrição ou aquisição de participações sociais em empresas de setores do mercado altamente competitivos e vocacionados para projetos inovadores⁶⁷, que evidenciam potencialidades de sucesso, mas que têm dificuldades em obter financiamento bancário ou pelo mercado de capitais. Ora, a referida aquisição tem como contrapartida o fornecimento de capital, concomitantemente ou não, com uma aportação ao nível da gestão, de modo a criar valor na empresa participada e, consequentemente, gerar grandes ganhos⁶⁸ numa fase posterior, com a venda.

Desmistificado as terminologias associadas ao conceito de CR, cumpre-nos, neste ponto, sistematizar as características transversais às referidas terminologias. No entanto, não podemos deixar de realçar que, de todos os aspetos do CR, parece-nos incontornável que a espinha dorsal desta operação, repousa, fundamentalmente, em dois aspetos: (i) no facto do CR ser uma fonte de financiamento⁶⁹; (ii) no facto de ser uma operação de investimento efetivada por uma ECR.

Constata-se que é transversal nas diversas operações, que o CR tem como destinatário as empresas. Fruto das suas necessidades de financiamento, que se prendem fundamentalmente com dificuldades de tesouraria, de acesso ao crédito bancário⁷⁰ e ao

⁶⁴ Paul Gompers e Josh Lerner, *The Venture Capital...*, cit., p.7

⁶⁵ O financiamento *mezzanine* é uma forma de *junior debt*, sendo um instrumento híbrido de dívida e capital próprio, que dá ao credor o direito de converter a uma participação na empresa em caso de incumprimento. Geralmente, estes são pagos depois de os credores seniores e, por isso mesmo, tem um retorno superior, para remunerar o incremento do risco.

⁶⁶ Josh, Lerner, Felda Hardyman e Ann Leamon, *Venture Capital...*, cit., p. 2 e seguintes.

⁶⁷ Paulo Caetano, *Capital de...*, cit., p.14; Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados...*, cit., p. 433.

⁶⁸ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 3.

⁶⁹ É vista como uma alternativa a outras fontes de financiamento, como o empréstimo bancário ou IPO, para as empresas que recebem o financiamento.

⁷⁰ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Ed., Coimbra, Almedina, 2018, p. 71.

mercado de bolsa⁷¹, cria-se espaço para o desenvolvimento desta operação de financiamento, com o objetivo de posteriormente retirar-se proveito das suas valorizações no mercado⁷².

De acordo com ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, este investimento pode ser utilizado tanto em empresas em fase de instalação e desenvolvimento, como em empresas já instaladas, mas em fase de reestruturação⁷³ económica, da governança e recuperação financeira⁷⁴. Sendo que, em ambos os casos, os projetos são financiados por investidores especializados através da subscrição de participações sociais⁷⁵. Posto isto, constata-se que a dimensão da sociedade *target*, não constitui assim, elemento tipológico na caracterização desta operação⁷⁶.

Ora, as empresas financiadas, através da aquisição de instrumentos de capital próprio⁷⁷ e de capital alheio⁷⁸, ficam sujeitas a uma aportação não só de capital, mas também de *know-how*, tradicionalmente por um período limitado, que é acordado *ab initio*

⁷¹ Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005, p. 433.

⁷² Paulo Câmara, “O novo regime jurídico do capital de risco...”, *cit.*, p. 40.

⁷³ Entende-se que as reestruturações empresariais visam adequar a estrutura de capital da empresa ao seu ciclo de vida, conforme António Rocha Mendes, *IRC e as Reorganizações Empresariais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2016, p. 126.

⁷⁴ Sobre isto, também pronunciou Pedro Pais de Vasconcelos, ao considerar que o investimento em *Private Equity* pode, de igual modo, ser utilizado na recuperação de empresas em dificuldades (*distressed business*) ou de créditos malparados (*distressed credits ou Non Performing Loans*), sendo que este considera que estas são as situações mais típicas de modalidades mistas em Capital de Risco. Sobre isto *vide* Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, *cit.*, p. 159; Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, *cit.*, p. 83.

O investimento em empresas com dificuldades, apesar de não serem *targets* fáceis, podem tornar-se num negócio interessante, na medida em que acabam por ser menos onerosas, fruto da situação em que se encontram.

⁷⁵ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, *cit.*, p. 71.

⁷⁶ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, *cit.*, p. 936.

⁷⁷ Numa ótica contabilística o capital próprio é geralmente definido como “o valor residual dos ativos da entidade após dedução dos seus Passivos”, definição proposta por Isabel Costa Lourenço, Ana Isabel Morais e Ana Isabel Lopes, *Fundamentos de Contabilidade Financeira: Teoria e Casos*, 2.ª Ed., Lisboa, Edições Sílabo, 2018, p. 83-84. Numa ótica jurídica, que no entender de Ana Perestrelo de Oliveira não deve ser confundida com a contabilística, é geralmente definida como o meio de financiamento que tem origem “nos detentores do capital social e que, nessa medida, apresentam caráter definitivo, i.e, não são objeto de restituição, de tal maneira que não têm prazo, não obrigam a pagamentos regulares que possam gerar incumprimento e são reembolsados, sendo caso disso, apenas após pagos os restantes credores”, definição proposta por Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, *cit.*, p. 39. Tipicamente são: participações sociais, obrigações convertíveis em ações, prestações acessórias com conteúdo de capital próprio, entre outras.

⁷⁸ Os capitais alheios, “têm em princípio pagamentos regulares associados a um prazo de vencimento e são pagos com prioridade relativamente aos capitais próprios”, definição proposta por Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, *cit.*, p. 39. Tipicamente são suprimentos (embora quanto a estes é muitas vezes discutida a sua natureza híbrida), ações preferenciais remíveis, entre outras.

ou a *posteriori*. O objetivo é de, posteriormente, se vender as participações sociais adquiridas pelos investidores, por forma a reaver o valor investido, acrescido de lucros⁷⁹.

É neste sentido que, tradicionalmente, o investidor “entra para sair”⁸⁰, pois, em princípio, não pretende ficar definitivamente, nem adquirir a empresa *target*⁸¹, na medida em que a sua fonte de ganho reside na mais-valia que prevê com a venda das participações sociais⁸². É por isso que, o sucesso do investimento neste tipo de financiamento, depende do sucesso da empresa *target*, e isto, como é natural, acarreta riscos acrescidos, consoante a fase em que a empresa financiada se encontra⁸³. Portanto, o investidor ganha com este tipo de investimento, quando a sua intervenção direciona a empresa financiada para o sucesso, o que neste caso, representa uma situação de negócio *win win*. Conquanto, a intervenção do investidor (também associado a outros fatores), pode levar ao insucesso⁸⁴ e, conseqüentemente, a perdas significativas para ambas as partes. Isto é fundamental para que se perceba que, o CR tem subjacente esta componente do risco que, apesar de inerente ao mercado financeiro, difere, por exemplo, da concessão de crédito bancário, na medida em que as instituições de crédito têm, em princípio, o retorno do capital, enquanto que, os investidores neste setor não têm qualquer garantia deste retorno.

Por isso mesmo, a intervenção de quem investe, na larga maioria das vezes, não se limita a um mero fornecimento de capitais, mas também pode passar pela interferência na empresa *target*, assumindo uma posição no Conselho de Administração e fornecendo aconselhamento, dando estratégias, partilhando redes de contactos e *know-how* relativo à atividade e gestão de empresas⁸⁵. Vejamos que este posicionamento no Conselho de Administração reveste de extrema importância, uma vez que permite ao investidor ter o

⁷⁹ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p. 72.

⁸⁰ *Idem*, p. 160.

⁸¹ Este facto acaba por transmitir mais segurança aos acionistas/sócios para este tipo de financiamento, na medida em que deixam de temer, assim, a perda da sua empresa, conforme Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, cit., p. 159.

⁸² *Idem*, p. 160.

⁸³ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p. 72.

⁸⁴ Na generalidade dos casos, os investimentos em CR terminam numa situação de *win win*. Contudo, não se pode negar que nem sempre assim é. As causas para tal insucesso são variadas e, desde logo, podemos frisar que muitas delas prendem-se com comportamentos ilícitos nesta operação. São estes, por exemplo, a concorrência perversa, a predação, a canibalização, o oportunismo e a má gestão. Considerando que os administradores ou gerentes das sociedades financiadas, são juridicamente administradores/gestores como quaisquer outros. Como tal, respondem perante os poderes-deveres legalmente estatuídos no artigo 64.º do CSC, impondo que estes abstenham de ter atos que os beneficie, em detrimento do interesse social e que podem gerar o insucesso do financiamento. Para uma visão aprofundada sobre esta matéria vide Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, cit., p. 164-165.

⁸⁵ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p. 72.

controlo necessário para tentar assegurar os retornos pretendidos. Esta característica é indubitavelmente essencial, na medida em que, na ausência desta, a sua intervenção limitar-se-ia a entregar fundos, o que implicaria que todo o sucesso ou insucesso da empresa participada dependesse, exclusivamente, da capacidade de escolher investimentos⁸⁶.

O habitual e mais característico no CR é que haja uma aportação de capital e *know-how*, que se repercute na representação e participação na organização e reestruturação da empresa financiada (“*hands-on*”). Contudo, isto nem sempre acontece. Existem casos, que se reconduzem a situações atípicas, em que o investidor se limita a adquirir participações sociais na empresa *target*, sem envolver uma aportação ao nível da gestão (“*hands-off*”). Este último caso, geralmente acontece quando o investidor não adquire uma participação maioritária, pelo que, conseqüentemente, não terá uma intervenção na gestão. Por último, há ainda quem admita a existência de uma posição intermédia, entre *hands-on* e *hands-off*⁸⁷.

Posto isto, levanta-se a questão de perceber o porquê de uma empresa recorrer ao financiamento através do CR, submetendo-se a ter um terceiro na gestão. Ora, a resposta encontra-se fundamentalmente em quatro benefícios identificados⁸⁸. O primeiro diz respeito à reputação da empresa participada, obtida pelo facto do processo de triagem ser muito exigente, e se das várias empresas, a ECR optar por investir naquela e não em outra, com todos os riscos inerentes, é sinal da sua potencialidade que pode ser usada para promover a empresa participada. O segundo prende-se com o alargamento da rede de contactos, na medida em que a ECR pode fornecer uma rede muito forte de fornecedores, clientes, bancos, entre outros. O terceiro repercute-se na transferência de *know-how*, possibilitando a gestão do negócio, ou ainda atingir etapas mais complexas como um processo de fusão e aquisição. O quarto é concernente a benefícios financeiros, que melhora consideravelmente a posição da empresa⁸⁹.

Assim, se a empresa financiada carecer de pelo menos um desses benefícios, associada à falta de fundos, então definitivamente o CR deve ser uma opção⁹⁰. Se,

⁸⁶ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the...*, cit., p. 5

⁸⁷ Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados...*, cit., p. 433.

⁸⁸ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 6-7.

⁸⁹ *Ibidem*.

⁹⁰ *Ibidem*.

contrariamente a empresa não considerar nenhum destes benefícios, existem, como referimos, outras fontes de financiamento adequadas ao ciclo de vida em que a empresa *target* se encontra e que pode satisfazer as suas necessidades.

No plano técnico-jurídico, constata-se que nesta atividade de investimento, os investidores⁹¹, geralmente, subscrevem ou adquirem participações sociais em empresas não cotadas em bolsa⁹², mediante uma estrutura contratual (FCR) ou uma estrutura societária (SCR ou ICR). Isto significa que, feito tal investimento, a empresa participada não pode ser imediatamente negociada em bolsa⁹³, até porque, tipicamente esta operação não envolve a captação de fundos junto do público⁹⁴. Por isso, é frequente encontrarmos posições doutrinárias que apresentam as operações de CR como sendo antinómicas face às operações no mercado de valores mobiliários.

Ora, não estamos de acordo com tal posição. Desde logo porque a empresa financiada pode emitir valores mobiliários, como é o caso de ações ou de obrigações convertíveis em ações; pelo facto das UP dos FCR serem qualificadas como valores mobiliários⁹⁵; bem como pelo facto das empresas financiadas poderem envolver-se em operações de admissão ao mercado, na fase de desinvestimento⁹⁶. Neste sentido, também partilhamos da ideia de que “a relação entre financiamento no mercado mobiliário e o financiamento através de Capital de Risco é, nestes termos, basicamente complementar”⁹⁷.

Em suma, feito esta análise, constatámos algumas questões relevantes e transversais às modalidades do CR. Desde logo, a existência de uma empresa que carece de financiamento, sendo que este financiamento é obtido através da emissão de ações no mercado privado, que serão subscritas por ECR. Esta subscrição fará com que a ECR se torne acionista, mas também, na maioria dos casos, que participe na gestão da empresa

⁹¹ Este tipo de financiamento, em princípio, não é reservado ao público em geral. Por exemplo, em Portugal, de acordo com o RJCR, parece que se encontra reservado aos ICR, aos FCR e às SCR; Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados...*, cit., p.433.

⁹² Darryl J. Cooke, *Private Equity...*, cit., p. 1.

⁹³ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the...*, cit., p. 5.

⁹⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 937.

⁹⁵ Conforme artigo 1.º, n.º 1, alínea d) do CVM. Sobre este tema vide Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 944; Engrácia Antunes define as UP como sendo valores mobiliários representativos da posição jurídica do participante em fundos de investimentos, conforme José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.ª Ed., Coimbra, Almedina, 2018, p. 132.

⁹⁶ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 938.

⁹⁷ *Ibidem*.

participada⁴. Tradicionalmente, a ECR irá criar lucro para, posteriormente vender a sua participação social à uma outra entidade no mercado.

3.1. Modalidades

Uma vez percorrido sobre os meandros do conceito de CR, estamos em condições de analisar as diferentes modalidades provenientes desta operação. Esta pode assumir as mais variadas configurações, na medida em que se adapta às práticas do mercado, à autonomia privada das partes, à situação da empresa participada e do investidor, ao estágio de desenvolvimento da empresa, entre outros fatores. Realçamos ainda que, o ciclo de vida da empresa é relevante para, por um lado, perceber se esta pode usar o CR para satisfazer as suas necessidades e, por outro lado, para identificar as diferentes modalidades e aquela que melhor se adapta à sua realidade. Conquanto, é comum na doutrina a classificação das empresas *target*, de acordo com o seu ciclo de vida empresarial e, é com base nestas informações que o investidor geralmente baseia a sua decisão de investir.

De acordo com as fases de maturação do projeto financiado é costume falar-se em “capital de fase inicial”, “capital de desenvolvimento” e “capital de substituição”.

O “capital de fase inicial” abarca o “*early stage capital*”, que pode ser subdividido em “*seed capital*” e em “*start-up capital*”⁹⁸. O “*seed capital*” consiste no financiamento da investigação, avaliação ou desenvolvimento de ideias por forma a determinar a viabilidade do projeto⁹⁹. Enquanto que a “*start-up capital*” incide sobre empresas já existentes e a funcionar, mas cujo investimento é necessário para o marketing inicial e lançamentos dos produtos ou serviços em causa¹⁰⁰. Neste último, o dinheiro injetado é utilizado para comprar o que for necessário para o arranque da atividade¹⁰¹.

O “capital de desenvolvimento” visa o financiamento de crescimento e expansão, na medida em que se destina a empresas que já atingiram a maturidade, mas carecem de

⁹⁸ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p. 82.

⁹⁹ Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados...*, cit., p. 434; Paulo Caetano, *Capital de...*, cit., p. 18.

¹⁰⁰ *Ibidem*.

¹⁰¹ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 32.

capacidade para aumentar a sua produção, desenvolver técnicas de produção¹⁰² ou ainda, de expandir para novos mercados.

O “capital de substituição” atua em empresas já maduras, e por isso mesmo as necessidades são diferentes das outras fases. Por ser comum o aparecimento de problemas relacionados com o *corporate governance* ou *corporate finance*¹⁰³, esta fase permite que o investidor de uma empresa adquira parte ou totalidade das participações sociais de outros acionistas. Esta fase, engloba as diferentes situações de *Buy-outs* já mencionadas, como por exemplo, “*MBO*”, “*MBI*”, “*BIMBO*”, “*IBO*”, “*replacement equity*”, “*bridge financing*”, “*turnaround*”, e “*Public to Private*”. Sendo que, as três últimas relacionam-se fundamentalmente com o motivo do investimento, e não tanto com a fase do investimento¹⁰⁴.

Algumas modalidades de Capital de Risco:

- a) *Private Equity*- O investimento em *Private Equity* encontra-se caracterizado *supra* no ponto 2.
- b) *Venture Capital*- investimento em *Venture Capital* encontra-se caracterizado *supra* no ponto 2.
- c) *Leveraged Buy-out*- As operações de *Buy-outs* são geralmente utilizadas para a aquisição de empresas já maduras, com grande capacidade de gerar *cash-flow* e, implica mudanças no controlo da empresa *target*¹⁰⁵. Esta é uma sofisticada operação de aquisição de empresa, que se materializa com uma aportação mínima de meios financeiros por parte dos compradores e o máximo recurso ao financiamento alheio, obtido à custa dos fundos livres esperados no futuro e a produzir pela empresa a adquirir¹⁰⁶. Geralmente, quanto mais madura e estável a empresa *target*, maior a probabilidade da utilização de uma dívida significativa por parte dos financiadores para a aquisição desta¹⁰⁷.
- d) *Management Buy-out (MBO)* e *Management Buy-in (MBI)*- As operações de *MBO* consistem na aquisição do controlo da empresa participada através da

¹⁰² Paulo Caetano, *Capital de..., cit.*, p. 19.

¹⁰³ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and..., cit.*, p.34.

¹⁰⁴ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate..., cit.*, p. 83.

¹⁰⁵ Paulo Caetano, *Capital de..., cit.*, p 21.

¹⁰⁶ José Diogo Horta Osório, *Da Tomada de Controlo de Sociedades (TAKEOVERS) Por Leveraged Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 16- 17.

¹⁰⁷ Geoff Yates e Mike Hinchliffe, *A Pratical Guide to Private Equity Transactions*, Nova York, Cambridge University Press, 2010, p. 3-4.

própria administração ou pelos sócios minoritários¹⁰⁸. O *MBI* assemelha-se ao *MBO*, diferindo deste quanto ao facto de a equipa de gestores que pretende adquirir ser externa e, por isso mesmo, não se encontrando anteriormente envolvida na gestão da empresa *target*¹⁰⁹.

- e) *Buy-in Management Buy-out (BIMBO)*- Esta operação consiste na aquisição do controlo da sociedade *target*, pela própria administração ou pelos sócios minoritários, contudo auxiliados por uma equipa de gestores externos¹¹⁰.
- f) *Secondary Buy-outs*- Esta operação consiste na alienação de participações sociais da sociedade participada a uma outra instituição de capital de risco¹¹¹.
- g) *Bridge Financing*- Esta operação consiste em apoiar a transição da empresa participada para a cotação em mercado de bolsa¹¹².
- h) *Turnaround*- Esta operação direciona-se a empresas que já foram lucrativas, mas que passaram a ter menos lucros do que o custo de capital. E, por isso mesmo, tem como objetivo dar suporte financeiro a empresas em situação económico-financeira difícil, através de projetos de reestruturação económica e recuperação financeira¹¹³.
- i) *Public to Private (PtoP)*- Esta também é designada de “OPA de exclusão” e consiste na aquisição por parte de uma empresa da totalidade do capital de uma outra sociedade cotada em bolsa com o objetivo de a retirar do mercado¹¹⁴.

4. Os Intervenientes

Ao analisar os intervenientes na atividade do CR, deve-se, igualmente, perceber quais as estruturas societárias que se encontram em jogo.

¹⁰⁸ Paulo Caetano, *Capital de..., cit.*, p.19

¹⁰⁹ Geoff Yates e Mike Hinchliffe, *A Practical Guide to..., cit.*, p. 3.

¹¹⁰ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate..., cit.*, p. 83.

¹¹¹ Paulo Câmara, “O novo regime jurídico do capital de risco..., *cit.*, p. 41; Geoff Yates e Mike Hinchliffe, *A Practical Guide to..., cit.*, p. 5

¹¹² Paulo Caetano, *Capital de..., cit.*, p. 20.

¹¹³ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate..., cit.*, p. 84.

¹¹⁴ Paulo Caetano, *Capital de..., cit.*, p. 21.

Em Portugal, este investimento, desde a sua génese, tendencialmente, tem como tipo social as sociedades anónimas¹¹⁵ e a forma de sociedade unipessoal para os ICR. Entende PEDRO PAIS DE VASCONCELOS que esta escolha se justifica pelo facto de as participações sociais nas sociedades anónimas serem mais móveis e, conseqüentemente, facilitarem a entrada e saída de sócios¹¹⁶. Por este motivo, há quem defenda que não é frequente encontrarmos este investimento em sociedades por quotas ou em sociedades em comandita, sendo que, este último, muitas vezes, nem sequer é tido como uma estrutura jurídica apropriada para investimentos sofisticados como o CR. Esta ideia é fortemente justificada por motivos histórico-legislativos, pela falta de informação por parte dos comerciantes, entre outros fatores. No entanto, entendemos que esta visão não deve ser acatada, na medida em que, o facto de estas terem caído no esquecimento do legislador e de quem teoricamente deveria fazer uso destas, não as tornam pouco apetecíveis para este investimento. Pelo contrário, o facto de serem herdeiras da *commenda*¹¹⁷, e por isso mesmo, com características próximas à estrutura do CR, são várias as potencialidades económicas deste tipo societário para este investimento¹¹⁸. Vejamos que, os sócios comanditários correspondem aos sócios investidores, os tais capitalistas de risco que, nos termos do art. 465.º, n.º 1, do CSC não respondem pelas dívidas da sociedade, enquanto que os sócios comanditados respondem perante os credores sociais pelas dívidas da sociedade.

Quanto a este aspeto, não podemos deixar de realçar que é fortemente utilizado no ordenamento jurídico alemão, mas também nos E.U.A, através da figura das *Limited Partnerships* que funciona através de um acordo de parceria celebrado entre os investidores e as empresas, sendo que os investidores se tornam sócios comanditários do FCR, enquanto que a sociedade gestora se torna sócia comanditada.

¹¹⁵ Conforme o artigo 8.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 375/2002, de 28 de dezembro, e o artigo 11.º, n.º 1 do RJCR na sua redação atual.

¹¹⁶ Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, *cit.*, p. 162.

¹¹⁷ É entendimento maioritário que a sociedade em comandita tem origem na *commenda* praticada nas cidades mercantis italianas, no âmbito do comércio marítimo. Nos termos deste contrato de *commenda*, o *tractador* (Armador) recebia dinheiro ou bens do comendador contra a participação dos lucros da atividade marítima, conforme Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume VI, Coimbra, Almedina, 2013, p.1039.

¹¹⁸ Sobre as potencialidades económicas das sociedades em comandita por ações *vide* Miguel de Azevedo Moura, *Da Sociedade em Comandita por Ações: Doutrina Geral/ Clivagem em Especial*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011.

No ordenamento jurídico português, de acordo com o artigo 1.º, al. a) a e) do RJCR, estatui-se como instituições de Capital de Risco as SCR, os ICR, as SGFCR, as SICR e os FCR (incluindo os Fundos Europeus de Capital de Risco “EuVECA”). No entanto, dependendo do ordenamento jurídico em causa, a estrutura económica do CR, assim como a própria estrutura organizacional destes intervenientes podem variar. Por isso mesmo, a análise que se segue, não deve ser interpretada sem uma avaliação crítica, uma vez que esta qualificação depende da legislação em causa e da forma como os intervenientes do mercado interpretam a indústria e as oportunidades de crescimento que existem¹¹⁹.

Não obstante o explicitado, podemos realçar que, na maioria dos casos, este tipo de investimento envolve a sociedade participada, a Sociedade de Capital de Risco, o Fundo de Capital de Risco e os Investidores em Capital de Risco.

4.1. A sociedade participada (sociedade *target*) / Os Promotores

A sociedade participada, situa-se do lado da oferta da relação económica, e a sua qualificação depende fundamentalmente da fase do ciclo de vida em que se encontra. Contudo, de acordo com o conceito de CR adotado para o presente trabalho, podem ser pequenas e médias empresas em fase de instalação, com elevado potencial de crescimento, mas que se encontram em situação de dificuldade de tesouraria para desenvolvimento do seu projeto. Mas, também empresas maduras, já instaladas no mercado, viabilizáveis e com potencial de elevados rendimentos futuros, mas que se encontram em situação económica difícil. Portanto, em ambos os casos são sociedades que carecem de financiamento para o desenvolvimento ou continuidade da sua atividade, sendo que, geralmente, esta atividade situa-se num setor de mercado altamente competitivo e caracterizado pela inovação tecnológica¹²⁰.

¹¹⁹ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 110.

¹²⁰ Paulo Caetano, *Capital de...*, cit., p. 14.

4.2. As Sociedades de Capital de Risco (*Private Equity firms*)

As SCR assumem, ao lado dos FCR e ICR, grande importância no financiamento das sociedades participadas, apresentando ser uma das principais entidades desta atividade. Estas procuram investir, apoiando e promovendo o investimento e a inovação tecnológica¹²¹ de negócios que podem ser lançados com sucesso (Stefano Caselli, 2018), através da participação no capital social da sociedade *target*. Sendo que, como vimos, estas também têm como objeto acessório a assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial da sociedade participada.

As SCR podem investir diretamente na sociedade *target*, através de fundos próprios que são obtidos junto de instituições bancárias, fundos de pensões ou empresas ou, indiretamente, através da gestão de FCR.

4.3. Os Fundos de Capital de Risco (*Limited Partnerships*)

O que se tem observado na prática, é que existe uma tendência cada vez maior do financiamento em CR ser feito não com fundos próprios das SCR¹²², mas através da injeção de riquezas de um conjunto de investidores, com o objetivo de assegurarem um retorno através da valorização do portfólio da sociedade participada. E, é precisamente neste sentido que se afirma que os FCR têm tido um papel importante e crescente face à participação das SCR, uma vez que este investimento direto é significativamente mais reduzido¹²³.

¹²¹ *Idem*, p. 22.

¹²² António de Almeida Ferreira Soares, “Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 15, N.º 1, p. 237.

¹²³ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, *cit.*, p. 81.

Aliás, em Portugal, este investimento através das SCR é significativamente mais reduzido do que através dos FCR. Isto torna-se evidente no número de FCR, comparativamente ao das SCR (150, comparada com 52) - https://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa_nome_fcr.cfm; https://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa_scr.cfm (consult.12.11.2020).

Estes, têm uma duração determinada ou indeterminada e possuem um capital tendencialmente fixo, assemelhando-se a fundos de investimentos fechados¹²⁴.

Em Portugal, estes assumem a forma de patrimónios autónomos sem personalidade jurídica¹²⁵. Este princípio da autonomia patrimonial se repercute em duas vertentes: (i) por um lado, pelo facto do património dos FCR não responderem pelas dívidas dos participantes, da entidade gestora, da entidade comercializadora e de outros FCR; (ii) e, por outro lado, pelo facto de, pelas dívidas do fundo, apenas responderem o património do mesmo.

Nos E.U.A, os FCR têm na base a figura dos *Limited Partnerships*, cuja estrutura acionista é composta por *Limited Partners* (“LP”) e *General Partners* (“GP”)¹²⁶. Os LP são investidores, na maioria dos casos institucionais¹²⁷ como fundos de pensões, instituições financeiras e seguradoras, e investem cerca de 99% do capital do fundo, em troca de uma parte dos lucros do fundo, sendo o remanescente devido aos gestores¹²⁸. Estes, por terem responsabilidade limitada, não respondem pelas dívidas dos fundos que ultrapassam o montante por estes investido, sendo que, geralmente, procuram delimitar contratualmente esta responsabilidade¹²⁹. Esta responsabilidade limitada, também se repercute no facto de não participam na gestão do fundo, embora, muitas vezes, recebem relatórios sobre o seu progresso¹³⁰ e são chamados a analisar determinados investimentos. Importa ainda realçar que, nas *Limited Partnerships*, cada investidor deve ser um “investidor acreditado”, isto é, um investidor suficientemente capacitado para tomar decisões sobre investimentos sofisticados, sendo que, havendo investidores não acreditados deve-se usar a devida proteção legal para os mesmos¹³¹. Já os GP correspondem às entidades gestoras, cuja gestão e o funcionamento do fundo, bem como a formulação da política de investimento encontram-se exclusivamente ao seu cargo. No caso deste GP estar constituído sobre a forma de uma LP, neste caso, deverá ser o seu GP

¹²⁴ António de Almeida Ferreira Soares, “Breves notas...”, *cit.*, p. 237.

¹²⁵ Cf. Artigo 15.º, n.º 1 do RJCR.

¹²⁶ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, *cit.*, p. 112.

¹²⁷ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, *Venture Capital & the...*, *cit.*, p. 21.

¹²⁸ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, *cit.*, p. 112.

¹²⁹ Stephanie R. Breslow e Phyllis A. Schwartz, *Private Equity Funds: Formation and Operation*, Estados Unidos da América, Practising Law Institute, 2013, p.99.

¹³⁰ Rupert Pearce e Simon Barnes, *Raising Venture Capital*, Inglaterra, John Wiley & Sons (Wiley), 2006, p. 11.

¹³¹ Esta proteção é denominada de “*Protection of securities Act for common Investors*”, conforme Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, *cit.*, p.113.

a exercer as funções suprarreferidas no fundo¹³². Importa ainda realçar que, estes são totalmente responsáveis pelas dívidas e, pelo facto de a exposição ao risco ser muito elevada, estes tentam acautelar esta situação assinando um contrato de seguro que reduz consideravelmente este risco, mas que na prática tem um custo muito elevado¹³³.

Importa ainda realçar que esta parceria acima descrita é regulada por um documento negociado e assinado pelas partes, denominado *Limited Partnership agreement* (LPA)¹³⁴ que serve, essencialmente, para guiar o funcionamento do fundo e alinhar os interesses dos LP e dos GP. Segundo RYAN KANTOR, existem três pontos fulcrais que devem constar deste acordo: (i) as comissões de gestão e participação nos lucros; (ii) o governo do fundo e as situações de conflito de interesses; (iii) os deveres de informação¹³⁵.

O grande sucesso desta parceria de *Limited Partnerships* deve-se ao facto de esta ser de fácil gestão e de haver a possibilidade de beneficiar de isenção fiscal, desde que se encontrem reunidos determinados requisitos¹³⁶.

No Reino Unido, os FCR também se encontram estruturados como os *Limited Partnership* nos E.U.A. É esta a estrutura adotada pela maioria das instituições de Capital de Risco do Reino Unido¹³⁷ e que foi estabelecida pela *Limited Partnership Act de 1907*.

Quando falamos das *Limited Partnership* no Reino Unido, deve-se realçar a figura dos *Venture Capital Trusts*, uma vez que, os investimentos em CR efetuados por investidores individuais, com exceção de investimentos realizados por aqueles com elevado património líquido, são feitos principalmente através desses veículos cotados na Bolsa de Londres. Estes veículos possuem uma estrutura organizacional que se baseia num *trust*¹³⁸, onde os investidores depositam as suas riquezas pessoais neste veículo para investirem. Uma vez feita esta transferência, estes ficam incapacitados de influenciar na

¹³² Stephanie R. Breslow e Phyllis A. Schwartz, *Private Equity Funds: Formation and Operation*, Estados Unidos da América, Practising Law Institute, 2013, p.88.

¹³³ Rupert Pearce e Simon Barnes, *Raising Venture Capital...*, *cit.*, p. 11.

¹³⁴ *Ibidem*.

¹³⁵ Ryan Kantor e Ryan Sullivan, "A lawyers Guide: Valuation Issues in Private Equity Funds", SSRNEletronic Journal, 2012, p.3. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2408295 (Consul. 10/07/2020).

¹³⁶ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, *cit.*, p. 114.

¹³⁷ Geoff Yates e Mike Hinchliffe, *A Pratical Guide to...*, *cit.*, p.33.

¹³⁸ *Ibidem*.

tomada de decisões do *trust* ou dos gestores de *trustee* (neste caso, estes são os GP do fundo)¹³⁹.

4.4. Os Investidores em Capital de Risco (*Business Angels*)

Os *Business Angels*, cuja designação provém dos E.U.A, são investidores individuais que aplicam as suas riquezas diretamente no financiamento de empresas, sendo que, nos E.U.A, os ganhos gerados pelos seus investimentos em CR encontram-se isentos de tributação¹⁴⁰.

Segundo ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, estes apresentam essencialmente as seguintes características: (i) são pessoas singulares com elevado rendimento líquido; (ii) investem o seu próprio dinheiro; (iii) investem diretamente, ao contrário do que acontece com os gestores de fundos; (iv) assumem um papel ativo na empresa participada, despendendo tempo e experiência; (v) investem em empresas não cotadas; (vi) são movidos pelo ganho financeiro, mas também pelo prazer pessoal, sendo que alguns têm motivações altruístas¹⁴¹.

Esta mesma autora enquadra os *Business Angels* como parte integrante do setor informal do CR. Neste, por se acarretar um risco substancialmente mais elevado comparativamente aos investimentos tradicionais, o retorno esperado é também mais elevado¹⁴². Importa ainda realçar que, este setor tem sido considerado até mais importante do que as ditas fontes formais ou institucionais, uma vez que é capaz de investir na área designada de *equity gap*¹⁴³.

Por vezes, tendo em conta a diversidade de *Business Angels*, faz-se a seguinte distinção: (i) anjos ativos, que são os indivíduos que têm experiência em investimentos e que continuam a investir; (ii) anjos latentes, que são os indivíduos que investiram no

¹³⁹ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 120; Os *Trustee* são conjuntos de indivíduos que gerem a riqueza de *trust*.

¹⁴⁰ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 116.

¹⁴¹ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p. 73.

¹⁴² Ryan Kantor e Ryan Sullivan, "A lawyers Guide...", cit., p.5.

¹⁴³ Por exemplo, fornecendo capitais que os empresários não são capazes de captar por si, mas que se encontram abaixo dos níveis mínimos de financiamento dos ICR. É precisamente a esta diferença entre estas duas situações financeiras que se dá o nome de *equity gap*, conforme Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p. 73; Vera Lúcia Geraldês Alexandre, *Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, ISCTE-IUL, 2009, p. 81.

passado, mas não voltaram a investir nos últimos três anos; (iii) anjos virgens, que são os indivíduos que querem investir, mas que ainda não fizeram o primeiro investimento¹⁴⁴.

No ordenamento jurídico português, os ICR correspondem à figura dos *Business Angels*, introduzida pelo Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de novembro. Estes devem obrigatoriamente assumir a forma de sociedades unipessoais por quotas, de modo a evitar a mistura do património pessoal com os investimentos em CR, sendo o sócio único, obrigatoriamente, uma pessoa singular¹⁴⁵. Ora, a introdução desta figura no ordenamento jurídico português apresentou ser, indubitavelmente, uma iniciativa de se louvar. No entanto, quanto a esta, levanta-se algumas questões de aplicabilidade prática, que relevam ser aqui analisadas. Desde logo, o facto de, atualmente, o número de ICR registados não corresponder às expetativas aquando da sua criação, levantando dúvidas sobre o seu pleno acolhimento, bem como a sua relevância prática no mercado. Não podemos deixar de mencionar que consideramos a adoção da forma de sociedade unipessoal por quotas restritiva. Não nos parece que a obrigatoriedade de se constituírem sob a forma de sociedade unipessoal por quotas seja a mais apropriada e eficaz para o estímulo do investimento individual em CR¹⁴⁶. Vejamos que, nestes termos, apenas a título individual é que os ICR podem atuar, o que não se coaduna com prática do mercado, em que, estes, muitas vezes agrupam-se para avançarem com determinados projetos. Parece-nos que seria mais interessante se o legislador possibilitasse a organização em grupo (sem ser sob a forma de FCR ou SCR), como, por exemplo, acontece noutros ordenamentos jurídicos¹⁴⁷. Adicionalmente, como iremos ver *infra*, estatui-se que o investimento por parte do ICR é anónimo, no entanto, esta determinação fica frustrada na medida em que sendo estas constituídas sob a forma de sociedade unipessoal por quotas, é permitido o acesso à identidade deste através da consulta ao registo comercial.

¹⁴⁴ Veland Ramadani, “Business Angels - Who They Really Are?”, *Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance*, Vol. 18, n.º 7-8, p. 5, Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1300422 (Consult. 10/07/2020).

¹⁴⁵ Cf. Artigo 14.º, n.º 1 e 2 do RJCR.

¹⁴⁶ Esta também foi uma das principais críticas nas respostas à Consulta Pública da CMVM n.º 11/2006.

¹⁴⁷ Nos E.U.A, temos como exemplos de BA, os indivíduos financeiramente capacitados, as fundações, os centros de investigação, sociedades sem fins lucrativos, entre outros, conforme Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, *cit.*, p. 116.

5. Ciclo de investimento

O processo de investimento em CR, assume as mais variadas configurações práticas, baseadas num conjunto de atos jurídicos e materiais com vista à concretização das finalidades de financiamento¹⁴⁸.

Este processo varia de acordo com as circunstâncias nas quais a oportunidade de financiamento surgiu, bem como as condições de mercado predominantes no momento do financiamento. No entanto, não podemos deixar de destacar aquelas que, ao nosso ver, são as etapas transversais à maioria das operações de CR. Estas incluirão (i) Fase preparatória; (ii) Fase de negociação do quadro contratual associado ao investimento; (iii) Fase do desinvestimento (*exiting*)¹⁴⁹.

i. Fase preparatória

Esta fase traduz-se na captação de oportunidades de negócios. Esta captação é efetuada de forma diferente nos E.U.A e Reino Unido em relação ao mercado europeu. Nos primeiros casos estas oportunidades de investimento são identificadas pelo próprio empreendedor, enquanto que, no segundo a identificação de potenciais sociedades participadas é feita pelos investidores¹⁵⁰. Pelo exposto, a oportunidade de investimento é fruto de uma triagem efetuada tanto pela ECR, como pela própria sociedade participada aquando da procura de um investidor¹⁵¹.

Ainda nesta fase, é fundamental a preparação e análise do plano de negócio (*Business Plan*) que geralmente é feita pela empresa *target*, com a intervenção de uma empresa de consultoria¹⁵². Este é um documento que deve ser preparado minuciosamente, descrevendo a história da sociedade participada com base na análise *SWOT*, bem como as estratégias de gestão e demais concretos atos necessários para atingir os objetivos da sociedade *target*¹⁵³. A apresentação dos meandros da estratégia, acaba por permitir que

¹⁴⁸ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 936.

¹⁴⁹ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 937.

¹⁵⁰ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 241.

¹⁵¹ Maria do Carmo Castro Correia e Manuel José da Rocha Armada, "Sobre a identificação dos fatores de seleção, das formas de intervenção e o contributo das sociedades de capital de risco em Portugal", *Ayala Calvo, J.C. y grupo de investigación FEDRA, 2007*, p. 975- 988.

¹⁵² Tom Mckaskill, *Raising Angel & Venture...*, cit., p. 87.

¹⁵³ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 242 - 243.

os investidores¹⁵⁴ tenham uma melhor percepção dos potenciais retornos do investimento. Por esse motivo, é fulcral que este plano seja bem negociado pelas partes antes do *closing*.

ii. Fase de negociação do quadro contratual associado ao investimento

Com base no analisado até ao presente ponto, o investimento em CR é uma operação que se tem tornado cada vez mais complexa ao longo dos anos, por diversas razões. Desde logo, podemos apontar o impacto fiscal, o elevado nível de alavancagem na transação, o tipo de participação que o investidor pretende ter na sociedade participada, entre outras. Consta-se que, este quadro contratual visa, mormente, a estipulação da forma, dos prazos e as demais condições desta relação entre a ECR e a sociedade participada¹⁵⁵. Pelo exposto, este processo de investimento necessita de uma estrutura alicerçada numa intensa produção documental que possa acomodar todas estas questões que surgem nesta operação.

Na fase pré- investimento, é comum haver a celebração de um acordo de confidencialidade, também denominado de *non disclosure agreement*. Tendo em conta que a maior parte das empresas têm um conjunto de informações e matérias sensíveis, com valor patrimonial, que não se encontram acessíveis à concorrência, estes têm interesse em proteger tais informações através deste acordo. A regra é que tudo o que se transmite ao abrigo do potencial negócio é confidencial, e só deve ser utilizada para melhor compreensão e valorização da transação em causa. Importa ainda frisar que a obrigação de o potencial comprador devolver ou destruir informações confidenciais é uma cláusula fundamental, na medida em que o acesso a tais informações só compromete a negociação, caso aquele não siga em frente com a decisão de investimento¹⁵⁶.

É frequente ainda a celebração de acordos de exclusividade, onde os investidores e os empreendedores, comprometem-se durante um determinado tempo e sob determinadas condições, a negociarem apenas entre eles, isto é, ficando obrigados a não negociar com qualquer outra entidade¹⁵⁷. Este acordo de certa forma, permite tranquilizar

¹⁵⁴ Não apenas os investidores, mas também o Conselho de Administração (*Board of Directors*), e as instituições financeiras como os bancos, principalmente quando falamos de investimentos em empresas maduras e relativamente a contratos de financiamento, conforme defende Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 243.

¹⁵⁵ Frederico Fayad Nascimento, *O Capital de Risco e as...*, cit., p. 39.

¹⁵⁶ *Idem*, p. 110.

¹⁵⁷ *Idem*, p. 32.

o investidor que sabe que pode despende tempo e recursos financeiros naquele negócio, uma vez que há exclusividade na negociação.

Acessoriamente, também integra a rotina das operações em CR, desde uma fase inicial a carta de intenções também designada de *letter of intent*, *Heads of agreement* ou *Memorandum of Understanding*, que também é um instrumento preliminar e acessório ao contrato de *Private Equity*. Este documento visa fundamentalmente estabelecer pactos já num estágio inicial, procurando, de certa forma, tranquilizar a contraparte de que o tempo e os custos incorridos com a transação serão justificados¹⁵⁸. Geralmente, as disposições constantes desta carta não são vinculativas e, por isso mesmo, é comum que as partes estipulem determinadas cláusulas que são vinculativas para ambas ou apenas uma das partes¹⁵⁹.

Ainda nesta fase, pode dar-se a celebração de *side letters*, que são documentos, frequentemente utilizados para regular questões não abordadas no contrato principal, mormente, porque as partes não pretendem que estas estejam acessíveis a terceiros. Apesar do supradito, estes acordos são válidos, só não são publicitados ou publicitáveis.

Em princípio, o acordo de confidencialidade, o acordo de exclusividade, a *letter of intent*, entre outros documentos acessórios, são celebrados antes da condução do processo de *due diligence* (“DD”)¹⁶⁰. Este último consiste numa extensa auditoria à sociedade participada, que pode ser realizada por ambas as partes, com o objetivo de analisar se a oportunidade de investimento se encontra em consonância com as expectativas da ECR, procurando desta forma mitigar os riscos do negócio. É neste sentido que, a informação adquirida neste processo tem um peso significativo na tomada de decisão de investimento. Esta DD, na maior parte das vezes, debruça-se sobre aspetos fiscais, financeiros, jurídicos, regulatórios e comerciais¹⁶¹.

Uma vez realizada a DD que, a *priori*, permite à ECR definir o modelo financeiro que irá suportar o investimento, avança-se para a fase de investimento. Nesta, o contrato de *Private Equity* e o acordo parassocial¹⁶² apresentam ser as principais fontes de

¹⁵⁸ Geoff Yates e Mike Hinchliffe, *A Practical Guide to...*, cit., p. 30.

¹⁵⁹ *Idem*, p. 31.

¹⁶⁰ *Idem*, p. 109

¹⁶¹ *Idem*, p. 22 - 23.

¹⁶² No ordenamento jurídico português, há quem também faça referência ao contrato de transmissão ou subscrição de participações sociais. É indubitável a necessidade desta referência, no sentido em que, de certa forma, existe a transmissão da empresa participada e a necessária distribuição da titularidade das

vinculação que reúnem e reequilibram a vontade e os interesses das partes. A dinâmica desta operação tem demonstrado que, devido à complementaridade das temáticas abordadas nos documentos acima aludidos, é comum a contemplação de ambos num único instrumento contratual¹⁶³. Para além das aludidas fontes contratuais, importa igualmente realçar a necessidade efetivar a alteração ao contrato de sociedade.

Ainda nesta senda, cumpre frisar que, no ordenamento jurídico português o artigo 3.º do CCom., bem como o próprio CC, desempenham um papel fulcral na análise e execução do contrato de *Private Equity*. Conquanto, não se pode olvidar da importância da jurisdição dos E.U.A e do Reino Unido no quadro legal dos negócios transfronteiriços, sendo que, muitas vezes, as partes escolhem uma lei diferente para os documentos de transação, sem prejuízo da proteção que têm do Direito Civil¹⁶⁴.

Uma vez que estes documentos representam a formalização da vontade das partes, não podemos deixar de realçar a relevância do princípio da autonomia privada para a regulação desta relação contratual. Este princípio tem a sua dimensão mais decalcada na liberdade contratual¹⁶⁵, reconhecendo às partes a possibilidade de autorregulamentação dos seus interesses e, para o caso concreto, a liberdade de modelação do conteúdo contratual, através de contratos diversos dos expressamente tipificados na lei¹⁶⁶. Este realce vem a propósito da putativa problemática da parcial regulação desta transação, no sentido em que não existem normas que regem, de forma cabal tal relação. Contudo, na nossa opinião, esta superficial regulamentação, não deverá ser encarada como uma problemática. Esta acaba por reforçar a possibilidade de os intervenientes autorregulamentarem a relação contratual de acordo com os seus interesses e objetivos. É precisamente devido ao papel da autonomia privada, permitindo criar acordos que regem o investimento, a partilha dos custos associados, a redução de assimetrias de informação, que o mercado do CR dos E.U.A é uma indústria de grande êxito¹⁶⁷.

participações com a entrada dos novos acionistas/sócios. Contudo, por esta operação compreender mais do que uma mera transmissão de participações sociais, a limitação apenas a este instrumento contratual apresenta ser insuficiente.

¹⁶³ Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, *cit.*, p. 168 - 169.

¹⁶⁴ Conforme André Luiz Gomes, Catarina Correia da Silva e Vera Figueiredo, “Fundraising- Portugal”, in Stephen L. Ritchie (Ed.), *The Private Equity Review*, 9.ª Ed., United Kingdom, Law Business Research Ltd, 2020, p. 438.

¹⁶⁵ Conforme o artigo 405.º do CC Português.

¹⁶⁶ Carlos Alberto da Mota Pinto, António Pinto Monteiro, Paulo Mota Pinto, *Teoria Geral do Direito Privado*, 4.ª Ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2005, p. 102 -113.

¹⁶⁷ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, *cit.*, p. 77.

Por fim, cumpre-nos ainda realçar que, tendo em conta a complexidade destes contratos, cuja área transcende a dimensão meramente jurídica e, considerando que nem todos os magistrados judiciais estão munidos de conhecimentos das áreas não jurídicas, é usual a estipulação de uma cláusula compromissória. Esta é relevante, na medida em que, por ser autónoma relativamente ao contrato de *Private Equity*, mesmo que este seja considerado inválido, a cláusula compromissória não será¹⁶⁸, permitindo, deste modo, que as partes recorram ao respetivo Tribunal Arbitral para a resolução de eventuais litígios.

iii. Fase do desinvestimento (*Exiting*)

De acordo com o que foi dito *supra*, o investimento em CR tem, em princípio, natureza temporária¹⁶⁹. A ideia subjacente a esta operação traduz-se na venda das participações sociais da sociedade participada aos sócios, gerentes, administradores ou terceiros¹⁷⁰ a fim de receber mais-valias capazes de compensar o investimento realizado. Esta venda pode ser acordada *ab initio* ou *a posteriori*¹⁷¹. Há quem entenda que a regulação de uma estratégia de saída *ab initio* constitui um incentivo às ECR, uma vez que se traduz numa oportunidade de aumentar os poderes com o aproximar do momento do desinvestimento¹⁷². Não obstante a vantagem de regular esta estratégia de desinvestimento numa fase inicial, o momento exato da saída dificilmente será determinada *ex ante*, na medida em que depende de diversos fatores internos (como por exemplo, a inviabilidade da continuidade do negócio) e/ou fatores externos (como uma recessão global)¹⁷³.

No presente trabalho, não podemos deixar de mencionar algumas estratégias típicas de saídas no âmbito desta operação.

- a) A *trade sale*- consiste na venda das participações sociais a um investidor estratégico. Esta estratégia, baseia-se na relação comercial existente entre o investidor, a sociedade participada e o comprador¹⁷⁴. Este último geralmente é uma pessoa conhecedora do negócio da sociedade *target*,

¹⁶⁸ No ordenamento jurídico português encontra-se regulado no artigo 18.º, n.º 2 e n.º 3 da Lei n.º 63/2011, de 14 de dezembro (Lei da Arbitragem Voluntária).

¹⁶⁹ Tom Mckaskill *Invest to Exit: A pragmatic strategy for angel and venture capital investors*, Melbourne, Breakthrough Publications, 2009, p. 1.

¹⁷⁰ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p.72.

¹⁷¹ *Ibidem*.

¹⁷² Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 215.

¹⁷³ *Idem* p. 215-216.

¹⁷⁴ *Idem*, p. 218.

atuando também no mesmo setor de negócios, sendo comum que esta estratégia se encontre estipulada no respetivo plano de negócios¹⁷⁵. No caso de o comprador não pertencer ao mesmo setor, as motivações que podem estar na base desta aquisição prendem-se com a necessidade de diversificar o negócio¹⁷⁶. Importa realçar que podem ainda ser identificadas os seguintes tipos de *trade sale*: i) a entrada do comprador como acionista minoritário com o objetivo de desenvolver uma aliança com a participada ou apresentando uma oferta de compra aos acionistas majoritários; ii) o comprador torna-se acionista majoritário com vista à consolidação do negócio.

- b) O *Buyback*- este, à semelhança do *trade sale*, consiste numa venda das participações sociais, contudo aos próprios empreendedores da sociedade *target*. Esta estratégia de saída ocorre quando os empreendedores da sociedade participada tencionam voltar a ter o controlo da sociedade, obtendo a maioria das participações sociais, com vista ao desenvolvimento do negócio que tão bem conhecem¹⁷⁷. Assim, esta estratégia geralmente é negociada e acordada *ex ante* pelas partes¹⁷⁸, sendo comum o assentimento de uma cláusula de *call option* (quando falamos na perspetiva da recompra por parte do empreendedor) ou de uma *put option* (quando falamos da perspetiva da venda por parte da ECR). Importa ainda frisar que o sucesso desta estratégia depende fortemente da liquidez do empreendedor, visto que é necessário que este esteja capacitado de suficiente capital para efetuar a recompra da participação social¹⁷⁹.
- c) O *IPO*- consiste na estratégia de saída pela qual o investidor oferece e vende as participações sociais em bolsa de valores, isto é, ao público em geral. Estrategicamente o investidor pode optar por regular esta saída *ex ante*, sendo que a respetiva venda pode ocorrer antes ou depois do *IPO*. Importa ainda frisar que esta venda pode verificar-se desde que a sociedade participada cumpra os requisitos estatuídos. Contudo, por ser

¹⁷⁵ *Ibidem*.

¹⁷⁶ Tom Mckaskill, *Raising Angel & Venture...*, cit., p.79.

¹⁷⁷ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 219.

¹⁷⁸ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate...*, cit., p.72.

¹⁷⁹ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 219.

muito complexa e onerosa, é rara a sua aplicação em sede de uma operação de Capital de Risco¹⁸⁰.

- d) O *Write-Off* consiste numa estratégia de saída, em virtude da inviabilidade da continuidade do negócio como consequência da desvalorização total ou parcial da participação. Esta é uma decisão que geralmente é tomada quando se constata que a sociedade já não tem capacidade de gerar lucros no futuro, que os ativos da empresa podem ser vendidos com resultados satisfatórios no mercado, e que o impacto social e as consequências negativas para o investidor são insignificantes. Geralmente existe um pedido de insolvência requerido pelo investidor, do qual, fruto deste processo, poderá eventualmente, receber uma quantia¹⁸¹.
- e) A venda em secundário (*secondary sale*) consiste na venda das participações sociais a uma outra ECR (Investidor), e é uma estratégia muito utilizada aquando da transição de uma fase do ciclo de vida da sociedade participada para outra. Nestas situações o comprador pretende adquirir as participações sociais a um preço mais baixo possível, de forma a maximizar os ganhos, enquanto que, do outro lado da relação económica, o vendedor, pelo mesmo motivo pretende vender a um preço mais elevado¹⁸².

6. Capital de Risco e Financiamento Bancário

A procura pelo financiamento externo é uma necessidade constante quando falamos da realidade das empresas que, para se manterem competitivas, são obrigadas a ajustarem-se constantemente no mercado onde operam, através da realização de investimentos. Esta necessidade tem agravado ao longo dos anos, precisamente, devido aos tempos em que vivemos, fortemente impulsionada pela internacionalização do capital e da concorrência empresarial a nível global¹⁸³. No que concerne às *start-ups*, importa ter sempre em consideração que, por terem como foco primordial o crescimento e não a

¹⁸⁰ *Idem*, p. 221 e 222.

¹⁸¹ Stefano Caselli e Giulia Negri, *Private Equity and...*, cit., p. 220.

¹⁸² *Ibidem*.

¹⁸³ António Rocha Mendes, *IRC e as Reorganizações...*, cit., p. 124.

lucratividade, dependem, indubitavelmente, da concessão de financiamento para ancorar o seu crescimento ou desenvolvimento das suas atividades¹⁸⁴. Relativamente às empresas já instaladas, mas que enfrentam dificuldades, o financiamento vem permitir a sua revitalização e continuidade do negócio¹⁸⁵.

Contudo, não se pode descurar que, apesar de existir uma multiplicidade de fontes de financiamento, no que concerne à realidade das *start-ups* existe uma lacuna que reside no facto de estas carecerem de ativos tangíveis suficientes e apresentarem dificuldades de tesouraria. Neste sentido, dificilmente têm acesso ao financiamento por meio do sistema bancário (*bank-based system*), simplesmente por não estar disponível, ou estando, acaba por implicar a aceitação de condições onerosas¹⁸⁶. Há quem entenda que esta lacuna de financiamento resulta de uma falha de liquidez, mas que também corresponde a uma falha de mercado¹⁸⁷.

É certo que o financiamento bancário continua a ser a principal forma de financiamento externo para as empresas em geral¹⁸⁸, principalmente quando comparada com a opção de a empresa entrar na bolsa de valores, uma vez que esta opção acarreta custos elevados.

Nas condições de atribuição de financiamento bancário a avaliação da solvabilidade da empresa, desempenha um papel fulcral. Esta avaliação geralmente é feita por uma agência de *rating* ou notação financeira ou ainda pelo próprio banco. Naturalmente que, quanto pior o *rating*, maiores os juros e mais restritas as condições de financiamento¹⁸⁹ sendo que, são através destes fatores que as partes avaliam se estão dispostos a contratar.

¹⁸⁴ António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte, *FinTech II- Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira*, Coimbra, Almedina, 2019, p. 257

¹⁸⁵ Leonildo João Lourenço Manuel, Jacinto Domingos Manuel e Daniela Naulila de Almeida Simão, *Escritos sobre.... cit.*, p.140.

¹⁸⁶ Ana Isabel Vieira, "Conflitos de interesses e capital de risco", *Revista de Direito Civil*, Ano II (2017), n.º 4, p.1025.

¹⁸⁷ António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte, *FinTech II..., cit.*, p. 258.

¹⁸⁸ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate..., cit.*, p.124.

¹⁸⁹ *Idem*, p.125; Nestes casos é possível a transferência do controlo da empresa para o banco, através da estipulação de *covenants* positivos que obrigam a empresa a tomar determinadas medidas para proteger o banco, ou *covenants* negativos que acabam por restringir a liberdade para tomar medidas suscetíveis de lesar o banco, conforme Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate..., cit.*, p.121 – 122.

O financiamento das *start-ups* por ocorrer numa situação de risco relativamente elevado e de bancos serem avessos a este¹⁹⁰, associado a outras questões, como os escândalos que temos assistido neste setor, gerando de certa forma alguma desconfiança¹⁹¹, faz-nos crer que o quadro económico já não é o mesmo.

É urgente colmatar esta falha no financiamento destas empresas e encontrar uma forma alternativa de as financiar. Tem sido bem aceite que o financiamento através do CR acaba por estimular o empreendedorismo e o crescimento dessas empresas¹⁹², mormente porque estas procuram muito mais do que apenas apoio financeiro.

O CR apresenta-se como uma solução de financiamento precisamente por ter como característica a capacidade de monitorização por parte da ECR. É principalmente neste relacionamento entre a ECR e a empresa participada que reside a diferença com o financiamento bancário. Mais do que mera financiadora, esta apresenta ser parceira da sociedade participada, prestando serviços de assistência técnica, de organização, racionalização da sua atividade e disponibiliza uma rede de contactos que permite a esta sociedade crescer e desenvolver. Ademais, este financiamento é dividido por várias etapas, consoante a necessidade da empresa participada, contrariamente ao financiamento bancário.

Posto isto, aquando da possibilidade pelo financiamento por endividamento ou por CR é preciso ponderar todos esses fatores acima aludidos, não obstante a necessidade de uma análise aprofundada do financiamento bancário, uma vez que esta não foi feita aqui por implicar um estudo que não é o cerne do presente trabalho. Neste, limitamo-nos a chamar a atenção para alguns aspetos que consideramos particularmente relevantes aquando do confronto com o CR.

III- Análise dos aspetos específicos do Regime Jurídico Português e Cabo-verdiano

¹⁹⁰ António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte, *FinTech II...*, *cit.*, p. 261.

¹⁹¹ Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista...”, *cit.*, p. 157.

¹⁹²Rebel Cole, Douglas Cumming e Dan Li, “Do Banks or VCs spur small firm Growth?”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 41, p. 2 e 23.

1. Elemento subjetivo

Em Portugal, o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (doravante, RGOIC)¹⁹³, estabelece no artigo 1.º, n.º 2, al. a) que, os organismos de investimento em capital de risco, regem-se por legislação especial. Atualmente o principal diploma que regula a atividade de CR no ordenamento jurídico português encontra-se previsto na Lei n.º 18/2015, de 4 de março, conforme alterada (doravante, RJCR ou Lei)¹⁹⁴. Adicionalmente, a nível nacional, é de extrema importância o Regulamento da CMVM n.º 3/2015, que revê o regime regulamentar aplicável ao CR¹⁹⁵, e desenvolve o RJCR, Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado. Por conseguinte, a análise que se segue deve ter em conta o percurso legislativo nacional e europeu que muito tem feito para uniformizar e simplificar o regime do CR na realidade portuguesa. Importa ainda salientar que, a referida Lei não se cinge à mera regulação do investimento em CR, mas acaba por alargar o seu âmbito ao empreendedorismo social e ao investimento especializado. Contudo, a natureza do presente trabalho, leva-nos a delimitar tal análise apenas na parte relativa ao investimento em CR.

Aproveita-se o ensejo para reforçar que, fruto da evidente relação entre o RJCR e o RGOIC, é necessária uma análise paralela com este, para o qual se remete em várias disposições.

Ora, é na referida lei especial que encontramos quais as entidades que fazem parte da atividade de CR. Para tal, torna-se pertinente, antes de mais, descortinar a inovação introduzida por este diploma, que se prende basicamente com a criação de dois regimes legais distintos, adotando dois novos tipos de ECR (as SGFCR e as SICR). Desde logo, cumpre-nos referir que a introdução destas novas figuras, possibilitou uma maior diversificação e especialização de tipos de ECR, permitindo que Portugal seja uma jurisdição mais atrativa e, conseqüentemente, mais competitiva¹⁹⁶.

¹⁹³ Aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, alterado pela última vez pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto.

¹⁹⁴ Esta Lei é fortemente influenciada pela transposição da AIFMD - Diretiva n.º 2011/61/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho e, assegurando de igual modo no ordenamento jurídico português, a execução do Regulamento (UE) n.º 345/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril, relativo aos fundos europeus de capital de risco.

¹⁹⁵ Revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

¹⁹⁶ André Luiz Gomes, Catarina Correia da Silva e Vera Figueiredo, “*Fundraising...*, cit., p. 190.

Assim sendo, estabelece-se um regime legal simplificado (que não cabe dentro do âmbito de aplicação da AIFMD), para as entidades gestoras cujos ativos sob gestão não sejam superiores a € 100 000 000, ou a € 500 000 000, se recorrem ou não ao efeito de alavancagem¹⁹⁷. Neste caso, as entidades gestoras ao abrigo deste regime, pela possibilidade de usufruírem de alguns direitos concedidos pela AIFMD, como por exemplo, o acesso ao passaporte europeu¹⁹⁸, podem requerer a autorização, nos termos do regime qualificado, para exercer a atividade enquanto entidade gestora ao abrigo da AIFMD¹⁹⁹.

As ECR que fazem parte do regime simplificado, são as SCR, os FCR e os ICR. Pelo facto de já termos feito a análise daquelas no ponto 4 do presente trabalho, não iremos aprofundar aqui.

Por outro lado, estabelece-se um regime legal qualificado, que cabe dentro do âmbito da AIFMD, para as entidades gestoras cujos ativos sob gestão sejam superiores a € 100 000 000, ou a € 500 000 000, consoante recorram ou não ao efeito de alavancagem. Este regime qualificado é imperativo para as entidades que ultrapassem os limiares estabelecidos no artigo 6.º, n.º 2 do RJCR, isto é, as SGFCR, os FCR geridos por estas entidades e as SICR²⁰⁰.

As SGFCR são sociedades anónimas, constituídas com um capital social mínimo de € 125 000²⁰¹. Estas exercem as atividades atribuídas às entidades gestoras relativamente aos fundos de investimento alternativo especializado, aos OIAE, aos FCR que ultrapassem os limiares supramencionados, às SICR, aos OICR, aos ELTIF, aos EuVECA e aos EuSEF²⁰². Tendo em conta que têm como objeto principal a gestão das entidades referidas²⁰³, estas não se encontram autorizadas a possuir portfólio de investimento diretamente e, por isso, encontram-se enquadradas num regime mais exigente, com requisitos mais apertados no que toca às condições de acesso, organização

¹⁹⁷ Cf. Artigo 6.º, n.º 2 do RJCR.

¹⁹⁸ A aquisição do “regime de passaporte” traz consigo vantagens, mormente pela possibilidade das entidades gestoras, autorizadas pelo supervisor de um Estado-Membro, exercerem a sua atividade em qualquer outro Estado-Membro. Esta atividade pode ser exercida mediante o estabelecimento de uma sucursal ou ao abrigo da liberdade da prestação de serviços (cf. Considerando 41 da AIFMD; artigo 110.º do RGOIC *ex vi* do artigo 65.º, n.º 2 do RJCR).

¹⁹⁹ Cf. Artigo 7.º, n.º 17 do RJCR.

²⁰⁰ Cf. Artigo 44.º, n.º 1 do RJCR

²⁰¹ Cf. Artigo 46.º, n.º 1 do RJCR

²⁰² É o que resulta da leitura conjugada dos artigos 5.º, n.º 5, al. d; 5.º-B, n.º 3; 6.º, n.º 2; 44.º, n.º 6; 45.º, n.º 1 e 46.º, n.º 1.

²⁰³ Cf. Artigo 45.º, n.º 1.

e funcionamento das mesmas. No entanto, quanto a esta figura, não podemos deixar de apontar que, tirando o facto do seu âmbito de aplicação encontrar-se delimitado pela atividade acima dos limiares referidos, na prática, não se percebe exatamente o seu conceito, nem a sua diferença relativamente às SCR.

Relativamente às SICR, estas têm como objetivo o investimento direto no capital de risco²⁰⁴. Podem ser heterogeridas ou autogeridas, conforme atribuem ou não, mediante contrato escrito, a sua administração a uma SGFCR ou uma SGOIC²⁰⁵. Quando autogeridas estas terão um capital social mínimo de € 300 000²⁰⁶.

Em ambos os casos, o capital social deve estar integralmente realizado desde a sua constituição e ser representado por ações nominativas e escriturais. O exercício de funções de gestão exercidas por ambas as entidades, isto é, a gestão de carteiras próprias no caso das SICR e de gestão de fundos externos no caso de SGFCR, acabam por ser as funções das entidades gestoras reguladas pelo artigo 66.º do RGOIC *ex vi* do 45.º, n.º 3 do RJCR.

No caso do ordenamento jurídico cabo-verdiano, não existe um único regime jurídico que condensa todas as matérias relativas à atividade de CR. Neste, constatámos que existem dois diplomas basilares: o Decreto-Lei n.º 72/94 de 12 de dezembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 22/2004 de 31 de maio e o Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro, que regula a atividade das SCR e dos FCR, respetivamente. No que tange aos *Business Angels*, identifica-se a existência de uma lacuna que se prende com a ausência de diploma legislativo, bem como de linhas orientadoras que propiciam a criação do seu regime.

No que concerne às SCR, importa, antes de mais realçar que, esta era considerada uma instituição parabancária à luz do Regime das Instituições de Crédito e Parabancárias²⁰⁷. No entanto, deixámos a nota de que, ao nosso ver, esta qualificação é desajustada e desenquadrada, na medida em que sendo o exercício do crédito o objeto da atividade das instituições de crédito e parabancárias o mesmo não se aplica à realidade das SCR. Ademais, conforme defendido *supra* as operações de CR relacionam-se

²⁰⁴ Cf. Artigo 45.º, n.º 2 do RJCR.

²⁰⁵ Cf. Artigo 44.º, n.º 6.

²⁰⁶ Cf. Artigo 46.º, n.º 2.

²⁰⁷ Cf. Artigo 4.º, n.º 1, al. a) da Lei n.º 3/V/96, de 1 de julho, alterada pela Lei n.º 4/VIII/2011, de 29 de agosto e revogada pela Lei n.º 62/VIII/2014, de 23 de abril.

fortemente com o mercado de valores mobiliários e, por isso, faz sentido uma regulação que se aproxime mais deste setor, em detrimento do bancário.

No Decreto-Lei n.º 72/94 de 12 de dezembro, as SCR são apresentadas como “um instrumento de promoção do investimento e de introdução da inovação tecnológica” em projetos ou empresas²⁰⁸ com potencialidade de expansão e viabilidade, através da participação temporária no capital social da empresa participada²⁰⁹. Contudo, mais do que promover o investimento, o objeto desta figura jurídica visa gerar valor acrescentado para os investidores²¹⁰, procurando deste modo dinamizar o investimento em Cabo Verde.

Estas devem possuir um capital social não inferior a 60 000 000 \$00 (sessenta milhões de escudos cabo-verdianos), sendo que as ações representativas do respetivo capital social são nominativas²¹¹, em contraposição ao regime português que são escriturais e nominativas²¹². Apesar de regularem a forma de representação escritural no art. 62.º, do CVM cabo-verdiano, não existe esta menção no referido diploma. Acreditamos que esta ausência de regulamentação se deve ao facto de esta exigência ter sido introduzida pelo RGOIC, em 2019 e, o regime cabo-verdiano tendo-se baseado no português, não acompanhou (pelo menos ainda) esta última alteração.

Os FCR, sendo considerados Organismos de Investimento Coletivo (doravante, OIC), têm em vista o investimento coletivo de capitais, através da aquisição de participações em sociedades com elevado potencial de crescimento e, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de divisão de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes²¹³.

No que concerne à qualificação, estes são considerados fundos mobiliários fechados²¹⁴, que à luz do diploma aproximam-se bastante das sociedades comerciais, mormente pela possibilidade de aumentos e reduções do capital deliberados pela assembleia de participantes. Ainda a propósito desta qualificação, esta releva para efeitos

²⁰⁸ Considera-se como empresa “a unidade económica constituída por uma pessoa singular ou coletiva, em conformidade com a forma de organização ou gestão empresarial prevista na lei, que tenha por objeto desenvolver atividades de extração, transformação, produção e comercialização de bens ou prestação de serviços”, cf. Art. 3.º, n.º 1, al. a), da Lei n.º 70/VIII/2014 de 26 de agosto.

²⁰⁹ Preâmbulo e artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro.

²¹⁰ Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro.

²¹¹ Artigo 4.º, n.ºs 1 e 2 do Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro.

²¹² Artigo 11.º, n.º 3 do RJCR.

²¹³ Cf. Artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro e do Artigo 1.º, n.º 2, al. f do RGOIC cabo-verdiano.

²¹⁴ Cf. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

de aplicação subsidiária do RGOIC cabo-verdiano, uma vez que, em tudo o que seja omissivo, deve-se aplicar este regime. Neste sentido, à semelhança do que vimos no regime português, aqui também é necessária uma análise paralela com o RGOIC cabo-verdiano.

Os FCR podem constituir-se sem limite mínimo de participantes²¹⁵. No que concerne ao capital mínimo a ser subscrito o regime dos FCR nada nos diz e, sendo este um caso omissivo, recorrendo ao RGOIC também constatamos a inexistência da regulação desta situação, sendo regulada apenas as situações de novas UP a serem subscritas.

De acordo com o artigo 57.º do RGOIC cabo-verdiano, os fundos de investimento podem ter duração determinada ou indeterminada, sendo que esta duração deve constar do regulamento de gestão²¹⁶, mesmo no caso de ser um fundo de duração indeterminada. Tendo duração determinada, não podem exceder os 10 anos, sendo permitida a prorrogação deste por período não superior ao inicial, desde que a possibilidade e as condições dessa prorrogação se encontrem reguladas no respetivo regulamento de gestão²¹⁷.

Ora, tendo em conta que o património dos fundos pertence aos participantes, com a cessão da sua vigência tornar-se-á necessário restituir aquilo que foi investido uma vez que não faria sentido não extrair nenhuma consequência com a sua cessão. Esta restituição dá-se através da liquidação, partilha e extinção do fundo²¹⁸.

Tendo duração indeterminada, é necessário que as UP sejam admitidas à cotação em mercado regulamentado, sendo que no caso concreto dos FCR deve estar admitida no prazo máximo de 5 anos²¹⁹. Contudo, no Código de Mercado de Valores Mobiliários Cabo-verdiano²²⁰ existe uma omissão relativamente às condições (inclusive a capitalização bolsista previsível) em que as UP devem ser admitidas à cotação, contrariamente ao que acontece com as ações, obrigações e valores mobiliários estrangeiros, pelo que, sugerimos a necessidade de regular-se esta admissão.

Do diploma em análise, constata-se a frequente menção de que o investimento em CR é feito em “empresas com potencial de expansão ou crescimento”, indicando-nos que,

²¹⁵ Cf. Art. 3.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²¹⁶ Cf. Artigo 41.º, n.º 3, al. h) do Decreto-Lei n.º 15/2005, de 14 de fevereiro.

²¹⁷ Cf. Artigos 57.º, n.º 1 e 41.º, n.º 3, al. c) do Decreto-Lei n.º 15/2005, de 14 de fevereiro.

²¹⁸ Cf. Artigo 19.º do RGOIC.

²¹⁹ Cf. Artigos 57.º, n.º 2 do RGOIC e 4.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²²⁰ Decreto-Legislativo n.º 1/2012, de 27 de janeiro.

da letra da lei, a regulação desta atividade está mais pensada para investimentos em *Venture Capital*. Neste sentido, salientamos desde já a necessidade de alterar os referidos diplomas em tudo o que possa influenciar esta interpretação, uma vez que o conceito de CR deve abarcar uma realidade que transcende a das empresas em fase de crescimento²²¹, conforme explicitado ao longo do presente trabalho.

2. Elemento objetivo

No RJCR português, importa realçar que, em termos genéricos, no que concerne ao objeto e às operações das ECR, os respetivos regimes possuem alguma aproximação. Contudo, como vimos, em aspetos específicos, como por exemplo, relativamente à natureza e à forma jurídica, cada uma possui disciplina própria que as regula e, mesmo em relação às operações permitidas, estas têm especificidades dependendo da entidade em causa.

Ora, relativamente às SCR e aos ICR, dúvidas não restam que têm como objeto principal “a realização de investimentos em capital de risco” através da aquisição de instrumentos de capital próprio, de capital alheio (incluindo empréstimos e créditos) e de instrumentos híbridos²²² da sociedade participada. Quanto a este aspeto parece-nos, por um lado, que o legislador quis realçar a possibilidade das ditas entidades participarem no capital social daquelas, através de aumentos de capital, que podem ser complementados por suprimentos, prestações suplementares e outros instrumentos híbridos. Por outro lado, parece-nos que esta menção é oportuna, tendo em conta a relevância do investimento em diferentes instrumentos por uma questão de diversificação de riscos²²³.

Adicionalmente, podem as SCR e ICR prestar garantias em benefício da sociedade participada, aplicar os excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros e realizar

²²¹ A aquisição de empresas por endividamento é mencionada no regime que regula o investimento em empreendedorismo social, como uma das estratégias típicas de CR. Esta referência demonstra que há consciência de que esta atividade não regula apenas a *venture capital*, mas também os *buyouts* e, por isso mesmo, é preciso um regime que coadune com esta realidade.

²²² Cf. Artigo 9.º, n.º 1, al. a) a c) do RJCR.

²²³ A divisão de riscos tem uma perspetiva subjetiva, relacionada com os emitentes dos valores mobiliários, mas também objetiva, concernente aos ativos em si mesmos, conforme Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário: Regime Jurídico*, Coimbra, Almedina, 1999, p. 48.

operações de cobertura de risco necessárias ao desenvolvimento da atividade da sociedade participada²²⁴.

Ora, para além do objeto suprarreferido, as SCR e apenas estas, têm como objeto principal a gestão de fundos, sendo este um dos aspetos em que difere dos ICR e dos FCR. Ora, a estas é permitida a gestão de fundos europeus, de fundos de empreendedorismo social e dos fundos de investimento alternativo especializado²²⁵. Enquanto entidades gestoras, podem adquirir UP de fundos que administram até ao limite de metade das unidades emitidas por aquelas²²⁶.

Paralelamente ao objeto principal e servindo como meio para prosseguir aquele, as SCR e os ICR têm como objeto acessório uma prestação de serviços de assistência técnica, financeira, administrativa e comercial, bem como a realização de estudos e prestação de serviços de prospeção de interessados na realização de investimentos na sociedade participada²²⁷. Esta intervenção “*hands-on*” efetiva-se apenas na sociedade participada e em caso nenhum numa sociedade que apenas necessite desta assistência.

No que concerne aos FCR, à semelhança do que acabou de ser analisado para as SCR e para os ICR, estes também podem realizar as operações suprarreferidas, sendo que, adicionalmente é-lhes permitido a realização de investimentos em OICR, incluindo os não constituídos em Portugal²²⁸.

A todas as entidades suprarreferidas é vedado o exercício das atividades elencadas no artigo 10.º do RJCR, sendo que, apesar da extensa redação deste, as proibições propriamente ditas, relacionadas mormente com a estipulação de limiares de investimentos, encontram-se nos primeiros três números. Os restantes, ao nosso ver, acabam por determinar considerações às atividades vedadas. Ainda neste ponto não podemos deixar de destacar, no caso das SCR e FCR, o artigo 10.º, n.º 2, al. a), b) e c) do RJCR. Estas limitações revestem de especial importância na medida em que vão de encontro com o princípio da divisão do risco que tem a sua dimensão na dispersão dos investimentos e na determinação, através da lei, de limiares máximos de participações em

²²⁴ Cf. Artigo 9.º, n.º 1, al. d) a f) do RJCR.

²²⁵ Cf. Artigo 9.º, n.º 2, al. a) a c) do RJCR.

²²⁶ Cf. Artigo 29.º *ex vi* do 9.º, n.º 3 do RJCR; realçamos que esta limitação diz respeito a cada fundo

²²⁷ Cf. Artigo 9.º, n.º 4, al. a) a c) do RJCR.

²²⁸ Cf. Artigo 9.º, n.º 5 do RJCR.

cada sociedade ou grupos de sociedades²²⁹. Não nos podemos olvidar que, estando o património dos FCR constituído por “pools” de dinheiro de terceiros, associado ao facto da sua gestão se encontrar na esfera de uma entidade com interesses diversos²³⁰, é fulcral a referência a estes limiares de investimento.

No que tange ao ordenamento jurídico cabo-verdiano e relativamente às operações realizadas pelas SCR, a determinação do objeto principal não advém da interpretação de um único artigo.

Em Cabo Verde, as SCR têm como objeto principal a procura deliberada e sistemática de oportunidades de investimentos, de modo a apoiar a inovação tecnológica em projetos ou em sociedades participadas²³¹.

Salientamos que, é no artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro que encontramos o elenco das operações permitidas, onde gostaríamos de realçar o seguinte aspeto: na alínea a) determina-se a possibilidade de adquirir quaisquer títulos ou participações no capital da sociedade. Contudo, nenhuma especificação é feita relativamente aos aludidos títulos e, por isso, não é clara a possibilidade de investir em instrumentos de capital próprio, capital alheio e híbridos, como acontece no regime português. Conquanto não prescrita a forma como se efetiva o investimento, da interpretação dos artigos 2.º e 13.º é possível obter indicações sobre a possibilidade de investir no capital social das empresas, nas prestações suplementares, bem como na constituição de reservas legais e especiais²³². Menciona-se também a possibilidade de subscrever obrigações, nos termos do artigo 5.º, al. e), o que permite-nos concluir pela possibilidade de investimentos em instrumentos de capital alheio. Por fim, ao vedar a concessão de crédito ou a prestação de quaisquer garantias, com exceção das sociedades em que participam e por meio de contrato de suprimento²³³, constata-se a admissão do investimento em instrumentos híbridos. Face ao exposto, não podemos deixar de realçar que, quanto a este aspeto, é necessária uma maior harmonização e concretização dos instrumentos financeiros permitidos na operação em análise.

²²⁹ Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento...*, cit., p. 47 e seguintes.

²³⁰ Atenção que, precisamente pelo facto de a gestão se encontrar na esfera de uma entidade diversa, existem outros mecanismos que visam alinhar estes interesses, como é o caso da remuneração da sociedade gestora (habitualmente com *management fee* e *carried interest*) que visa precisamente este intuito.

²³¹ Resulta da interpretação do 2.º parágrafo e do artigo 1.º, n.º 2 do DL n.º 72/94 de 12 de dezembro.

²³² O que nos permite concluir pela possibilidade de investir em instrumentos de capital próprio.

²³³ Cf. Artigo 11.º, al. d) do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

Ultrapassada esta questão, cumpre-nos referir que, as SCR têm ainda como objeto principal as operações que permitem promover a obtenção de créditos junto de estabelecimentos financeiros, bem como a preparação e colocação de ações, obrigações e outros instrumentos de dívidas emitidos pelas sociedades participadas, participar na reestruturação empresarial daquelas e gerir FCR²³⁴. Quanto a este último aspeto importa frisar que compete apenas às SCR a gestão de FCR, contrariamente ao que acontece no regime português, que também gerem os fundos de empreendedorismo social. Estes, em Cabo Verde, são geridos pelas sociedades de empreendedorismo social²³⁵.

Após análise das operações principais, não podemos deixar de analisar as acessórias que, ao nosso ver, constituem uma das grandes inovações deste diploma, introduzida com a alteração efetuada em 2004.

Como objeto acessório, podem as SCR prestar assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial, realizar estudos técnico-económicos de viabilidade, de novos projetos, das condições e modalidades de financiamento, entre outros procedimentos que permitem a melhoria das empresas. Ou seja, podem prestar este tipo de consultoria a qualquer sociedade que necessite desses serviços, independentemente de participarem no respetivo capital social²³⁶. Ora, esta iniciativa do legislador cabo-verdiano é de se aplaudir, na medida em que se adequa à embrionária realidade do CR em Cabo Verde, permitindo deste modo a viabilidade da mesma.

Importa ainda frisar que as SCR podem participar nos órgãos sociais das empresas que representam, diretamente ou mediante representação²³⁷.

No que tange às atividades vedadas às SCR, estas encontram-se reguladas no artigo 11.º do referido diploma, e importa realçar que, são proibidas todas as operações que não se relacionam com o objeto social das mesmas ou com a ideia de investimento através do CR.

Ainda sobre este aspeto constatámos que o diploma não regula o limite de investimento dos ativos da SCR (este limite existe apenas para os FCR²³⁸) em valores

²³⁴ Cf. Artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²³⁵ Cf. Artigo 4.º, n.º 1, al. a) do Decreto-Lei n.º 17/2019 de 18 de abril.

²³⁶ Cf. Artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 22/2004 de 31 de maio, que altera o Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro.

²³⁷ Cf. Artigo 9.º do Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro.

²³⁸ Cf. Artigo 7.º, al. c) do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, contrariamente ao que acontece no regime português. Ora, não podemos deixar de mencionar que esta lacuna deve ser suprida. A regulamentação do investimento em participações de sociedades cotadas é pertinente para que se possa fazer a tal ligação entre o investimento em CR e o mercado de valores mobiliários. Desta forma, este investimento em CR, pode repercutir-se na retirada de mercado regulamentado de sociedades nele negociadas ou, como já tivemos a oportunidade de ver, no desinvestimento em CR através da entrada no mercado.

No que tange aos FCR, importa frisar que, da interpretação do art. 1.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, constatamos que, mais do que investir em valores mobiliários, estes investem em participações sociais²³⁹. Esta participação consiste na aquisição ou detenção de partes sociais, de valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam direito à aquisição de parte desse capital social²⁴⁰.

No que concerne às operações permitidas aos FCR, gostaríamos de frisar que, não são as mesmas que para as SCR, sendo que a única coincidência se prende com a aquisição, a título originário ou derivado, de participações em sociedades com potencial elevado de crescimento e valorização. Ademais, admite-se a aquisição de créditos sobre sociedades em que participem ou em que se proponham participar, a concessão de crédito, sob qualquer modalidade, ou prestação de garantias em benefício de sociedades em que participem²⁴¹, a aquisição de UP de outros FCR, a aplicação de excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros e por fim, a realização de operações cambiais necessárias ao desenvolvimento da respetiva atividade²⁴².

No que tange às operações vedadas a estas entidades, importa destacar que, apenas as alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 6.º do diploma em análise, é que coincidem com as atividades vedadas para as SCR. Para além daquelas, estabelece-se que é proibida a concessão de crédito ou a prestação de garantias à outras entidades que não a sociedade em que detenham participação²⁴³; a prestação de garantias para que uma pessoa subscreva

²³⁹ O investimento transcende os valores mobiliários, na medida em que é possível, por exemplo, investir em quotas, que são participações sociais, mas não são valores mobiliários.

²⁴⁰ Cf. Art. 2.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²⁴¹ Quanto a este ponto, entendemos que poderia ser mitigada o risco, através da definição de um limite na concessão do crédito.

²⁴² Cf. Art. 5.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²⁴³ A permanência deste artigo no regime, é oportuna, por uma questão de mitigação do risco, mas, mormente, pelo facto de, atualmente, existirem em Cabo Verde, empresas com esta função. É o caso, por exemplo, da PRÓ-GARANTE (cf. Art. 1.º do Decreto-Lei n.º 32/2018, de 15 de junho) que tem como objeto a concessão de garantias para obtenção de crédito a valores e prazos mais favoráveis às micro e

ou adquira UP do seu capital ou ações, ou outros valores mobiliários emitidos pela respetiva entidade gestora, ou por sociedades que, direta ou indiretamente, a dominem ou outras que, direta ou indiretamente, sejam dominadas por aquelas; bem como o investimento na respetiva entidade gestora ou em sociedades que direta ou indiretamente a dominem, ou com sociedades que sejam também dominadas por aquelas²⁴⁴.

3. A supervisão e as condições de acesso às atividades das ECR

Conforme realçado *supra*, a supervisão prudencial e comportamental das ECR, no ordenamento jurídico português, encontram-se sob a alçada da CMVM. Esta, enquanto entidade supervisora e reguladora, é uma instituição pública, dotada de autonomia administrativa, financeira e de património próprio²⁴⁵, que tem um papel preponderante junto das entidades habilitadas a exercer a atividade de CR. Compete-lhe receber, recusar, revogar ou autorizar, se assim for o caso, o registo das ECR, bem como exigir-lhes a prestação de informações que entendam ser necessárias para exercer a função de supervisão²⁴⁶. Neste sentido, devem as ECR enviar semestralmente à CMVM informações relativas à carteira, capital, desempenho e comissões, participantes, aquisição e alienação de ativos, bem como as contas relativas ao balanço e demonstração de resultados²⁴⁷.

O acesso à atividade constitui sempre a pedra de toque no enquadramento regulatório e um aspeto relevante na captação de investidores. Ora, conforme referido, no ordenamento jurídico português o RJCR acaba por distinguir dois regimes: i) atividade do CR acima dos limiares relevantes e; ii) a atividade de CR abaixo dos limiares relevantes. O primeiro caso resulta, como vimos, de uma harmonização ao nível europeu, enquanto que, o segundo, não estando regulado ao nível europeu, é deixado na discricionariedade de cada Estado-Membro.

pequenas empresas. Permitir que as SCR desenvolvam também esta atividade, por um lado, deturpa a essência daquilo que são as funções das SCR e, por outro lado, leva à uma sobreposição de funções com uma outra empresa já criada propositadamente para este efeito.

²⁴⁴ Cf. Artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²⁴⁵ Para mais informações *vide* <http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx>

²⁴⁶ André Luiz Gomes, Catarina Correia da Silva e Vera Figueiredo, “Fundraising..., *cit.*”, p. 195 e 438.

²⁴⁷ Cf. Art. 15.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2020.

No que concerne a atividade de CR exercida por entidades gestoras, em qualquer dos regimes, esta depende do registo prévio. A grande diferença está ao nível dos requisitos exigidos num e noutro caso, sendo, naturalmente, mais exigentes no segundo caso, o que implica um maior esforço de análise e avaliação pela CMVM.

No regime simplificado, o registo prévio para início de atividade das SCR (independentemente de investirem diretamente na sociedade participada, de terem como objetivo único a gestão dos FCR ou de acumularem as duas funções) deve ser acompanhado dos elementos elencados no art.7.º, n.º 3 do aludido diploma, sem prejuízo da possibilidade da CMVM solicitar, em função do caso concreto, documentação inicial. No caso, é necessário a entrega do Requerimento, da certidão de registo comercial ou o código de acesso à certidão permanente, da data da constituição e data prevista para o início de atividades, dos Estatutos da SCR, da planta das instalações a partir do qual a atividade da SCR será exercida, com a identificação da localização física de cada área funcional, do Regulamento interno, da declaração de adequação e de meios, do questionário e declaração de idoneidade e experiência (nos termos a disponibilizar pela CMVM) de cada membro dos órgãos de administração e fiscalização da SCR, do questionário e declaração de idoneidade (nos termos a disponibilizar pela CMVM) de cada titular de participação qualificada, certificado de registo criminal de cada titular de participação qualificada na SCR, do certificado de registo criminal de cada membro dos órgãos de administração e fiscalização da SCR, os FCR e a carteira própria que a SCR pretende gerir e respetivas estratégias de investimento²⁴⁸. A decisão do registo é notificada no prazo de 15 dias²⁴⁹ e a falta da mesma constitui indeferimento tácito²⁵⁰. Para além da análise do pedido de registo, à CMVM também compete, se necessário, a recusa e o cancelamento daquele, conforme disposto nos artigos 7.º, n.º 7 e do n.º 9, al. a) a e) do RJCR.

No que concerne ao regime qualificado, o início da atividade da entidade gestora, as SGFCR, encontra-se condicionada à autorização prévia da CMVM²⁵¹ e o respetivo pedido de registo encontra-se subordinado aos extensos requisitos enunciados no art.48.º, n.º 2 do RJCR e do art. 1.º-A do regulamento da CMVM n.º 2/2015. Entendemos que esta

²⁴⁸ Cf. Art. 7.º, n.º 3 do RJCR.

²⁴⁹ A contar da data da receção do pedido, ou se for o caso, das informações complementares que tenham sido solicitadas pela CMVM.

²⁵⁰ Cf. Art. 7.º, n.º 5 e 6 do RJCR.

²⁵¹ Cf. Art. 48.º, n.º 1 do RJCR

redobrada exigência por parte do legislador nacional e europeu comparativamente ao regime simplificado, justifica-se pela preocupação com a dimensão das referidas entidades, responsáveis pela gestão de um volume significativo de ativos investidos na UE, exercendo uma relevante influência nos mercados e nas empresas em que investem²⁵². Não obstante o seu positivo impacto, não se pode olvidar que as suas atividades podem também disseminar ou amplificar riscos no sistema financeiro e, por isso mesmo, é necessário um rigoroso regime que possa fazer uma abordagem coerente dos respetivos riscos sistémicos.

Ora, para este caso, a decisão da CMVM é notificada no prazo de 30 dias, sendo que no caso de nada ser dito dentro desse prazo, o pedido é considerado indeferido²⁵³. Nos artigos 50.º e 51.º do diploma em análise encontramos os fundamentos para a recusa, caducidade e revogação da autorização. À semelhança do que acontece no regime simplificado, estas regras podem assumir um papel profícuo na proteção dos investidores.

No que concerne aos FCR, o regime parece ser o mesmo caso se esteja perante fundos geridos por entidades abaixo dos limiares, quer por entidades acima. Estes, bem como os ICR, à semelhança do que foi referido para as SCR, encontram-se condicionados pelo registo prévio da atividade na CMVM²⁵⁴ que deverá ser acompanhado dos documentos elencados no art.7.º, n.ºs 3 e 4 do aludido diploma. No entanto, admite-se que a constituição e início de atividade dos FCR e ICR seja objeto de mera comunicação prévia. Isto é, este processo aplica-se sempre que o capital não seja colocado junto do público e os investidores sejam profissionais, ou independentemente da natureza, quando o capital mínimo subscrito por cada um destes for igual ou superior a 500 000 euros²⁵⁵. Esta opção de estatuir a mera comunicação prévia nas referidas situações, teoricamente, é expressiva do esforço de simplificar e desburocratizar este procedimento. No entanto, constatamos que, na prática, ao invés de beneficiar as referidas entidades, prejudica. Primeiramente porque, mesmo com a mera comunicação prévia, a ECR em causa acaba por ter de esperar visto que, carece de um código de registo na CMVM, que é atribuído por esta entidade, sendo igualmente necessário a análise da documentação, sendo ainda

²⁵² Cf. Considerando 1 da AIFMD.

²⁵³ Cf. Art. 49.º do RJCR.

²⁵⁴ Este registo não implica, por parte da CMVM, qualquer garantia quanto ao conteúdo e à informação constante dos respetivos documentos constitutivos, cf. Art. 7.º, n.º 1 e 2 do RJCR.

²⁵⁵ Cf. Art. 7.º, n.º 14 do RJCR, estes, por implicarem menor risco de supervisão ficam sujeitos à obrigação de notificar a CMVM do início de atividade.

frequente a realização de comentários à mesma, exigindo-se, por vezes, alterações às mesmas. Em segundo lugar porque para as ECR não abrangidas pelo regime da comunicação prévia, existe um prazo legal de 15 dias²⁵⁶ para notificar os requerentes da decisão de registo e, na prática, o que acontece é que a CMVM acaba por dar prioridade a estes processos, mesmo que tenham dado entrada em momento posterior.

Cumpre-nos ainda realçar que, o registo dos FCR e das SCR na CMVM é público, contrariamente ao dos ICR que é confidencial²⁵⁷. Contudo, esta opção do legislador levanta algumas questões. É contraproducente determinar que o investimento por parte dos ICR seja anónimo e estatuir que estes devem constituir-se obrigatoriamente sob a forma de sociedade unipessoal por quotas, na medida em que, nesta forma é permitido aceder à identidade do sócio através da consulta ao registo comercial²⁵⁸. E mesmo que assim não fosse, entendemos que a melhor solução seria, contemplar, pelo menos, a possibilidade de tornar o registo público aos ICR que assim o requeressem.

No ordenamento jurídico cabo-verdiano, a entidade competente para exercer a supervisão das SCR e dos FCR é o Banco de Cabo Verde, por força do disposto no artigo 14.º do Decreto-Lei n.º 72/94 de 12 de dezembro e do artigo 166.º do RGOIC *ex vi* do artigo 9.º do regime do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

Contudo, esta opção do legislador levanta algumas dúvidas e suscita alguma confusão, na medida em que, como iremos ver adiante, em várias situações, mormente relativas aos FCR, é a AGMVM que tem competência para exercer a supervisão prudencial, pese embora, na dependência do BCV²⁵⁹, uma vez que, por exemplo, é a esta que compete autorizar a constituição dos OIC fechados.

Face a esta situação, acabamos por ter duas entidades a exercer a supervisão, o que, na prática, consideramos que se revela ineficiente. Desde logo, porque o facto de, teoricamente, existirem duas entidades a exercer esta função, não determina necessariamente um maior controlo. Aliás, esta pode até ser contraproducente, no sentido de se diluir esta capacidade, visto que a competência se encontra dispersa.

²⁵⁶ Cf. Artigo 7.º, n.º 5 do RJCR.

²⁵⁷ Cf. art. 7.º, n.º 13 do RJCR.

²⁵⁸ Paulo Câmara, “O novo regime jurídico do capital de risco...”, *cit.*, p. 45.

²⁵⁹ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, *cit.*, p. 988 – 989.

O regime relativo aos FCR não regula as condições de acesso às atividades por parte desta entidade, pelo que face a esta omissão e por força do disposto no art. 9.º do referido diploma, deve-se considerar as normas constantes do RGOIC cabo-verdiano.

Nestes termos, o início da atividade exercida pelos FCR encontra-se condicionada pela autorização prévia da AGMVM. O facto dos FCR serem fundos de investimentos mobiliários fechados²⁶⁰, determina que só se encontra verdadeiramente constituído quando integra na sua carteira o montante correspondente à primeira subscrição, devendo esta data ser remetida ao conhecimento da AGMVM²⁶¹.

Para tal, o pedido deve estar munido dos documentos enunciados no art. 11.º, n.º 2²⁶², sendo que a decisão de autorização é notificada aos requerentes no prazo de 20 dias a contar da data do pedido, das informações complementares, ou das alterações aos projetos, quando seja o caso²⁶³.

À AGMVM também compete a recusa, a caducidade e a revogação da autorização conforme disposto nos artigos 12.º, 13.º e 14.º do RGOIC. Realça-se que os artigos 12.º e 13.º necessitam de ser aprofundados e adaptados às circunstâncias da operação em CR.

Por outro lado, as normas relativas às condições de acesso às atividades das SCR, resultam de um grande esforço de interpretação de diversos diplomas legislativos.

É no regime das SCR que encontramos que a sua constituição e o seu funcionamento regem-se pelas regras constantes do DL n.º 18/93, de 29 de março. No entanto, constata-se que o aludido diploma foi revogado pela Lei n.º 3/V/96, de 1 de julho que, posteriormente veio a ser revogada pela Lei n.º 62/VIII/2014, de 23 de abril, isto é, a Lei de Atividades e Instituições Financeiras. Adicionalmente à conjugação desses artigos, importa referir que as SCR são qualificadas como instituições financeiras, nos termos do art. 3.º, n.º 2, al. g) da Lei n.º 61/VII/2014, de 23 de abril²⁶⁴.

²⁶⁰ Cf. 2.º parágrafo do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro.

²⁶¹ Cf. Art. 11.º, n.º 6, do RGOIC cabo-verdiano.

²⁶² Estes não diferem muito do que consta no regime português, carecendo apenas do projeto de regulamento de gestão do FCR, que não consta neste caso.

²⁶³ Cf. Art. 11.º, n.º 2 e 3, do RGOIC cabo-verdiano.

²⁶⁴ Diploma que define os princípios orientadores e o quadro normativo de referência para o sistema financeiro.

Pelo exposto, é no seio da Lei de Atividades e Instituições Financeiras que encontramos as normas que regulam o acesso às atividades destas entidades.

Vejamos que, a constituição das SCR depende de autorização a conceder pelo BCV²⁶⁵, mediante pedido munido dos elementos constantes do art. 6.º, n.º 1 do aludido diploma. Este elenco é denso e abarca alguns elementos que não constam, por exemplo, do regime português. No entanto, entende-se que deve-se ao facto do regime estar pensado na ótica das instituições financeiras em geral, e não especificamente para as SCR. É por isso que o diploma vem estatuir que, o BCV pode dispensar a apresentação de um ou mais elementos quando não se trata de instituições de crédito²⁶⁶. Adicionalmente, pode o BCV, caso entenda necessário, solicitar aos requerentes, informações complementares aquando do pedido de autorização²⁶⁷.

A decisão do BCV relativamente à autorização de constituição das SCR é notificada aos interessados no prazo máximo de seis meses, a contar da receção do pedido ou das informações complementares solicitadas²⁶⁸. Ora, este é um prazo muito longo, principalmente, quando comparado com o português, que é de 15 dias para as SCR e 30 dias para as SGFCR²⁶⁹. Tendo em conta que a dinâmica do mercado tem demonstrado a necessidade de procedimentos céleres esta opção do legislador, atualmente, não coaduna com a realidade. Por isso, pelo facto dos elementos solicitados não justificarem esta morosidade, entendemos que o prazo entre o pedido de autorização e a decisão final do regulador deve ser encurtado, salvaguardando, naturalmente, a defesa dos requerentes nos procedimentos que lhes dizem respeito. Adicionalmente, este prazo injustificadamente longo também poderá constituir um fator dissuasor na captação de investimentos e constituição de mais SCR neste mercado que ainda é pouco desenvolvido.

4. A entidade gestora, o regulamento de gestão e a remuneração

Os FCR enquanto patrimónios autónomos, têm a característica de serem heterogeridos, sendo que, no regime português, a respetiva gestão é exercida por uma

²⁶⁵ Cf. Art. 5.º, n.º 1, da Lei n.º 62/VIII/2014, de 23 de abril.

²⁶⁶ Cf. Art. 6.º, n.º 8, da Lei n.º 62/VIII/2014, de 23 de abril.

²⁶⁷ Cf. Art. 6.º, n.º 7, da Lei n.º 62/VIII/2014, de 23 de abril.

²⁶⁸ Cf. Art.º 7, da Lei n.º 62/VIII/2014, de 23 de abril.

²⁶⁹ Cf. Art. 7.º, n.º 5 e 49.º, n.º 1, do RJCR.

SCR, uma SGFCR, uma sociedade de desenvolvimento regional ou por uma sociedade gestora de OIC²⁷⁰. O ato dos participantes subscreverem UP dos FCR, representa o momento em que estes conferem à entidade gestora os poderes de administração do fundo e aceitam submeter-se às regras constantes do respetivo regulamento de gestão²⁷¹.

Por seu turno, nos termos do disposto no art. 17.º, n.º 4 do RJCR²⁷², a entidade gestora deve gerir o fundo por conta dos participantes, de modo independente e no interesse exclusivo destes. A esta compete praticar todos os atos necessários à boa gestão do fundo, em consonância com elevados níveis de zelo, honestidade, diligência e de aptidão profissional. Ora, posto isto, e tendo em conta as características da relação fiduciária entre a entidade gestora e os participantes dos FCR, constata-se que a sua gestão possui algumas semelhanças com a relação fiduciária existente na gestão das sociedades anónimas²⁷³.

É neste sentido que, no exercício dessas funções, os administradores das entidades gestoras devem cumprir os deveres fiduciários constantes no art. 64.º do CSC, isto é, o dever de cuidado e o dever de lealdade²⁷⁴. Contudo, não podemos deixar de mencionar os deveres específicos estatuídos no RJCR, nomeadamente de: desempenhar as atividades no sentido de salvaguardar os legítimos interesses dos participantes; abster-se de intervir em acordos que possam gerar conflito de interesses com os participantes; estabelecer uma estrutura organizacional e procedimentos internos que sejam proporcionais à dimensão e complexidade da sua atividade²⁷⁵. Além desses deveres fiduciários plasmados na Lei, é comum constarem outros no regulamento de gestão.

No que tange a este documento central na atividade de qualquer FCR, importa destacar que, geralmente, é elaborado pela respetiva entidade gestora²⁷⁶. Esta contém normas de natureza contratual, e representa “a expressão da vontade comum dos participantes no fundo e o quadro de atuação da entidade gestora no mesmo”²⁷⁷. No fundo,

²⁷⁰ Cf. Art. 15.º, n.º 1, 17.º, n.º 2 e 44.º, n.º 2, do RJCR.

²⁷¹ Ana Nunes Teixeira, “A gestão dos fundos...”, cit., p. 575; Cf. Art. 19.º, n.º 2 e 58.º do RJCR.

²⁷² Aplicável *ex vi* do art. 58.º aos fundos de capital de risco geridos por entidades acima dos limiares relevantes.

²⁷³ Ana Nunes Teixeira, “A gestão dos fundos...”, cit., p. 559.

²⁷⁴ André Luiz Gomes, Catarina Correia da Silva e Vera Figueiredo, “Fundraising...”, cit., p. 194.

²⁷⁵ Cf. Artigo 18.º do RJCR

²⁷⁶ Cf. Art. 19.º, n.º 1 do RJCR. Nota-se, no entanto que, especialmente em casos de entidades gestoras de menor dimensão ou que se encontrem numa fase inicial, é comum determinados investidores “âncora” negociarem o regulamento de gestão (ou a sua alteração) para aceitarem investir no futuro.

²⁷⁷ Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento...*, cit., p. 54-55.

este tem uma dupla função que consiste em, por um lado, definir regras para regular a vontade dos participantes e, por outro lado, de responsabilização da entidade gestora face aos participantes.

Ora, do regulamento de gestão constam algumas disposições legais imperativas que, por isso mesmo, devem sempre constar deste documento. Desde logo, as subscrições ou aquisições de UP de FCR devem ser submetidas ao respetivo regulamento de gestão, bem como os critérios, a frequência ou a calendarização das subscrições e realizações do capital a efetuar²⁷⁸, além dos demais elementos conforme disposto no art. 19.º, n.º 3 do RJCR. No entanto, existem outras disposições que, apesar de não serem impostas por Lei, são tipicamente negociadas entre os participantes e as entidades gestoras dos FCR. Geralmente dizem respeito à política de investimento - cláusulas relacionadas com a estipulação do exato limite de empréstimo dos FCR; critérios de diversificação da carteira mais rigorosos de que os impostos pela Lei; à criação de comités consultivos; à estipulação de maiorias especiais para a tomada de certas decisões relacionadas com a gestão do fundo; ao regime de transmissão de UP; à remoção da entidade gestora com ou sem causa; fim antecipado do período do investimento; com a mudança de controlo (isto é, a alteração das entidades que controlam a entidade gestora – acionistas, membros do órgão de administração, etc.), sendo que, quando existe uma mudança de controlo não autorizada poderá haver uma cessação antecipada do fundo, entre outras²⁷⁹.

No que tange à apresentação da proposta de alteração do regulamento de gestão esta iniciativa compete exclusivamente à entidade gestora. No entanto, todas as alterações que não decorrem de disposição legal imperativa, devem ser aprovadas pela assembleia de participantes, por deliberação tomada por maioria dos votos emitidos, com exceção das matérias constantes do artigo 20.º, n.º 3 do RJCR, salvo se esta aprovação pelos investidores for exigida no regulamento de gestão. A alteração do regulamento de gestão terá de ser objeto de comunicação subsequente à CMVM²⁸⁰.

Por fim, não podemos deixar de realçar que, as entidades gestoras são remuneradas pelo desempenho das funções já indicadas, o que acaba por representar um custo para o FCR.

²⁷⁸ Cf. Art. 19.º, n.º 2 e 4 do RJCR.

²⁷⁹ André Luiz Gomes, Catarina Correia da Silva e Vera Figueiredo, “Fundraising...”, *cit.*, p. 192- 193.

²⁸⁰ Cf. Art. 7.º, n.º 11 do RJCR.

A remuneração pode incluir uma comissão de gestão fixa e uma comissão de gestão variável dependendo do desempenho do FCR. Estas informações relativas à remuneração devem constar do regulamento de gestão de forma clara, completa e transparente²⁸¹.

No ordenamento jurídico cabo-verdiano, a entidade gestora, o regulamento de gestão e a respetiva remuneração, encontram-se enquadrados no elenco das matérias omissas no diploma relativo aos FCR e, por isso, aplica-se subsidiariamente o RGOIC cabo-verdiano. Contudo, à semelhança do que temos visto, esta aplicação subsidiária não é a mais adequada, na medida em que o regime está desenhado para as entidades gestoras de OIC em geral e não especificamente para as entidades gestoras de FCR. Nestes termos, entende-se que podem ser entidades gestoras: as sociedades de gestão financeira, as instituições de crédito e as sociedades de investimento que disponham de fundos próprios não inferiores a 800 (oitocentos) milhões de escudos cabo-verdianos, quando se trata de fundos de investimento fechados²⁸², como é o caso dos FCR.

Estatui-se que, as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário, quando autorizadas, podem exercer as atividades de gestão de FCR²⁸³. Nestes termos, a estas competem a gestão discricionária e individualizada de carteiras por conta de outrem, a consultoria para investimento, o registo e depósito de UP. Adicionalmente, a representação dos participantes e dos legítimos interessados do FCR, a prática de atos e operações necessários à boa concretização da política de investimento e administração de ativos do fundo, desde que estejam autorizadas para tal²⁸⁴. Relativamente aos deveres especificamente estatuídos no RGOIC cabo-verdiano²⁸⁵, estas não divergem daqueles que são regulamentados no regime português.

No que concerne ao regulamento de gestão, este deve ser elaborado pela respetiva entidade gestora do FCR²⁸⁶, à semelhança do que acontece no regime português. Os elementos que devem constar deste documento, encontram-se exaustivamente detalhados no art. 41º do RGOIC cabo-verdiano, exigindo-se, em suma, a clara identificação do FCR, da entidade gestora, do depositário, das subcontratadas, da política de investimento e das

²⁸¹ Cf. Arts. 19.º, n.º 3, alínea u) e 33.º do RJCR.

²⁸² Cf. Art. 20.º, n.º 1 do RGOIC cabo-verdiano.

²⁸³ Cf. Art. 22.º, n.º 5 do RGOIC cabo-verdiano.

²⁸⁴ Cf. Art. 22.º, n.º 1, 3 e 4 do RGOIC cabo-verdiano.

²⁸⁵ Cf. Art. 23º do RGOIC cabo-verdiano.

²⁸⁶ Cf. Art. 37.º do RGOIC cabo-verdiano.

condições de liquidação. Os referidos elementos também não divergem dos que encontramos no regime português.

No que concerne à alteração do regulamento de gestão, importa realçar que esta carece da aprovação prévia da AGMVM, considerando-se aprovadas no prazo de 15 dias, em caso de omissão²⁸⁷. No que concerne às alterações dos elementos constantes do art.42.º, n.º 3 do RGOIC, é necessário a mera comunicação prévia à AGMVM.

O exercício das funções exercidas pela entidade gestora é remunerado através de uma comissão de gestão paga periodicamente à entidade gestora. A comissão de gestão pode incluir uma comissão de gestão fixa e uma comissão de gestão variável (também denominada comissão de desempenho ou performance), dependendo do desempenho do FCR²⁸⁸.

5. A Assembleia de participantes dos FCR

A intervenção dos participantes é fundamental para o funcionamento dos FCR, sendo que esta se debruça numa reunião em assembleia para deliberar sobre as propostas submetidas pela entidade gestora²⁸⁹.

No que concerne à sua convocação e ao seu funcionamento, no regime jurídico português, releva o disposto na lei para a assembleia de acionistas, salvaguardando-se o que de contrário estipular o RJCR²⁹⁰. Quanto a este aspeto, importa realçar que esta remissão deve ser encarada com alguma cautela, na medida em que o CR tem uma dinâmica específica e, por isso mesmo, não se deve aplicar cegamente as normas que regulam o funcionamento de uma típica sociedade comercial.

No que diz respeito às decisões, apenas os titulares de UP que disponham de, pelo menos, um voto é que têm direito a estar presentes nas assembleias de participantes²⁹¹. No entanto, estes podem fazer-se representar por terceiros, desde que dirijam a respetiva

²⁸⁷ Cf. Art. 42.º, n.º 1 do RGOIC cabo-verdiano e art. 2.º e 3.º do Regulamento da AGMVM N.º 3/2015.

²⁸⁸ Cf. Art. 2.º e 3.º do Regulamento da AGMVM N.º 3/2015.

²⁸⁹ António de Almeida Ferreira Soares, “Breves notas...”, *cit.*, p. 241.

²⁹⁰ Cf. Art. 35.º, n.º 1 do RJCR.

²⁹¹ Cf. Art. 35.º, n.º 4 do RJCR.

carta de representação ao presidente da mesa²⁹². Por regra, estas decisões são tomadas pela maioria dos votos emitidos, salvo nos casos em que o regulamento de gestão ou disposição legal exija, maioria mais elevada²⁹³.

As matérias sujeitas à deliberação são apenas aquelas da competência da assembleia de participantes ou aquelas expressamente solicitadas pela entidade gestora e, unicamente, com base em propostas apresentadas por aquela²⁹⁴.

Importa ainda frisar a relevância que a assembleia anual assume no seio dos FCR, sendo este, o momento oportuno para deliberar sobre o relatório de atividade e as contas do exercício, para sociedade gestora esclarecer os participantes e, proceder à apreciação geral no que concerne à situação do FCR²⁹⁵.

No que concerne ao regime da invalidade das deliberações, à semelhança do que acontece no caso da convocação e do funcionamento da assembleia, segue em tudo o que não seja diverso com a sua natureza, as regras do CSC. Aqui refere-se mais concretamente ao disposto nos artigos 56.º e seguintes do CSC sobre a invalidade de deliberações de sócios de sociedades comerciais²⁹⁶, estipulando-se ainda que essas ações de declaração de nulidade ou anulabilidade de deliberações são propostas contra o próprio FCR²⁹⁷.

No ordenamento jurídico cabo-verdiano, as regras relativas à assembleia de participantes, constam do RGOIC, por remissão do art. 9.º do Decreto-Lei n.º 80/2005, de 5 de dezembro. E, pelo facto dos FCR serem uma modalidade de fundos mobiliários fechados, releva as regras constantes do disposto no art. 56.º do RGOIC. Nestes termos, entende-se que a convocação e o funcionamento da assembleia de participantes seguem as regras constantes na lei para a assembleia de acionistas, salvaguardando-se as previsões diversas nos respetivos documentos constitutivos²⁹⁸. Sendo que, as matérias que carecem de aprovação da assembleia de participantes dizem respeito ao aumento das comissões; à alteração da política de investimento; à emissão de novas UP para subscrição, bem como as respetivas condições; a prorrogação da duração, bem como a passagem para a duração

²⁹² Cf. Art. 35.º, n.º 5 do RJCR.

²⁹³ Cf. Art. 35.º, n.º 11 do RJCR.

²⁹⁴ Cf. Art. 35.º, n.º 12 do RJCR.

²⁹⁵ Cf. Art. 36.º do RJCR.

²⁹⁶ Cf. Art. 37.º, n.º 2 do RJCR.

²⁹⁷ Cf. Art. 37.º, n.º 1 do RJCR.

²⁹⁸ Cf. Art. 56.º, n.º 3 do RGOIC cabo-verdiano.

indeterminada por parte do FCR; à fusão; à substituição da entidade gestora; a liquidação do FCR e outras matérias constantes dos documentos constitutivos²⁹⁹.

6. A subcontratação das funções de gestão

A subcontratação tem ganhado relevância, face às crescentes questões relacionadas com a gestão de carteiras e de riscos. As disposições relativas à subcontratação constam do regime qualificado, pelo que, conforme tínhamos referido, dizem respeito às SGFCR e às SICR.

No que tange a esta temática, importa referir que, no ordenamento jurídico português, a intenção de proceder à subcontratação de terceiros para o desempenho de funções de gestão, deverá ser notificada à CMVM³⁰⁰. Ora, vejamos que, caso a subcontratação diga respeito à gestão de carteiras ou de riscos, as entidades subcontratadas devem estar autorizadas a gerir ativos e sujeitas à supervisão ou, caso esta condição não possa ser satisfeita, terá de ser mediante autorização prévia da CMVM³⁰¹. Realçamos que as referidas funções, não podem ser subcontratadas com o depositário, com um subcontratado deste ou com qualquer outra entidade suscetível de gerar conflito de interesses com a sociedade ou com os participantes, a menos que exista mecanismos para identificar e gerir as potenciais e concretas situações de conflito de interesses³⁰².

Convém ter presente que o facto de as SGFCR e de as SICR subcontratarem um terceiro não impede a eficácia da supervisão da sociedade ou gestão do FCR no interesse dos seus participantes³⁰³, nem sequer a sua responsabilidade perante o FCR e seus participantes³⁰⁴. É neste sentido que, a lei determina não ser possível subcontratar de tal modo em que as suas funções se esvaziem e, conseqüentemente, deixem de poder ser consideradas como entidades responsáveis pela gestão³⁰⁵.

²⁹⁹ Cf. Art. 56.º, n.º 1 do RGOIC cabo-verdiano.

³⁰⁰ Cf. Art. 57.º, n.º 1 do RJCR.

³⁰¹ Cf. Art. 57.º, n.º 1, al. c) do RJCR.

³⁰² Cf. Art. 57.º, n.º 3 do RJCR.

³⁰³ Cf. Art. 57.º, n.º 1, al. e) do RJCR.

³⁰⁴ Cf. Art. 57.º, n.º 4 do RJCR.

³⁰⁵ Cf. Art. 57.º, n.º 5 do RJCR.

Por fim, cumpre-nos referir que o terceiro subcontratado pode subcontratar quaisquer funções que lhe tenham sido subcontratadas pelas SGFCR e SICR desde que cumpra os requisitos do art. 57.º, n.º 6 do RJCR.

No ordenamento jurídico cabo-verdiano, à semelhança do que temos visto para os outros aspetos dos regimes jurídicos, releva, neste caso, as disposições constantes no RGOIC cabo-verdiano. Nestes termos, a entidade gestora pode subcontratar um terceiro para exercer as funções de gestão de investimento e de administração, sendo que esta deverá informar à AGMVM os termos de cada subcontrato, antes da sua efetiva celebração³⁰⁶. No que concerne à gestão do OIC, mais concretamente dos FCR, esta só pode ser subcontratada com uma sociedade de gestão financeira³⁰⁷ e nunca num depositário ou outras entidades cujos interesses possam colidir com os do FCR e dos participantes. Neste caso, a demonstração da inexistência de conflito de interesses compete à entidade gestora³⁰⁸. Quando a subcontratada seja uma entidade com sede num Estado não membro da OCDE, é necessário que esteja garantida a cooperação entre a autoridade de supervisão nacional e a entidade de supervisão daquele Estado³⁰⁹.

Assim sendo, o recurso à subcontratação, exige que exista notificação prévia à AGMVM sobre os termos do subcontrato. É ainda necessário que a subcontratada se encontre qualificada e capacitada para o exercício das funções, que a entidade gestora consiga controlar o exercício de tais funções e que a subcontratação não esvazie a atividade da entidade gestora³¹⁰.

Aqui chegados, constatámos que a matéria relativa à subcontratação por parte das entidades gestoras têm muita semelhança com o que encontramos regulado no RJCR

³⁰⁶ Cf. Art. 25.º, n.º 1 e 27.º, n.º 1 do RGOIC cabo-verdiano

³⁰⁷ As Sociedades de Gestão Financeira têm como função a gestão dos FCR nos termos do art. 1.º, n.º 2, al. a), 4.º do Decreto-Lei n.º 11/2005 de 7 de fevereiro. Ora, entendemos que estatuir que a gestão dos FCR só pode ser subcontratadas nas sociedades de gestão financeira é muito restritivo. Desde logo porque, nos termos do art. 10.º, n.º 1 do referido diploma, as sociedades de gestão financeira também podem subcontratar as instituições de crédito para o exercício das funções de gestão, apesar de as disposições relativas à subcontratação nada falarem sobre a possibilidade de as subcontratadas subcontratarem. Para além disso, esta limitação não é estimulante, sendo que podem existir mais sociedades autorizadas a gerir ativos e, por conseguinte, capacitadas e qualificadas para o exercício de tais funções que, por força desta norma, não poderão fazê-lo. Sugerimos uma alteração que possibilite a outras sociedades exercerem a gestão dos FCR e que se deixe ao critério e análise da AGMVM a autorização para tal.

³⁰⁸ Art. 26.º, n.º 1, 2 e 3 do RGOIC cabo-verdiano.

³⁰⁹ Art. 26.º, n.º 4 do RGOIC cabo-verdiano.

³¹⁰ Art. 25.º, n.º 2 do RGOIC cabo-verdiano.

português. A grande diferença reside no facto de, no regime cabo-verdiano, se admitir unicamente a possibilidade de se subcontratar numa sociedade de gestão financeira.

7. A entidade depositária

O pilar dos FCR são os ativos que os compõem, pois sem estes não conseguem exercer verdadeiramente as suas funções. Daí que a entidade responsável pela custódia dos ativos merece ser regulada³¹¹. Ademais, a intervenção da entidade depositária³¹² nesta atividade é preponderante, na medida em que permite reforçar a proteção dos participantes por via da separação entre a custódia dos ativos dos FCR e o poder de administração daqueles³¹³.

Ora, no regime português, constata-se que tanto os FCR geridos por entidades gestoras abaixo dos limiares relevantes³¹⁴, como os acima dos limiares relevantes devem ter um depositário³¹⁵. Este pode ser uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento, autorizada a prestar o serviço de registo e depósito de instrumentos financeiros por conta de clientes, e sujeita a requisitos de fundos próprios nos termos do artigo 92.º do Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho. O depositário, através do contrato celebrado com a entidade gestora³¹⁶ fica obrigado a assumir uma dupla função³¹⁷. Por um lado, as funções relativas à custódia dos ativos dos FCR³¹⁸, a qual pode subcontratar em terceiros desde que cumpra os requisitos

³¹¹ Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento...*, cit., p. 121.

³¹² O depositário é expressamente qualificado como intermediário financeiro, conforme disposto nos termos do art. 289.º, n.º 1, al. d) do CVM.

³¹³ Conforme tínhamos visto anteriormente, a gestão de ativos não pode ser subcontratada aos depositários, mormente por uma questão de gestão de conflito de interesses, na medida em que, como iremos ver, ao depositário também compete fiscalizar e acompanhar o funcionamento dos FCR, nos termos do art. 57.º, n.º 3, al. a) do RJCR e art. 121.º, n.º 1, al. h) do RGOIC *ex vi* do art. 61.º do RJCR.

³¹⁴ Cf. art. 7.º, n.º 4, al. e), 19.º, n.º 3, al. d), u) e w) e 31.º do RJCR. Quanto a estas entidades depositárias não se aplicam as regras do AIFMR (Regulamento Delegado 231/2013), uma vez que estão fora do âmbito da AIFMD.

³¹⁵ Cf. Art. 120.º, n.º 1 do RGOIC *ex vi* do art. 61.º do RJCR.

³¹⁶ Cf. Art. 127.º e seguintes do RGOIC.

³¹⁷ Funções estas que são remuneradas através de uma comissão de depósitos, conforme disposto no art. 126.º do RJOIC.

³¹⁸ Cf. Art. 121.º, n.º 1, al. b).

estatuídos no art. 124.º, n. 2º do RGOIC. Por outro lado, este tem um leque de deveres concernentes à fiscalização e acompanhamento do funcionamento dos FCR³¹⁹.

Tendo em conta a natureza fiduciária da posição do depositário, no exercício das suas funções, este deve atuar de modo independente, com honestidade, equidade, profissionalismo e no exclusivo interesse dos participantes³²⁰. No caso de perda, por si ou por terceiro subcontratado, de instrumentos financeiros confiados à sua guarda, bem como de qualquer prejuízo sofrido pelos participantes em resultado de incumprimento culposos das suas obrigações, fica o depositário responsável, perante a entidade responsável pela gestão e os participantes³²¹.

Por fim, cumpre-nos realçar que é atribuída a possibilidade de substituição do depositário nos termos do art. 124.º do RGOIC.

Ora, à semelhança do que acontece no regime português, no regime cabo-verdiano os ativos geridos por FCR devem ser confiados a um único depositário. Este pode ser uma instituição de crédito, uma sociedade de investimento com sede em Cabo Verde com fundos próprios não inferiores a 800.000.00\$00 (oitocentos milhões de escudos cabo-verdianos), bem como as sucursais destas com sede num Estado-Membro da OCDE³²².

A esta entidade também é atribuída uma ampla gama de deveres que, de uma forma sucinta, também se prendem com a custódia dos ativos do FCR, sendo possível a subcontratação em terceiros³²³, bem como com a fiscalização e o acompanhamento do funcionamento do FCR, conforme disposto nos termos do art. 30.º do RGOIC cabo-verdiano.

Contudo, constatamos que matérias tão relevantes como, por exemplo, o conteúdo obrigatório do contrato entre a entidade gestora e o depositário, a substituição do depositário, o regime dos ativos em caso de insolvência e a responsabilidade do depositário, em alguns casos não são regulados e, em outros apenas de forma superficial.

³¹⁹ Ainda nesta senda, tem especificadamente o dever de assegurar que a contrapartida seja entregue nos prazos conforme a prática de mercado; de acompanhar os fluxos de caixa; de controlar as contas em numerário; de efetuar o pagamento aos participantes; de elaborar mensalmente o inventário discriminado dos ativos e dos passivos do FCR, entre outros deveres elencados no art. 121.º do RGOIC, Conforme Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 901.

³²⁰ Cf. Art. 15.º e 123.º, n. 2º do RGOIC; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 902 - 903.

³²¹ Cf. Art. 122.º do RGOIC.

³²² Cf. Art. 28, n. 1º e 2º do RGOIC cabo-verdiano.

³²³ Cf. Art. 30.º, n.º 3 do RGOIC cabo-verdiano.

A este propósito damos nota de que, face à notória relevância do depositário para o funcionamento dos FCR, urge regular o regime legal aplicável a esta entidade de uma forma mais densificada, atualizada e conforme a realidade cabo-verdiana.

8. A entidade comercializadora

À entidade comercializadora compete exercer a atividade de comercialização que consiste num serviço dirigido aos clientes, com o intuito de distribuir os valores mobiliários³²⁴.

Ora, no regime português e, no que diz respeito a estas entidades, importa realçar que tanto os FCR geridos por entidades abaixo dos limiares relevantes como os geridos acima dos limiares relevantes podem ter entidades comercializadoras. Nos termos do art. 11.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 3/2015, republicado pelo Regulamento da CMVM n.º 5/2020, podem ser entidades comercializadoras as entidades responsáveis pela gestão, os depositários, os intermediários financeiros registados junto da CMVM para o exercício das atividades de colocação em ofertas públicas de distribuição ou de receção e transmissão de ordens por conta de outrem. Quanto a estes, importa realçar que a relação que estabelecem com a entidade gestora, deverá ser regulada por contrato escrito³²⁵. Cumpre ainda referir que são estas entidades responsáveis perante os participantes pelos danos causados no exercício da sua atividade³²⁶.

No ordenamento jurídico cabo-verdiano o regime legal aplicável à comercialização de UP encontra-se regulado nos artigos 31.º e seguintes do RGOIC cabo-verdiano. Nestes termos, o exercício desta atividade pode ser efetivado pelas entidades gestoras; pelos depositários; pelos intermediários financeiros registados ou autorizados junto do Banco de Cabo Verde para o exercício das atividades de colocação em ofertas públicas de distribuição ou de receção e transmissão de ordens por conta de outrem³²⁷; bem como outras entidades autorizadas pela AGMVM.

³²⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 906; Art. 4.º, n.º 1, al. x) da AIFMD.

³²⁵ Art. 11.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM n.º 3/2015.

³²⁶ Art. 11.º, n.º 3, do Regulamento da CMVM n.º 3/2015 e 15.º, n.º 2 do RJCR.

³²⁷ Cf. Art. 31.º, n.º 2 do RGOIC cabo-verdiano.

Esta atividade pode ser exercida em Cabo Verde ou no estrangeiro. No que tange à comercialização de UP em Cabo Verde de FCR domiciliados num Estado-Membro da OCDE, é necessária notificação à AGMVM acompanhada dos elementos constantes do art. 52º, n.º 1 do RGOIC cabo-verdiano. Nesta senda, o início da comercialização das UP dos FCR, acontece dois meses após a entrega dos referidos documentos, salvo se a AGMVM, dentro desse prazo, fundamentadamente se opuser.

Por seu turno, para comercializar no estrangeiro as UP de um FCR domiciliado em Cabo Verde é necessário comunicar tal facto à AGMVM, sendo que esta comunicação será remetida à autoridade competente do Estado visado³²⁸.

Estatui-se ainda, à semelhança do que acontece no RJCR, que estas entidades, no exercício das suas funções, devem agir de modo independente, no exclusivo interesse dos participantes, disponibilizando ao subscritor, ao participante ou demais legítimos interessados todas as informações necessárias³²⁹.

Ora, tendo em conta a complexidade desta atividade é necessário que esses deveres sejam reforçados com os relativos à prestação de serviços de intermediação financeiros, conforme disposto nos artigos 52.º e seguintes do Código de Mercado de Valores Mobiliários cabo-verdiano.

IV- Proposta de revisão do Regime Jurídico relativo ao Capital de Risco Cabo-verdiano à luz do Regime Português

A análise efetivada *supra*, em que esmiuçamos os diplomas e realçamos a necessidade de, em alguns casos acrescentar temáticas e noutros retirar as que não acrescentam valor, acaba por demonstrar aquilo que defendemos no que concerne à revisão do regime que regula a atividade de CR no ordenamento jurídico cabo-verdiano.

Posto isto, e conforme referido, a relevância da figura dos *Business Angels* para a dinamização deste investimento, também seria interessante se implementada no ordenamento jurídico cabo-verdiano. No entanto, a parca existência de registo de ICR na

³²⁸ Cf. Art. 53º do RGOIC cabo-verdiano e Art. 7.º a 10.º do Regulamento da AGMVM n.º 3/2015.

³²⁹ Cf. Art. 32.º, n.º 2 do RGOIC cabo-verdiano.

experiência portuguesa, exige que esta implementação seja muito bem acautelada, revestindo-se de normas reguladoras que estimulem o seu uso. Com efeito, à semelhança do que defendemos para o regime português, também subscrevemos que, a constituição desta figura sob a forma de sociedade unipessoal por quotas, não nos parece que seja a mais vantajosa e eficaz ao incentivo do investimento individual em CR. Defendemos antes uma forma que possibilite o agrupamento dos investidores, para que, como acontece na prática, possam investir num agrupamento.

Importa, pois, esclarecer que uma vez introduzida a figura dos *Business Angels* no ordenamento jurídico cabo-verdiano, urge criar um único regime de CR que condense a regulação desta figura, bem como das SCR e dos FCR. Esta é indubitavelmente uma necessidade, por uma questão de sistematização dos respetivos regimes, mas também de facilidade na consulta e utilização dos referidos diplomas legislativos, não apenas pelos agentes de mercado, mas também pelo público em geral. Deste modo, será possibilitado ao aplicador uma visão cabal sobre o que é, efetivamente, a atividade do CR.

Por outro lado, no Decreto-Lei n.º 72/94, de 12 de dezembro, que regula a atividade das SCR, importa rever os conceitos utilizados para caracterizar a operação de CR e especificar quais as modalidades permitidas neste ordenamento jurídico. No caso, deverá ser permitida não apenas as operações de *Venture Capital*, mas também, as relativas a *LBO*, *MBO*, *BIMBO*, *Bridge Financing*, *turnaround*, entre outras modalidades. Ora, esta proposta surge na sequência de termos constatado que neste diploma o legislador descreve a operação de CR utilizando referências que levam a interpretar que apenas é permitida operações de *Venture Capital*. Compreendemos a preocupação do legislador sublinhar constantemente que este tipo de investimento se direciona a empresas com potencial de expansão e crescimento, na medida em que o tecido empresarial cabo-verdiano é fortemente constituído por *start-ups* e PME. Contudo, é preciso que haja uma definição mais assertiva, harmonizada com a prática internacional e menos restritiva, uma vez que a definição, da maneira como se encontra apresentada, pode constituir um entrave para operações mais complexas e/ou em empresas maiores e maduras.

Considerando a regulação das SCR, não podemos deixar de sublinhar a pertinência de harmonizar um regime de constituição e funcionamento que coadune,

especificamente, com a sua atividade, contrariamente à uma lógica geral de instituição financeira, como existe hodiernamente.

Ainda quanto ao regime relativo às SCR, relembremos a necessidade de clarificar a possibilidade de o investimento ser realizado através de capital próprio, capital alheio e capitais híbridos, de forma a não existirem dúvidas sobre o seu âmbito.

Importa ainda salientar que uma das operações ativas das SCR prende-se com a gestão apenas dos FCR. Contudo, entendemos que esta é uma solução restritiva, principalmente quando olhamos para a alteração efetuada em 2004 que visou alargar o âmbito das atividades das SCR e, conseqüentemente, dinamizar o CR. O facto de atualmente existirem outras entidades como as sociedades de empreendedorismo social, e tendo em conta o seu objeto, acaba por reforçar esta ideia de que as SCR podem ser polifuncionais, gerindo outras entidades que não apenas os FCR.

Convirá ainda realçar que as regras relativas às operações permitidas aos FCR, mais concretamente relativamente à possibilidade de conceder qualquer modalidade de crédito ou de prestar garantias em benefício da sociedade participada, devem ter outra configuração. Ao nosso ver, eliminar a possibilidade de conceder créditos pode ser uma decisão muito radical. Contudo torna-se pertinente estabelecer um limite na concessão deste, mormente por uma questão de mitigação de risco, o que conseqüentemente, transmite mais segurança aos investidores.

Nesta senda, o que também é vantajoso quando pensamos numa lógica de maior diversificação do risco e que se enquadra no ordenamento jurídico cabo-verdiano, é a possibilidade de existirem fundos de fundos³³⁰ de CR. Isto é positivo, pois quanto mais oportunidades existirem de investir, de organização dos investidores, de reduzir o risco do investimento, mais valor pode ser criado.

Não podemos deixar de mencionar que a regulação da entidade gestora, da remuneração, bem como do regulamento de gestão está pensada numa lógica geral de OIC e não especial para os FCR. Neste campo, há várias matérias que já se encontram reguladas no cenário internacional e que são, sem dúvidas, uma mais valia para o ordenamento jurídico cabo-verdiano. Desde logo, interessaria regular a possibilidade de substituição da entidade gestora mediante estipulação nos documentos constitutivos e a

³³⁰ O RGOIC cabo-verdiano regula a possibilidade de existir fundos de fundos de OIC.

entrega de toda a documentação alterada em conformidade. Também seria interessante introduzir a possibilidade de subcontratar em outras entidades que não apenas as sociedades de gestão financeira a gestão dos FCR, bem como a possibilidade das subcontratadas subcontratarem. Deve-se de igual modo regular os termos do contrato escrito entre a entidade gestora e o depositário.

As matérias relativas aos encargos dos FCR, por constituírem um elemento fulcral no enquadramento regulatório relativo à proteção dos investidores, carecem, igualmente, de revisão por parte do legislador. Ora, esta revisão deve ter como base um regime de imputação de custos que afaste qualquer encargo que não se relacione com a gestão concreta dos FCR. Desde logo, é relevante que constituam encargos a remuneração da entidade gestora, dos depositários, do auditor, os custos relacionados com os investimentos e desinvestimentos nos ativos, os custos relacionados com a documentação a ser disponibilizada aos titulares das UP, os custos com os consultores do FCR, à semelhança do que se encontra previsto no regime português e que entendemos que se adequa perfeitamente ao ordenamento jurídico cabo-verdiano.

Aproveita-se ainda esta proposta, para sugerir a concentração na AGMVM de todos os poderes respeitantes à autorização e supervisão das ECR, quer a título prudencial, quer a título contraordenacional.

Sucedo também, a necessidade de regular um regime sancionatório unitário e harmonizado para as ECR, uma vez que este regime atualmente não se adequa à natureza dos ilícitos que podem ser cometidos por estas entidades³³¹.

A terminar, apesar de não ser o cerne do presente trabalho, deixamos a nota de que o CR é geralmente associado a um tratamento fiscal mais favorável, para premiar o risco subjacente a estas empresas³³². Pelo facto de o sistema fiscal ter um papel relevante no crescimento económico, a tão almejada reforma do regime jurídico do CR em Cabo Verde, ficará verdadeiramente completa com a contemplação de uma revisão no Código dos Benefícios Fiscais³³³.

³³¹ Por exemplo, no que diz respeito às SCR, o regime contraordenacional encontra-se regulado na Lei de Atividades e Instituições Financeiras.

³³² Paulo Câmara, *Manual de Direito dos...*, cit., p. 939.

³³³ Aprovada pela Lei n.º 26/VII/2013, de 21 de janeiro.

Error! Use the Home tab to apply Título 1 to the text that you want to appear here.

Em suma, entendemos que existe uma vantagem nesta revisão, de modo a integrar os diplomas legislativos analisados num único regime para efeitos de determinação e clarificação de alguns aspetos gerais a que o intérprete deve atender. Deste modo, será possível ter um quadro jurídico mais claro e robusto para aquilo que é exigido neste mercado.

V- Conclusão

Conforme ficou demonstrado ao longo do presente trabalho, a crise financeira de 2007-2008, não obstante as inúmeras consequências pejorativas, acabou por, de certa forma, apresentar uma mudança de paradigma no cenário mundial respetivamente ao financiamento das empresas que era necessária. Evidenciou-se a necessidade de os mercados financeiros mundiais começarem a investir, mais fortemente, em soluções alternativas de financiar empresas, como é o caso do CR.

Este financiamento, conforme visto, quando corretamente aplicado, revela uma grande viabilidade, podendo ser utilizado tanto em empresas em fase de instalação, como em empresas já instaladas no mercado, mas que carecem de reestruturação. Conquanto, não significa que este seja uma panaceia, pois como constatámos, a sua valorização, também depende, em grande medida, de um sistema financeiro e económico operacional.

A análise efetivada expôs algumas fragilidades jurídicas ao nível quer da regulamentação portuguesa, quer cabo-verdiana, que merecem ser revistas, de modo a contribuir para um eficiente funcionamento dos mercados e dos seus agentes.

No caso português, destacamos que não podemos olvidar as potencialidades económicas das sociedades em comandita por ações, maniatada neste mercado por quem deveria fazer uso das mesmas, na medida em que tem uma estrutura societária apetecível para este tipo de financiamento. Por outro lado, o estudo demonstrou que, tendo em conta o modo como na prática os ICR atuam, releva repensar o seu pleno acolhimento e a sua relevância prática no mercado, bem como, se a obrigatoriedade de ser constituída sob a forma de sociedade unipessoal por quotas é a mais vantajosa para a sua dinamização.

No que concerne ao caso cabo-verdiano, o estudo trouxe à tona a existência de indicadores positivos no que concerne à evolução do sistema financeiro. Um sistema que está a consolidar-se como robusta e flexível face às transformações em causa. No entanto, apercebemo-nos que neste, ainda persistem lacunas significativas, deixando-o à mercê daquilo que é exigido para assegurar o financiamento de projetos com alto risco. Não obstante o esforço do legislador aquando da sua criação, hodiernamente, o regime do CR em Cabo Verde é um regime antigo, desatualizado quando confrontado com a realidade cabo-verdiana e que não repercute as mais modernas práticas internacionais. A proposta que apresentamos, visando aprofundar as disciplinas jurídicas respeitantes ao CR que

revelam de interesse ao ordenamento jurídico cabo-verdiano, faz-nos crer que este financiamento terá uma perspetiva futura favorável em Cabo Verde.

Importa ainda salientar que reconhecemos e realçamos a relevância do sistema fiscal para o crescimento económico, apesar da opção de não abordar esta temática na presente investigação, por não ser o cerne do presente trabalho. Porém, seria uma mais valia que os estudos futuros pudessem debruçar sobre esta temática apresentando propostas para alterar o Código dos Benefícios Fiscais, tornando este investimento em CR mais atrativo.

A terminar, resta-nos aguardar a reação do mercado, certos de que os próximos anos serão de extrema importância no amadurecimento desta operação de financiamento. É nosso desiderato que o presente trabalho venha servir de catalisador para a tão almejada reforma deste regime, permitindo, conseqüentemente, a dinamização do mercado de CR e a sedimentação dos pilares normativos do mercado financeiro cabo-verdiano.

VI- Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume VI, Coimbra, Almedina, 2013

ALEXANDRE, Vera Lúcia Geraldes, *Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, ISCTE-IUL, 2009

ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.^a Ed., Coimbra, Almedina, 2018

ARMADA, Manuel José da Rocha; e CORREIA, Maria do Carmo Castro, “Sobre a identificação dos fatores de seleção, das formas de intervenção e o contributo das sociedades de capital de risco em Portugal”, *Ayala Calvo, J.C. y grupo de investigación FEDRA*, 2007

BARNES, Simon; e PEARCE, Rupert, *Raising Venture Capital*, Inglaterra, John Wiley & Sons (Wiley), 2006

BRESLOW, Stephanie R; SCHWARTZ, Phyllis A., *Private Equity Funds: Formation and Operation*, Estados Unidos da América, Practising Law Institute, 2013

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

- “O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal na DL n.º 56/2018, de 9 de julho”, *Revista Española de Capital Riesgo*, Ano MMXIX (2019), N.º 1/2019

CAETANO, Paulo, *Capital de Risco*, Coimbra, Almedina, 2013

CARVALHO, Orlando De, *Critério e Estrutura do Estabelecimento Comercial, o Problema da Empresa como objeto de Negócio*, Atlântida Editora, Coimbra, 1967

CASELLI, Stefano; e NEGRI, Giulia, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, 2.^a Ed., Academic Press, 2018

COOKE J., Darryl, *Private Equity: Law and Practice*, 3.^a Ed., Londres, Sweet & Maxwell Ltd, 2008

COLE, Rebel; DOUGLAS, Cumming; e LI, Dan, “Do Banks or VCs spur small firm Growth?”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 41

CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, 6.^a Ed, Coimbra, Almedina, 2018

- *Direito Comercial*, 3.^a Ed, Coimbra, Almedina, 2012

CORDEIRO, António Menezes, DUARTE, Diogo Pereira; e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *FinTech II- Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira*, Coimbra, Almedina, 2019

DICKINSON, Thomas “Capital de risco: uma oportunidade de investimento nos céus africanos?”, *Percepções*, Ano MMVIII (2008), n.º 60

GOMES, André Luiz; FIGUEIREDO, Vera; e SILVA, Catarina Correia da, “Fundraising-Portugal”, in Stephen L. Ritchie (Ed.), *The Private Equity Review*, 9.^a Ed., United Kingdom, Law Business Research Ltd, 2020

GOMPERS, Paul; e LERNER, Josh, *The Venture Capital Cycle*, Estados Unidos da América, MIT Press, 2000

HALE, Cris, *Private Equity: A transactional Analysis*, 3.^a Ed., Londres, Globe Business Publishing Ltd, 2015

HARDYMON, Felda; LEAMON, Ann; e LERNER, Josh, *Venture Capital & Private Equity: A casebook*, 4.^a Ed., Estados Unidos da América, John Wiley & Sons, Inc, 2009

HINCHLIFFE, Mike; e YATES, Geoff, *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Nova York, Cambridge University Press, 2010

LOPES, Ana Isabel; LOURENÇO, Isabel Costa; e MORAIS, Ana Isabel, *Fundamentos de Contabilidade Financeira: Teoria e Casos*, 2.^a Ed., Lisboa, Edições Sílabo, 2018

MANUEL, Jacinto Domingos Manuel; MANUEL, Leonildo João Lourenço; e SIMÃO, Daniela Naulila de Almeida, *Escritos sobre Fintech e Corporate Finance: Experiências e desafios no contexto africano*, Lisboa, AAFDL Editora, 2019

MCKASKILL, Tom, *Raising Angel & Venture Capital Finance: An entrepreneur's guide to securing venture finance*, Melbourne, Breakthrough Publications, 2009

Error! Use the Home tab to apply Título 1 to the text that you want to appear here.

- *Invest to Exit: A pragmatic strategy for angel and venture capital investors*, Melbourne, Breakthrough Publications, 2009

MENDES, António Rocha, *IRC e as Reorganizações Empresariais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2016

METRICK, Andrew; e YASUDA, Ayako, *Venture Capital & the Finance of Innovation*, 2.^a Ed., Estados Unidos da América, John Wiley & Sons (Wiley), 2011

MONTEIRO, António Pinto; PINTO, Carlos Alberto da Mota; PINTO, Paulo Mota, *Teoria Geral do Direito Privado*, 4.^a Ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2005

MOURA, Miguel de Azevedo, *Da Sociedade em Comandita por Ações*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011

NASCIMENTO, Frederico Fayad, *O Capital de Risco e as suas estipulações contratuais*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, Instituto Universitário de Lisboa, 2016

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Ed., Coimbra, Almedina, 2018

OSÓRIO, José Diogo Horta, *Da Tomada de Controlo de Sociedades (TAKEOVERS) Por Leveraged Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português*, Coimbra, Almedina, 2001

PINA, Carlos Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005

PHILIPS, Olayanju, “The Leapfrog Model: Venture Capital as a Cure to Africa’s Funding Paralysis”, Ano MMXIX

RAMADANI, Veland, “Business Angels - Who They Really Are?”, *Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance*, Vol. 18, n.º 7-8, p.5 . Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1300422 (Consult. 10/07/2020)

SOARES, António de Almeida Ferreira, “Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 15, N.º 1

TEIXEIRA, Ana Nunes, “A gestão dos fundos de capital de risco- Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X (2018), N.º 3

VASCONCELOS, Pedro Pais de, “O acionista do capital de risco- dever de gestão”, *II Congresso do Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2009

VEIGA, Alexandre Brandão da, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário: Regime Jurídico*, Coimbra, Almedina, 1999

VIEIRA, Ana Isabel, “Conflitos de interesses e capital de risco”, *Revista de Direito Civil*, Ano II (2017), n.º 4

Outras fontes

BANCO DE CABO VERDE, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Relatório, Banco de Cabo Verde, 2020

CMVM, *Relatório sobre a atividade de Capital de Risco 2019*, Relatório, Portugal, 2019, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/CMVM-Relat%C3%B3rio%20Anual%20de%20Capital%20de%20Risco-2019.pdf> (consult. 05.12.2020).

IAPMEI e APCRI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006

OCDE, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing*, Relatório, Istanbul, 2015, disponível em <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> (consult.05.12.2020)

PARTECH AFRICA TEAM, *2019 Africa Tech Venture Capital Report*, Relatório, 2020, disponível em file:///C:/Users/sanch/Downloads/2020.01_Partech_Africa_-_2019_Africa_Tech_VC_Report_FINAL.pdf (consult. 08.12.2020)

TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU, *Intervenções da União Europeia geridas de forma centralizada para capital de risco: é necessária mais direção*, Relatório Especial n.º 17, Luxemburgo, 2019, disponível em <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/venture-capital-17-2019/pt/#chapter6> (consult. 07.12.2020)

UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT ORGANIZATION, *Estudo de viabilidade de um fundo de venture capital para pequenas e médias empresas em Cabo Verde*, Relatório, Viena, Investment and Technology Unit, 2014