

FACULDADE DE DIREITO – UNIVERSIDADE NOVA DE LISBOA

MESTRADO EM CIÊNCIAS JURÍDICO-EMPRESARIAIS

RELATÓRIO DE ESTÁGIO CURRICULAR



CMVM

Yenny Nathaly Dias Jesus

Orientador na FDUNL:

Professor Doutor Vítor Neves.

Orientador na Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários:

Mestre Amadeu José Ferreira

Lista de abreviaturas e acrónimos

APCRI - Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento

AP - Assembleia de Participantes

BdP – Banco de Portugal

CD – Conselho Diretivo

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CR – Capital de Risco

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CdVM – Código dos Valores Mobiliários

DGIC – Departamento de Supervisão de Gestão de Investimento Coletivo

ECMVM - Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EG – Entidade Gestora

EVCA - European Private Equity and Venture Capital Association

FCR – Fundo de Capital de Risco

ICR – Investidores de Capital de Risco

ISP – Institutos Seguros de Portugal

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas



RCMVM – Regulamento da CMVM

RG – Regulamento de Gestão

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco (Decreto-lei n.º 375/2007 de 8 de Novembro)

RJCR'02 – Decreto-lei n.º 319/2002 de 28 de Dezembro de 2002

ROC – Revisor Oficial de Contas

SCR – Sociedade de Capital de Risco

SFE – Sociedade de Fomento Empresarial



Declaração Anti plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.



Agradecimentos

Agradeço em primeiro lugar aos meus pais e à minha irmã pela paciência e pelo apoio incondicional que me proporcionaram ao longo destes anos de estudo e de toda a minha vida.

Em segundo lugar gostava de agradecer ao meu namorado pelo incentivo contínuo, pela ajuda e por nunca me deixar desistir.

Um muito obrigado a todos os técnicos da CMVM pela disponibilidade e ajuda prestada durante o período de estágio e depois deste, e obrigada sobretudo pela amizade. Gostaria de agradecer especialmente à Maria Ana Nogueira, à Marta Silva, à Paula Romão, e ainda aos meus “colegas” Nuno Gaspar, José Ferreira, João Tomaz e Sónia Fernandes.

Obrigada também à Dra. Margarida Matos Rosa, à Dra. Florbela Razina e ao Dr. Amadeu Ferreira, por me terem proporcionado a oportunidade de ter feito parte de uma equipa fantástica, assim como pela preocupação e ajuda que me prestaram ao longo do estágio.

Por último, um obrigado enorme para todos aqueles amigos e colegas sem os quais não teria sido possível a feitura deste trabalho, em especial, obrigado Pedro Coelho, Patrícia Ferreira, Ana Pintadinho, Carlos Coelho, Inês Capinha, Eduardo Fonseca, Marina Almeida e Sónia Gomes.

A todos os que contribuíram de uma forma ou outra para que isto fosse possível, o meu muito obrigada.

RESUMO ANALÍTICO

O objetivo do presente relatório de estágio é partilhar aquilo que tive oportunidade de aprender durante a minha estadia na CMVM como estagiária curricular, particularmente o referente ao exercício da função de supervisão do capital de risco em Portugal, de forma a contribuir para o estudo do capital de risco no nosso ordenamento jurídico.

O capital de risco é uma atividade de financiamento ou aquisição de empresas com potencial de crescimento (por muitos considerada como uma verdadeira indústria), por um período de tempo limitado, com a finalidade de apoiar o desenvolvimento da empresa a fim de obter benefícios decorrentes da sua valorização e posterior alienação das participações detidas.

Com a observação e estudo dos procedimentos de registo, assim como da legislação específica e da realidade existente noutros ordenamentos, conclui-se que a supervisão especificamente ligada ao capital de risco é uma das peças mais importantes nesta indústria, pois é a melhor forma de a conhecer e controlar.

Para melhorar o exercício das funções de supervisão, e o próprio desenvolvimento do capital de risco, afigura-se indispensável uma revisão legislativa de forma a simplificar a aplicação das regras necessárias ao bom funcionamento da indústria, assim como para tornar mais eficiente a supervisão e controlo desta atividade, consequentemente desenvolvendo-a e tornando-a mais atrativa nacional e internacionalmente.

Palavras-chave: capital de risco, supervisão, procedimento de registo.



ABSTRACT

The purpose of the current internship report is to share the opportunity I have had to learn during my stay in CMVM as an intern, specifically in relation to the exercise of private equity supervision in Portugal, in order to contribute to the study of private equity legal framework.

Private equity is the activity to finance or acquire enterprises with growth potential (normally consider as genuine industry), for a limited period of time, in order to support the enterprise's development to benefit from future profit sales of participations.

By observing and studying the registration procedures, as well as the specific legislation and reality of other jurisdictions, it is concluded that supervision specifically related to private equity is one of the most important aspects in this industry, as it is the best way to know and control it.

To improve the performance of supervisory functions, and the very development of private equity, it is essential to have a legislative review in order to simplify the rules enforcement necessary for the proper running of the industry as well as for more efficient supervision and control of this activity, thus developing it and making it more attractive in a national and international basis.

Keywords: private equity, supervision, registration procedures.

INTRODUÇÃO

O presente relatório de estágio tem como objeto principal o conhecimento da realidade do Capital de Risco (CR) em Portugal, em particular tendo em consideração os procedimentos de supervisão do capital de risco no nosso ordenamento.

Esta realidade será abordada e analisada através do estudo da regulamentação legal atualmente aplicável, assim como da atividade e do funcionamento dos diversos intervenientes nesta atividade, em particular, dos Fundos de Capital de Risco (FCR), das Sociedades de Capital de Risco (SCR) e dos Investidores em Capital de Risco (ICR).

O objetivo deste relatório é principalmente analisar, compreender e dar a conhecer o estado atual da atividade do CR em Portugal, *máxime* na perspetiva dos procedimentos de supervisão, tal como algumas medidas de implementação futura, pretendendo contribuir, desta forma, para despertar o interesse, e consequentes desenvolvimento e investimento apropriados, dos quais carece o CR português, já que o nosso mercado não tem conseguido acompanhar a tendência dos mercados mundiais, onde se tem assistido a uma importância crescente desta atividade.

No âmbito da análise realizada, foi possível a observação de alguns problemas jurídicos (quer formais, quer materiais) decorrentes da análise concreta de processos administrativos ou daqueles que foram diretamente colocados pelas entidades supervisionadas. Estes problemas e questões permitiram o estudo mais aprofundado desta matéria, assim como a consolidação das matérias observadas e analisadas ao longo do estágio e da realização do presente relatório.

De forma a facilitar a organização e análise dos processos de registo, recorreu-se à elaboração e preenchimento de grelhas (cujos modelos se encontram em anexo) com os pontos essenciais que se devem observar aquando do processo de registo destas entidades na CMVM.

Os critérios de escolha dos processos a analisar foram essencialmente três: i) surgimento de questões jurídicas relevantes; ii) diversidade no setor de atividade dos FCR e das SCR em causa; e, por último, na continuação da tentativa de obter uma amostra de estudo sortida, optou-se por iii) processos concluídos em anos diferentes (com a consequente análise da legislação aplicável consoante o ano). Desta forma procurou perceber-se melhor, não só a realidade atual associada ao capital de risco, como ainda a evolução desta indústria e do comportamento dos seus intervenientes.

O presente relatório divide-se em quatro Capítulos: Capítulo I - Enquadramento Jurídico; Capítulo II – Capital de Risco; Capítulo III - O Processo de Supervisão no Capital de Risco: Processo de Registo; e, Capítulo IV – Capital de Risco Internacional – Alguns Aspetos.

No primeiro Capítulo apresenta-se a CMVM (instituição acolhedora do estágio), aludindo à sua origem, à sua caracterização, assim como às suas competências, funcionamento e orgânica, tanto numa perspetiva geral como numa perspetiva específica.

Por sua vez, do Capítulo II consta um pequeno enquadramento da atividade de capital de risco numa perspetiva geral, comportando uma primeira aproximação ao capital de risco. Neste Capítulo também se expõe a realidade do capital de risco numa perspetiva particular, enunciando-se os pontos mais importantes do capital de risco em Portugal (evolução histórica, regime atual, estado atual da indústria em análise, veículos utilizados e algumas perspetivas de evolução), incluindo matérias essenciais à compreensão dos restantes pontos do presente relatório.

Pode afirmar-se que estes são dois capítulos indispensáveis, pois com eles obtém-se o enquadramento de grande parte da realidade do capital de risco em Portugal, sobretudo da supervisão desta e do seu papel no mercado de capitais no geral, o que justifica que este seja o tema de abertura do presente relatório.

No Capítulo III expõe-se a matéria referente ao procedimento administrativo que deve ser levado a cabo para o início e a manutenção do exercício da atividade do capital de risco, desempenhada, nomeadamente, através das SCR e dos FCR, sobressaindo o essencial do estágio realizado na CMVM.

Mais concretamente, neste Capítulo procede-se à análise dos elementos que devem ser apresentados na CMVM aquando do processo de registo de início de atividade das SCR e de constituição dos FCR, assim como os passos que devem seguir-se nos processos de registo, e, por último, o estudo das questões jurídicas que surgem neste campo. Desta análise retiraram-se diversas conclusões, por exemplo, quanto à relação entre a burocracia existente neste âmbito e o comportamento das entidades supervisoras e as supervisionadas.

O resultado do estudo e análise dos processos de registo, efetuados ao longo dos seis meses de estágio e do qual se retiram diversas conclusões (a título de exemplo, sobre a relação entre as exigências formais e materiais do processo de registo e o estado atual do capital de risco português) tem lugar neste Capítulo.

O último Capítulo surge como um complemento ao estudo do capital de risco e da atividade de supervisão destes através do estudo de dois ordenamentos jurídicos estrangeiros: o Luxemburgo e os EUA.

Este pequeno estudo traduz-se também numa tentativa de encontrar formas de funcionamento de realidades similares, as quais possam ser utilizadas ou adaptadas ao nosso mercado, de forma a melhorar o exercício desta atividade em Portugal.

O conhecido sucesso destes países no exercício da atividade do capital de risco foi o critério que conduziu à escolha para o seu estudo no presente relatório. Em poucas palavras, são alvo de estudo neste relatório por serem bons exemplos, que devem ser conhecidos e seguidos na indústria em causa, donde se podem retirar boas soluções para os problemas atuais, sobretudo no nosso mercado.

Durante o período de estágio, e principalmente durante a elaboração do presente relatório de estágio, surgiram diversas limitações e dificuldades, como foi o caso do dever de segredo a que estão sujeitos todos os colaboradores da Comissão (incluindo estagiários), passando também pela quase inexistência de doutrina ligada ao tema deste relatório. Inevitavelmente, estas limitações refletiram-se no resultado final, a título de exemplo, devido ao dever de segredo, os casos analisados embora tenham servido para colmatar a falta de doutrina, levou a que em diversas ocasiões tivesse que passar de um discurso concreto para um abstrato.

A possibilidade de acompanhar presencialmente a atividade da autoridade de supervisão nesta matéria (a CMVM), *máxime* através da permanência no departamento responsável pelo CR (o DGIC), contribuiu para o desenvolvimento do conhecimento aprofundado sobre esta matéria, através do acompanhamento e análise de processos concretos, referentes ao procedimento administrativo de registo subjacente à constituição de FCR e à autorização para o exercício da atividade de investimento em capital de risco pelas SCR e pelos ICR.

O acompanhamento presencial, tal como o apoio dos colaboradores da CMVM, foram elementos essenciais à realização deste relatório, assim como para a compreensão e desenvolvimento deste tema complexo e tão escassamente estudado.

CAPÍTULO I - ENQUADRAMENTO GERAL.

1. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM): origem, caracterização, competências e organização.

1.1. Origem.

O progresso dos mercados de capitais, na primeira metade do século XX, trouxe consigo a necessidade de criação de autoridades independentes para a supervisão exclusiva destes mesmos mercados.

Para o efeito foi criada, em 1934, nos EUA, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), autoridade supervisora independente pioneira e específica nesta matéria. Mais concretamente, a SEC foi criada para combater a crise financeira de 1929¹, já que a existência de uma entidade supervisora dirigida especificamente aos mercados de capitais permitiu e permite o conhecimento mais aprofundado dos problemas a estes ligados, assim como torna mais fácil e eficiente a procura de soluções a estes problemas.

A criação desta Comissão, assim como os seus resultados positivos, influenciaram inevitavelmente os restantes países, tornando-se o modelo a seguir nesta matéria.

Em Portugal também se seguiu esta tendência com a criação da CMVM, embora só tenha ocorrido 57 anos depois, em 1991.

A Comissão portuguesa, tal como a norte-americana, surgiu resultado de uma profunda crise financeira, originando em Portugal o encerramento dos mercados entre 1974 e 1976.

¹ Embora seja a base para o aparecimento das atuais autoridades de supervisão, a verdade é que o modelo originário da SEC sofreu várias alterações e adaptações, consoante o ordenamento jurídico em causa (veja-se Frederico de Lacerda da Costa Pinto - “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”).

Apenas o ressurgimento de Portugal nos mercados, aliado à sua entrada na União Europeia, fizeram emergir um verdadeiro mercado mobiliário em Portugal, com a consequente criação simultânea da CMVM e do primeiro Código² especificamente direcionado a este mercado.

1.2. Caracterização.

A Comissão caracteriza-se por ser um organismo público especializado, dotado de personalidade jurídica, com autonomia administrativa³ e financeira⁴, provida de património próprio, encontrando-se, no entanto, submetida à tutela do Ministro das Finanças (artigo 352.º, n.º 1, alínea b) do CdVM, artigo 2.º, n.º 2 dos Estatutos da CMVM).

Conforme refere Luís Guilherme Catarino⁵, citando a síntese feita por Nino Longobardi, são três as características fundamentais deste tipo de autoridades independentes, aplicáveis à CMVM em particular: i) a “*independência da instituição*

² Surgindo este como uma medida estrutural devido à necessidade de articulação com a “desestatização e liberalização do mercado e à indispensável prevenção das irregularidades que nele possam verificar-se, contrárias a esses interesses públicos relevantes” que se verificavam na altura - Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril (Código do Mercado dos Valores Mobiliários). Para um estudo mais aprofundado sobre este assunto veja-se Carlos Costa Pina - *Instituições e Mercados Financeiros*, páginas 166 e seguintes.

³ Esta concretiza-se no regime próprio de elevada independência administrativa dos seus titulares ante os restantes poderes estaduais, dotado de imparcialidade, neutralidade e autonomia, apenas parcialmente afeta ao controlo e sujeição ao Governo (Executivo). Para aprofundamento de estudo nesta matéria ver Luís Guilherme Catarino - *Direito Administrativo dos Mercados de Valores Mobiliários*.

⁴ As receitas da CMVM provêm das taxas de supervisão cobradas em contrapartida dos serviços prestados as custas dos processos de contraordenação, as receitas de publicações obrigatórias e outras realizadas no seu boletim, o produto proveniente do boletim, de outros estudos, obras e edições da responsabilidade da CMVM, as decorrentes de aplicações financeiras e as comparticipações, subsídios e os donativos. A autonomia financeira concretiza-se ainda com a liberdade concedida para autogestão financeira e de recursos humanos, gestão orçamental.

⁵ Luís Guilherme Catarino - *Direito Administrativo dos Mercados de Valores Mobiliários*, página 446.

perante os Governos e perante os regulados”; ii) a “independência no exercício das suas atribuições de controlo e vigilância de determinado setor considerado tecnicamente nevrálgico, tendo em vista proteger interesses públicos, através de numerosos meios particularmente difusos, como padrões, princípios e standards”; e iii) a “independência pela ampla discricionariedade e amplitude procedimental, para prosseguir as atribuições legais dispondo de vastos poderes decisórios e normativos de ordenação de um sector, de disciplina e quem nele atua e de poderes para-jurisdicionais”.

A principal atribuição da CMVM centra-se na supervisão e regulamentação do mercado de valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados, bem como da atividade de todos os agentes que neles participam e que se encontrem sujeitos à supervisão, com vista a criar um ambiente propício ao bom funcionamento do mercado de capitais nacional.

1.3. Competências: supervisão e regulação.

No desempenho das suas funções, a CMVM rege-se pelo Estatuto Legal⁶, pelo CdVM⁷, por legislação complementar e pelos seus regulamentos, assim como, subsidiariamente, pelas normas aplicáveis às entidades públicas empresariais⁸.

A Comissão atua por meio de procedimento administrativo, sendo-lhe conferidas competências para regulação e supervisão de atos e atividades que tenham por objeto a comercialização e negociação de instrumentos financeiros, onde se incluem poderes de controlo, de vigilância, de tutela e de inspeção no âmbito dos mercados de valores

⁶ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro, cuja última alteração ocorreu com o Decreto-Lei n.º 169/2008, de 26 de Agosto.

⁷ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

⁸ Informações disponíveis em: URL: <http://www.cmvm.pt>

mobiliários e instrumentos financeiros derivados e da atividade dos agentes que neles atuam (artigos 358º-361º do CdVM)⁹.

O Título VII do CdVM (artigos 352º-377º-A) integra normas legais gerais referentes à supervisão e à regulação e, ainda, matérias parcialmente ligadas a estas atribuições, como é o caso da cooperação entre entidades congêneres e entidades com competências e atribuições diferenciadas (artigo 373º a 377º-A)¹⁰.

Como explica Frederico de Lacerda da Costa Pinto¹¹, o conceito de supervisão utilizado no CdVM é muito amplo, abrangendo realidades muito distintas entre si (controlo, vigilância, acompanhamento ou fiscalização) partilhando, contudo, do mesmo objetivo de controlo da atividade e dos agentes relacionados com o mercado dos valores mobiliários.

Em termos gerais, as funções de supervisão da CMVM concretizam-se i) no constante seguimento da atuação dos intervenientes no mercado, com o fim de detetar e evitar más práticas, infrações e atos ilícitos; ii) na fiscalização da observância das regras; e numa vertente de supervisão *a posteriori*, à CMVM compete iii) a punição dos infratores (com eventual aplicação de coimas).

⁹ A especificação no objeto deve-se à tripartição no modelo de supervisão do sistema financeiro português (artigo 101º, CRP) composto por três autoridades de supervisão, consoante o segmento de mercado em causa (no “segmento segurador” a autoridade competente é o Instituto de Seguros de Portugal, no “segmento bancário” a autoridade é o Banco de Portugal, no “segmento financeiro” esta competência cabe à CMVM) Disponível em : URL:
http://www.apb.pt/sistema_financeiro/modelo_de_supervisao_portugues.

¹⁰ Outros artigos do CdVM que regulam a matéria da função supervisora são artigos 7º e ss, 9º e ss, 61º e ss, 114º e ss, 272º e ss, 295º, 364º, 382º a 386º e 408º, nº 2; e no que diz respeito à função regulatória são os artigos 155º, 60º, 216º.

Ao longo do CdVM encontram-se variados artigos referentes à regulamentação consoante o objeto do Título que estiver em causa.

¹¹ Frederico de Lacerda da Costa Pinto - “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”.

Dentro das funções de supervisão, relativamente à intervenção em procedimentos administrativos, incumbe à CMVM a concessão de registo de atividades específicas e das entidades que as exercem, como forma de controlar o cumprimento das regras aplicáveis, e, a difusão de informações sobre as entidades supervisionadas, nomeadamente através do sistema de difusão de informação (disponível no *site* da CMVM).

No exercício destas competências, a CMVM, obedece aos princípios essenciais de proteção dos investidores, da eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, do controlo da informação e do risco sistémico, da prevenção e repressão das atuações contrárias à lei ou regulamento, e da independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão, segundo o que se encontra expressamente regulado no artigo 358º.¹²

As funções descritas podem ser exercidas através de duas modalidades de supervisão: a supervisão prudencial e a supervisão comportamental¹³.

¹² “Estas atribuições são essenciais porque balizam a intervenção da CMVM e conseqüentemente a legalidade da sua atuação perante os vastos poderes discricionários que detém, e demonstram que a estabilidade e a transparência de um mercado são constitucionalmente determinadas por uma atuação por finalidades” (Luís Guilherme Catarino, “Direito Administrativo dos Mercados de Valores Mobiliários”, *Tratado de Direito Administrativo Especial*, Vol. III, 2010, Almedina, Coimbra, página 441).

¹³ A **supervisão prudencial** consiste em *normas de cariz quantitativo*, que têm por objeto mecanismos de organização e funcionamento das empresas financeiras, e por objetivo a prevenção dos riscos financeiros e patrimoniais para as supra referidas empresas, (verificação do cumprimento de rácios de solvabilidade, mapas de grandes riscos, a título exemplificativo).

A **supervisão comportamental** tem um *cariz qualitativo*, isto é, tem por objeto condutas ou comportamentos, considerando a relação das empresas entre si e destas com o público em geral, no sentido de potenciar o equilíbrio entre os interesses envolvidos.

Para mais informação veja-se Luís Guilherme Catarino - *Direito Administrativo dos Mercados de Valores Mobiliários*, página 456 e ss.

As supracitadas modalidades de supervisão podem ser exercidas presencialmente (supervisão feita *in loco*, na sede ou sucursal da entidade), e/ou à distância (por meio de email, por via telefónica ou através de análise de sites). Estas podem ainda ser desempenhadas de forma preventiva e/ou reativa (antes e depois de acontecer o facto prejudicial, respetivamente).

A tendência atual nesta matéria é a do exercício da supervisão prudencial, comportamental e contínua pela CMVM (artigos 361º e seguintes)¹⁴, o que possibilita uma supervisão e regulação eficiente, graças ao conhecimento da realidade inerente a este mercado de uma forma global e aprofundada.

A competência regulatória concretiza-se na elaboração de regulamentos, informações, recomendações e pareceres genéricos, observando no seu exercício os princípios da legalidade, da necessidade de clareza e da publicidade, de acordo com o disposto no artigo 369º, n.º 2 do CdVM.

Segundo Frederico de Lacerda da Costa Pinto¹⁵, a atribuição destes poderes encontra justificação na necessidade de prevenção do risco sistémico e de garantia de níveis de eficiência económica dos sistemas, assim como da idoneidade e *regularidade comportamental* de determinados agentes económicos, protegendo assim os investidores e o mercado em geral.

¹⁴ Ao contrário do que se observava anteriormente quando a segregação do tipo de modalidade utilizada era total, usualmente competindo a supervisão prudencial ao Banco de Portugal, e a supervisão comportamental à CMVM.

¹⁵ Frederico de Lacerda da Costa Pinto - “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”.

1.3.1. Cooperação

Adicionalmente ao desempenho da sua atividade de supervisão e regulação, a CMVM coopera das mais variadas formas¹⁶ com as suas congéneres nacionais e internacionais, assim como com outras organizações e entidades, tendo em vista a coordenação da cooperação setorial, nacional e internacional, através da aplicação de normas legais e da celebração de acordos entre entidades - *Memoranda of Understanding – MoU* -¹⁷ (sobretudo em matérias respeitantes a informações relevantes, recolha e consulta de elementos importantes à investigação de infrações, entre outras).

Como explica Frederico de Lacerda da Costa Pinto¹⁸, o regime de cooperação plasmado no CdVM, prevê a existência de mecanismos flexíveis para a sua execução, permitindo, deste modo a simplificação e eficiência da regulamentação e fiscalização do mercado e dos seus agentes, assim como permite evitar falhas de eficiência derivadas de duplicação de supervisões.

Para além dos princípios supramencionados respeitantes à supervisão¹⁹, devem ser respeitados no âmbito da cooperação os “*princípios de reciprocidade, de respeito pelo segredo profissional e de utilização restrita da informação para fins de supervisão*”, tendo em vista atingir os almejados objetivos de eficácia na supervisão, globalização e aproximação das práticas das entidades congéneres e o combate de atuações fraudulentas.

¹⁶ Encontra-se expressamente previsto e regulado em diversos artigos do CdVM. A título exemplificativo, encontra-se nos artigos 148º, 308º, n.º 2, 356º, n.º1 e al. e) e 373º e seguintes do referido diploma.

¹⁷ Estes acordos facilitam a cooperação entre autoridades de supervisão, consistindo em declarações de intenção implicando obrigações não vinculativas entre as autoridades (para que não sejam ultrapassadas leis nacionais ou mesmo outros acordos de cooperação celebrados com outras jurisdições). Para um estudo mais aprofundado desta matéria veja-se João Luiz Figueira - “A Supervisão e a Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários e as Relações Internacionais”.

¹⁸ Frederico de Lacerda da Costa Pinto, “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”.

¹⁹ Artigo 373º do CdVM.

As competências supracitadas pretendem, não só assegurar o cumprimento das normas regulatórias do mercado, como também procura a intermediação entre mercado e participantes.

1.4. A Competência de Supervisão do Capital de Risco pela CMVM

As diferentes funções concretizadoras das competências de supervisão e de regulação exercidas pela CMVM, encontram-se reguladas de forma particular nos diferentes diplomas aplicáveis, dependendo do tipo de atividade e de agentes a supervisionar.

Isto significa que existem diferentes campos de atuação da CMVM, as quais por sua vez se traduzem no exercício de diversas funções específicas, o que se pode observar no que concerne ao âmbito do capital de risco.

A CMVM tem um papel crucial no exercício da atividade do capital de risco português, sobretudo desde 2002, data a partir da qual as competências de supervisão, tanto a nível prudencial como a nível comportamental, e de regulamentação nesta área do mercado de capitais passou a caber em exclusivo à Comissão, estando estas funções atualmente afetas ao Departamento de Supervisão de Gestão de Investimentos Coletivos (DGIC).

No âmbito do capital de risco, à CMVM compete exercer as suas funções de supervisão e de regulamentação em relação a todas as matérias expressas no RJCR, no Regulamento 1/2008 da CMVM, e na restante legislação aplicável à atividade em questão.

Em concreto, as especificidades recaem sobretudo nos pontos enunciados no artigo 3º do RJCR, existindo nestas um objetivo principal comum que se traduz no controlo da atividade dos intervenientes diretos no mercado de capital de risco, isto é, das SCR, dos FCR e dos ICR.

Esse controlo exerce-se nomeadamente através do processo de registo (referido *infra*), assim como por meio das regras dirigidas à avaliação de ativos e passivos e à

organização da contabilidade dos supervisionados, as quais possibilitam a criação de um histórico dos supervisionados, por outro lado, obrigando-os a seguir regras uniformizadas (pese embora exerçam uma atividade diferente à das restantes sociedades e patrimónios).

Uma das matérias mais específicas é o exercício da atividade singular dos FCR que invistam maioritariamente em outros FCR (alínea f) do n.º 1 do art.º 3.º).

É curioso notar a particular atenção dada a este tipo de FCR, no entanto, esta parece justificar-se com o facto de poder existir múltiplas ligações entre diferentes FCR e sociedades participadas, ligações estas que podem traduzir-se na perda total do controlo da sociedade pelos próprios gestores, sócios e restantes investidores, para não falar da dificuldade acrescida na supervisão deste tipo de património complexo.

Por outro lado, é em grande medida através do controlo especificamente dirigido às pessoas físicas responsáveis pelo exercício da atividade dos supervisionados, que se consegue controlar e supervisionar de forma global a atividade do capital de risco.

Assim, é de extrema relevância as competências da CMVM associadas à matéria das exigências de idoneidade enunciadas e reguladas na alínea e) do n.º 1 do art.º 3º, n.º 8 do art.º 4º e o art.º 5 do RJCR e no art.º 3 do Regulamento 1/2008 da CMVM, já que através da sua regulação e supervisão consegue conhecer-se, de facto, os supervisionados, possibilitando uma melhor proteção do mercado em geral (sobretudo porque a confirmação do não preenchimento dos requisitos de idoneidade pode levar à recusa do registo da SCR ou do ICR, por parte da CMVM - artigo 4.º, n.º 8, RJCR).

Esta é outra das novidades em relação ao regime anterior, tendo a vantagem de com ela se poder evitar conflitos de interesses e má gestão, numa fase ainda inicial, evitando, ao mesmo tempo, a necessidade de atuação *a posteriori* que se torna de mais difícil solução porque os efeitos negativos já se terão verificado.

A competência referente aos deveres de prestação de informação (alínea c) do n.º 1 do art.º 3.º) é de elevada relevância, pois através da informação requerida fomentam-se e conservam-se princípios básicos do funcionamento do mercado de capitais, tais como os princípios da confiança, da publicidade e da transparência, sendo para tal necessário a regulamentação da informação em termos qualitativos, a fixação de prazos para cumprimento da entrega, assim como sanções para o seu incumprimento.

No especial âmbito do capital de risco, são as regras dos artigos 11º e seguintes do Regulamento n.º 1/2008 da CMVM que regulam em concreto quais os elementos que as SCR, as entidades gestoras dos FCR e os ICR devem obrigatoriamente entregar à CMVM, assim como a periodicidade da entrega desses elementos.

Dentre os documentos de entrega obrigatória à CMVM, o regulamento interno das SCR é um dos mais importantes, devendo ser entregue antes do início de exercício de atividade, contendo toda a informação relevante exigida nos artigos 4º e seguintes²⁰.

A entrega do regulamento de gestão dos FCR por parte da sua entidade gestora²¹, assim como o regulamento interno desta mesma entidade é de igual importância, pois é nestes documentos que se encontram toda a informação essencial dos investimentos e das entidades supervisionadas.

No Capítulo seguinte deste relatório, a matéria sobre a informação será alvo de maior desenvolvimento, sobretudo por ser uma das formas de supervisão em que é indispensável a colaboração dos supervisionados e também por fazer parte do tema de

²⁰ A título de exemplo, do regulamento interno deve constar uma descrição detalhada da estrutura organizacional, os procedimentos de investimento, acompanhamento e desinvestimento das participadas da sociedade e/ou fundos sob a sua gestão. Estas e as restantes informações que devem constar destes regulamentos se encontram listadas no site da CMVM na divisória do “Dossier de Registo”, o qual deve ser visitado por aqueles interessados em registar SCR, FRC e/ou ICR.

²¹ As informações mínimas que devem constar do regulamento de gestão encontram-se elencadas no artigo 14º do RJCR, podendo destacar-se

registo, processo onde são requeridos diversos elementos informativos de elevada relevância.

1.4.1. Departamento de Supervisão de Gestão de Investimento Coletivo (DGIC)

Antes de apresentar o Departamento em questão, importa dar a conhecer a composição orgânica da CMVM, em geral.

Assim, temos que a Comissão se compõe pelo Conselho Diretivo (“CD”), pela Comissão de Fiscalização e pelo Conselho Consultivo, cujas competências, composição e funcionamento, por sua vez, se encontram previstos na Secção II dos Estatutos da CMVM.

Para além destes órgãos, e para um melhor exercício da sua atividade devido às vantagens associadas à especialização, as várias funções da CMVM são divididas por diversas unidades orgânicas, as quais trabalham tendo em vista objetivos específicos, mas também objetivos comuns, seguindo a lógica de intercooperação interna.

Atualmente são 16 as unidades orgânicas que compõem a Comissão, consistindo em diversos Departamentos e Gabinetes especializados, dos quais é exemplo o Departamento de Supervisão de Gestão de Investimento Coletivo (“DGIC”).

Cada um dos Departamentos tem competências específicas, no entanto, apenas se fará referência de forma mais detalhada às atribuições do DGIC, por ter sido este o Departamento onde decorreu o estágio que serviu de base à elaboração do presente relatório, sendo conseqüentemente onde se acompanharam os processos e se desenvolveram os conhecimentos necessários à realização deste mesmo relatório.

Dentro do âmbito das funções de supervisão no campo da gestão de investimentos coletivos, as esferas de atuação²² do DGIC, para o exercício das suas competências são muito diversas, englobando matérias como i) a atividade comportamental das instituições de investimento coletivo, na forma contratual ou societária, designadamente dos organismos de investimento coletivo (OIC), dos fundos de investimento imobiliário (FII), dos fundos de capital de risco (FCR), dos fundos de titularização de créditos (FTC) e das respetivas entidades gestoras; ii) a atividade de depositário dos instrumentos financeiros ou outros ativos que integram o património das instituições de investimento coletivo referidas no ponto anterior; iii) a atividade de comercialização de fundos de pensões de adesão individual, de instrumentos de captação de aforro estruturado (ICAE), de produtos financeiros complexos (PFC) ligados a OIC e de fundos estrangeiros; iv) a adequação de limites prudenciais dos OIC, FII, FCR, FTC; v) a atividade de peritos avaliadores de imóveis (PAI); vi) a atividade comportamental e os limites prudenciais das SCR e das Sociedades de Titularização de Créditos (STC).

Para além das competências no âmbito de supervisão, o DGIC exerce funções na área da regulamentação, das quais fazem parte a análise e identificação das necessidades de alterações ao regime legal e dos regulamentos das atividades de investimento de gestão coletiva, assim como a proposta de medidas adequadas para estas atividades, a colaboração e/ou desenvolvimento de atividade em grupos de trabalho internacionais ou nacionais externos.

Em conclusão, a CMVM é constituída tendo sempre em atenção a segregação funcional, neste caso refletida na divisão e especificidade dos departamentos supracitados. Com isto pretende-se o aumento da eficiência no exercício das várias funções, que tal como se pôde observar com o exemplo do DGIC, consistem em funções de supervisão e regulação dirigidas a campos de atuação do mercado de capitais bastante específicos.

²² Estas competências e as dos demais Departamentos e Gabinetes da CMVM encontram-se expressamente previstos no Regulamento Interno da CMVM, Anexo I, Estrutura Organizativa da CMVM.

CAPÍTULO II - CAPITAL DE RISCO ²³

1. Capital de Risco - aspetos gerais

1.1. Evolução histórica

O nascimento da atividade do capital de risco data do século XV, época em que esta atividade consistia, mormente, no financiamento de expedições marítimas levadas a cabo por particulares²⁴, com as quais se ambicionava a obtenção de lucro elevado, pese embora fosse um investimento arriscado (podendo mesmo ocorrer a perda total do investimento feito - perdas materiais e humanas).

Porém, foi a Revolução Industrial em Inglaterra do século XVIII que originou uma grande evolução dos mercados (refletindo-se na realidade do capital de risco), designadamente no setor de financiamento por particulares, desta feita dirigido à área fabril e de empreendimentos comerciais, que surgiram com grande impulso nesta época. Recorriam a este tipo de financiamento, essencialmente, mercadores, armadores e industriais ligados à área da tecelagem.

Todavia, as maiores mudanças aconteceram na década de 40 do séc. XX, nos EUA, onde começaram a surgir as operações de capital de risco como as conhecemos atualmente,²⁵ assistindo-se à criação das primeiras sociedades de capital de risco,

²³ Pedro Duarte, “*Capital de Risco – Análise da Indústria em Portugal*”, Escola de Gestão ISCTE, 2006, orientador Doutor Rui Alpalhão (acessível em http://www.repositorio.iscte.pt/bitstream/10071/1273/1/Tese%20Capital%20de%20Risco%20_Final_.pdf);

IAPMEI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006 (acessível em <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>)

²⁴ Um exemplo disto foi o caso de Cristóvão Colombo, cujas expedições foram financiadas pela Rainha Isabel de Castela.

²⁵ A primeira sociedade de investimento em capital de risco data de 1946 e foi criada nos EUA.

nomeadamente da *American Research and Development Corporation* (em 1945), considerada a primeira Sociedade de Capital de Risco.

Nas décadas de 70 e 80 do século XX esta atividade alcançou um elevado nível de desenvolvimento, de tal forma que este tipo de financiamento particular começou a ser considerado uma verdadeira indústria.

Desde então esta indústria tem evoluído continuamente, sobretudo em países como os EUA, o Luxemburgo e a China, pese embora existam muitos outros países carecidos de crescimento nesta área.

Tendo em conta aquilo que se tem escrito relativamente ao capital de risco, seria conveniente a conceção de uma atividade de capital de risco mais equilibrada, com desenvolvimento a uma escala (verdadeiramente) global, de forma a construir um mercado completo, diversificado e mundial.

1.1.1. Evolução em Portugal

Em Portugal, a atividade do capital de risco iniciou-se de forma mais específica e formalizada com a criação das Sociedades de Fomento Empresarial (SFE), através do Decreto-lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro (desenvolvido pelo Decreto-lei n.º 248/88, de 15 de Julho).

As SCR surgiram relativamente pouco tempo depois das SFE, com a publicação do Decreto-lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, diploma este onde passaram a estar reguladas a atividade das sociedades acima referidas.

Quanto aos FCR, o Decreto-Lei n.º 187/91, de 17 de Maio foi o primeiro diploma especial a eles aplicáveis, embora nesta fase de regulamentação fosse também subsidiariamente aplicável o regime geral dos fundos de investimento²⁶.

Em 1992, através do Decreto-lei n.º 214/92, de 13 de Outubro, criaram-se os Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE), cujo objeto principal consistia no apoio, às empresas que desenvolvessem ou quisessem desenvolver um processo interativo de reestruturação ou internacionalização, através de participações em capital social. No entanto, estes fundos foram considerados um subtipo dos FCR com objeto restrito, pelo que com a publicação do Decreto-lei n.º 58/99, de 2 de Março, estabeleceu-se um mesmo regime geral para estes dois fundos.

Pese embora já existisse esta atividade legislativa, a indústria do capital de risco português, especialmente quanto ao seu enquadramento jurídico, deve os primeiros desenvolvimentos às iniciativas públicas do IAPMEI (Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação) e do PEDIP II²⁷ (Programa de Dinamização da Cooperação Inter-Empresarial (1996 – 2000))²⁸.

Todavia, as alterações mais importantes no campo da regulação do capital de risco ocorreram no ano de 2002, através da publicação do Decreto-lei n.º 319/2002, de 28 de

²⁶ O regime geral dos Fundos de Investimento era o que se encontrava expressamente previsto no Decreto-lei n.º 276/94, de 2 de Novembro– referente aos Fundos de Investimento Mobiliário; assim como no Decreto-lei n.º 294/95, de 17 de Novembro– referente aos Fundos de Investimento Imobiliário.

Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário – Regime Jurídico*, 1999, Almedina, Coimbra, páginas 576-578.

²⁷ Este programa tinha como objetivo “fomentar políticas de cooperação susceptíveis de criarem novas dinâmicas e sinergias capazes de aumentar a competitividade e a internacionalização da estrutura empresarial portuguesa, o PEDIP I apoiou e incentivou a criação de várias “Redes de Cooperação”.” Para mais informação sobre estes e outros programas, consultar o site <http://www.iapmei.pt>

²⁸ Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados Financeiros*, 2005, Almedina, Coimbra, páginas 433 e seguintes.

Dezembro²⁹, onde pela primeira vez foi regulada num único diploma a atividade das SCR e dos FCR, revogando-se os anteriores diplomas referentes ao capital de risco.

Os objetivos deste novo diploma eram simplificar, desburocratizar e flexibilizar o regime aplicável, conseqüentemente criando estruturas para a fomentação do investimento na atividade do capital de risco por investidores nacionais e internacionais.

Para o efeito, desde logo as SCR foram uma das matérias modificadas, sendo uma das alterações mais importantes a sua desqualificação como sociedade financeira, com a conseqüente transferência da competência de supervisão e regulamentação do BdP para a CMVM como principal conseqüência.³⁰

A simplificação do processo de constituição e funcionamento das SCR, manifestou-se ainda com a extinção da distinção entre SCR e SFE e com a redução do capital social mínimo exigido para a constituição destas sociedades, de € 3.000.000 para € 750.000, assim como com a redução das proibições legais referentes às SCR, sendo das modificações mais relevantes do RJCR'02.

Os FCR foram também objeto de alterações, passando estas, nomeadamente, pela inclusão da regulação dos FRIE no regime dos FCR, devido à sua insuficiente especificidade (não justificativa da sua regulação autónoma).

²⁹ Diploma alterado pelo Decreto-lei n.º 150/2004, com o qual se aumentaram os poderes regulamentares da CMVM sobre as SCR, de previsão do regime de transformação do tipo FCR e da possibilidade de qualificação das UP dos FCR como valores mobiliários.

³⁰ Isto trouxe consigo a simplificação da constituição das SCR (nomeadamente, porque diversos requisitos exigidos pelo BdP, deixaram de o ser - a título de exemplo, a obtenção de autorização prévia para a sua constituição, o cumprimento de reporte e informação ao BdP, o cumprimento de rácios de solvabilidade, de entre outros tantos requisitos excessivos para as SCR, desde logo porque estas nunca exerceram atividades de intermediação.

Para maior desenvolvimento ver António de Almeida Ferreira Soares, “Breves Notas sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº15, Dezembro de 2002pág. 235 e ss. Também acessível no *site* da CMVM: www.cmvm.pt

No mesmo sentido, estabeleceu-se o alargamento do universo de investidores, mediante a extensão da capacidade de constituição e gestão de FCR às sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário, e ainda por meio da criação de duas categorias de FCR: os Fundos de Investimento Qualificado e os Fundos de Capital de Risco comercializáveis junto do Público.³¹

Com a aplicação do RJCR'02 conclui-se que a simplificação e flexibilização do regime nacional aplicável era a melhor forma de fomentar a indústria do capital de risco portuguesa, sendo a maneira mais eficaz de atrair investimentos nacionais e internacionais, possibilitando assim o desenvolvimento de setores carecidos de financiamento (como é o caso do setor científico e tecnológico).

Com o fim de alcançar estes objetivos, foram publicados o Decreto-lei n.º 375/2007, de 8 de novembro (ou RJCR) e o Regulamento n.º 1/2008 da CMVM³², em vigor atualmente, cujo conteúdo será objeto de análise, focando a atenção desta mesma análise nas novidades trazidas pelo regime jurídico, assim como os pontos mais importantes.

A primeira grande novidade inserida no âmbito do regime do capital de risco, foi o reconhecimento dos Investidores em Capital de Risco (ICR)³³, designadamente através

³¹ O que diferenciava estes dois tipos de fundos era, praticamente, o tipo de público a que era dirigido. Mais concretamente, enquanto os FIQ reservavam a comercialização das suas UP aos investidores institucionais qualificados, os FCP dirigiam a comercialização das suas UP ao público em geral.

O tratamento era diferenciado consoante o tipo de investidor em causa, a título de exemplo na exigência de requisitos impostos, como a exigência de obtenção de autorização da CMVM para a constituição de FCP, assim como a obrigatoriedade da entrega de prospeto referente a cada um dos fundos que geriam, ao contrário dos FIQ que apenas careciam de registo junto da CMVM para se constituir.

³² Revogou o Regulamento n.º 1/2006 da CMVM, que complementava o RJCR anterior.

³³ Esta figura corresponde aos investidores conhecidos no mercado de capitais como *business angels*, os quais são a essência do conceito de capital de risco, ou pelo menos são a sua origem, visto que os primeiros investimentos mais arriscados e carentes de financiamento, eram financiados por particulares abastados.

do artigo 9º do RJCR³⁴, assim como nos diversos artigos gerais, por exemplo, nas disposições referentes ao registo (*maxime*, artigo 4.º).

Com este novo diploma as SCR foram novamente alvo de alterações, surgindo destas alterações as novidades mais relevantes para a atividade do capital de risco em Portugal. Estas consistiram, essencialmente, na previsão da possibilidade de constituição de SCR com objeto social exclusivo de gestão de FCR.

A relevância desta novidade consubstancia-se nas vantagens a ela inerentes, particularmente o novo limite de € 250.000 para o capital social inicial mínimo exigido para a constituição destas SCR.³⁵

Embora de forma algo limitada devido à exigência de exclusividade de objeto social, esta medida é de importância extrema, mormente por ser um novo chamariz para o investimento em capital social, sobretudo devido ao seu investimento inicial mais reduzido³⁶, nunca descurando a proteção necessária, pois continua a existir um limite mínimo de capital exigido para constituição, o que proporciona maior segurança no investimento.

Para maior simplificação e desburocratização, o RJCR regula expressamente que a constituição dos FCR e início de atividade dos ICR e SCR passam a depender apenas de um mero ato administrativo de Registo Prévio Simplificado (RPS) ou de Mera Comunicação Prévia (MCP), os quais serão estudados *infra*.

³⁴ Também se encontrando regulado nos diversos artigos gerais, nomeadamente as referentes ao processo de registo, como é o caso do artigo 4º do RJCR.

³⁵ A aplicação de um limite tão baixo (em relação às restantes SCR) é possível devido à inexistência dos riscos associados à detenção de carteira própria de participações e dos possíveis conflitos de interesses.

³⁶ A simplificação e flexibilização sistemática e constantemente procurada, parecem passar pela diminuição do capital mínimo exigido para o investimento em capital de risco, pois tem sido uma medida comum a todas as alterações observadas.

Outra novidade fomentadora do investimento em capital de risco incluída no RJCR consiste na criação de exceções aos limites de investimentos e ao exercício da atividade³⁷ impostos aos investidores e outras entidades (artigo 7º, n.º 6 a 8 do RJCR). Essas exceções, no entanto, são apenas aplicáveis a ICR, SCR e FCR cujo capital não esteja colocado junto do público e cujos detentores sejam todos investidores qualificados, ou, cujos investidores subscrevam, individualmente, um mínimo de € 500.000 (artigo 14º, n.º 4 do RJCR).

Por último importa mencionar que outras alterações legislativas foram levadas a cabo, tendo em vista maior e melhor controlo, transparência, promoção do investimento e prevenção de conflitos de interesses. Disto são exemplo a sujeição a relatório elaborado por auditor registado na CMVM das entradas para realização do capital subscrito, diferentes de dinheiro (artigo 19º, n.º 2 do RJCR) e a criação da possibilidade de subscrições faseadas nos FCR³⁸.

Em resumo, com esta breve exposição sobre a evolução do capital de risco podemos observar que esta tem sido uma atividade em constante evolução, designadamente, no sentido da simplificação dos processos e das exigências associadas ao exercício desta atividade, sempre com o objetivo de tornar o mercado nacional num mercado competitivo e atrativo para o investimento.

³⁷ As operações vedadas aos ICR, SCR e FCR, que se excecionam preenchidos os requisitos *supra* referidos, são a realização de operações diferentes do objeto social ou da política de investimentos previstas, o investimento superior a 50% em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, a detenção de instrumentos de capital próprio, valores mobiliários, direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam o direito de aquisição, superior a 10 (SCR) e 5 anos (ICR), assim como o limite máximo de 33% de investimento de ativos de SCR e de FCR na mesma sociedade ou grupo de sociedades.

³⁸ Isto é, a possibilidade de haver uma subscrição inicial seguida de uma ou mais subscrições subsequentes.

1.2. Definição e caracterização geral.

Para chegar à definição de capital de risco é indispensável o conhecimento de diversos conceitos, características e ideias essenciais, que esta atividade comporta.

Desde logo, importa observar que à atividade de capital de risco está inevitavelmente inerente a ideia de financiamento, mais propriamente, o financiamento de empresas por meio de capitais alheios (este é o cenário mais comum, pois os interessados neste tipo de apoio monetário não possuem meios económicos suficientes para levar a cabo a sua ideia de negócio, ou a sua expansão).

O recurso ao crédito bancário é a primeira opção na maior parte dos casos, pese embora nem sempre esta seja a solução mais adequada. Por falta de divulgação ou por habituação, tende a esquecer-se os custos inerentes e a usual exigência de apresentação de garantias e de ativos ao interessado, para além de outras desvantagens associadas aos empréstimos bancários, desconsiderando-se outras opções de financiamento, adequadas aos casos concretos.

A “*abertura do capital da empresa ao investimento de terceiros*”³⁹, é uma boa alternativa, desde logo, por não enfermar dos problemas inerentes ao recurso ao crédito bancário, e, também devido ao facto deste investimento significar usualmente um verdadeiro envolvimento dos participantes no quotidiano da empresa, tendo por objetivo a valorização das empresas (nomeadamente, através da sua gestão), para além dos consequentes benefícios recebidos por esta valorização.

Neste tipo de financiamento, o investidor analisa de forma concreta e aprofundada o projeto alvo, assim como o seu potencial de crescimento e os riscos inerentes, normalmente preferindo investir em empresas que necessitem de capital mas que

³⁹ António de Almeida Ferreira Soares, “Breves Notas sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, Dezembro de 2002, nº15, pág. 233 e ss. Também acessível no site da CMVM: www.cmvm.pt

possuam forte potencial de crescimento e desenvolvimento, e em setores de tecnologia de ponta e outros ligados à inovação.

Em resumo, através do capital de risco o financiador detém maior e melhor conhecimento do projeto em que investirá, nomeadamente por ter participado na feitura desse mesmo projeto. Por outro lado, o contato direto entre investidor e investimento, torna o projeto mais sólido e desperta maior sentido de responsabilidade na obtenção de bons resultados.

Numa primeira aproximação da definição de capital de risco⁴⁰, podemos afirmar que esta consiste numa atividade de financiamento ou aquisição de empresas com potencial de crescimento⁴¹, por um período de tempo limitado, com a finalidade de apoiar o desenvolvimento da empresa (implicando, frequentemente, influência na gestão da participada, assim como a assunção do risco a ela inerente), a fim de obter benefícios decorrentes da sua valorização e a posterior alienação das participações detidas (o desinvestimento).⁴²

⁴⁰ Paulo Câmara, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, Edições Almedina, Coimbra, página 855 e seguintes.

⁴¹ “O incremento dos recursos financeiros ao dispor das empresas pode ser efectuado por diversas vias que, de uma maneira geral, se reconduzem às três seguintes: a) subscrição de capital da sociedade que explora a empresa, assim se reforçando os respetivos capitais próprios; b) concessão de financiamentos à entidade que explora a empresa; c) concessão de garantias em benefício da entidade que explora a empresa, de forma a permitir-lhe alcançar os financiamentos, nomeadamente bancários, que a empresa carece.” in António de Almeida Ferreira Soares, “Breves Notas sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, Dezembro de 2002, nº15, página 234. Também acessível no site da CMVM: www.cmvm.pt.

⁴² Os investidores assumem o risco ligado à gestão e situação da empresa, como sócios ou acionista que passam a ser, deste fato resultando também que o pagamento pelos seus serviços depende dos resultados ou sucesso da empresa.

Com o capital de risco obtém-se benefício mútuo, tanto da parte do participante/financiador como da parte da empresa financiada, o primeiro alcançando lucro com os seus bons resultados, a segunda conseguindo obter lucro pelos bons resultados, assim como obtendo conhecimentos que permitem o seu desenvolvimento.

Ainda que de forma instrumental, esta atividade pode também envolver prestação de serviços relativos ao melhoramento, à reorganização, promoção e racionalização estrutural da atividade da empresa participada, promoção de mercados, melhoria de processos de produção, introdução de novas tecnologias ou acesso aos meios humanos qualificados.

Geralmente, a operação de capital de risco divide-se em quatro fases fundamentais: i) a preparação; ii) a negociação, iii) a execução do projeto de investimento e, por último, iv) o desinvestimento.

Na primeira fase procede-se à procura e identificação de oportunidades de negócio, assim como à criação do projeto de negócios a levar a cabo. Esta fase complementa-se com a de negociação, onde se procede à elaboração dos documentos necessários à celebração de contratos e acordos parassociais indispensáveis neste tipo de convénios.

A fase de execução, como o seu nome indica, é a fase em que o plano de negócios é posto em prática e que a entidade de capital de risco e empresa participada trabalham em conjunto para um mesmo objetivo, sendo uma fase crucial na operação de financiamento em análise.

A última fase refere-se à “opção de saída” do investimento que foi efetuado pelas entidades de capital de risco, podendo consistir na alienação de participações sociais direta ou em mercado, havendo várias formas de desinvestimento⁴³.

A fase supracitada, tal como a de execução, são essenciais para o resultado final da operação, pois é com estas que se conhece o sucesso ou o fracasso do projeto forjado para a empresa participada.

⁴³ O desinvestimento pode ser realizado através da recompra, da venda a terceiros, do refinanciamento ou da venda no mercado de capitais.

Para a realização dos investimentos podem ser utilizados diferentes tipos de veículos⁴⁴. Não obstante, independentemente do tipo, estes veículos devem ser bem estruturados, para que esta forma de financiamento seja adequada, eficaz e um meio de desenvolvimento da economia nacional e internacional.

2. Veículos de Capital de Risco: SCR, FCR e ICR

Em Portugal existem três veículos de Capital de Risco, encontrando-se todos regulamentados e sob a supervisão da CMVM, o que não acontece noutros ordenamentos jurídicos como veremos no ponto referente ao estudo de outros ordenamentos jurídicos.

De seguida analisam-se estes veículos, as suas características, assim como a legislação a eles aplicáveis, e algumas vantagens e desvantagens.

2.1. Os Investidores em Capital de Risco.

Começamos pela maior novidade trazida pelo RJCR: os ICR.

Os ICR são investidores particulares, considerados legalmente como sociedades de capital de risco especiais, as quais exercem a atividade de capital de risco obrigatoriamente através da forma jurídica de sociedade unipessoal por quotas, a qual apenas poderá ter como sócio único uma pessoa singular.

⁴⁴ Estes tipos de veículos variam dependendo do país de investimento. Por exemplo, em Portugal os veículos de investimento são as SCR, os FCR e os ICR. Porém, no Luxemburgo, os veículos existentes são as *Société de Participations Financières* (ou “SOPARFI”), as *Société d’investissement en capital à risque* (ou “SICAR”) e os *Fonds d’Investissement spécialisés* (ou “FIS” ou SIF44), nos EUA os mais utilizados são as *limited liability partnership* e as *limited liability company* (ou “LLC”, sobretudo as constituídas no estado de Delaware).

A estas entidades, aplica-se o regime geral das Sociedades Unipessoais por Quotas, com as devidas adaptações⁴⁵ e em tudo aquilo que não se encontre previsto e regulado no RJCR e demais diplomas aplicáveis ao Capital de Risco.

Após análise do RJCR na parte referente aos ICR, em conjunto com o debate e discussão com os técnicos do DGIC que acompanharam o estágio, parece poder concluir-se que a legislação especial aplicável a este veículo é insuficiente, especialmente tendo em atenção que a matéria do capital de risco é muito específica, que deveria ser distinguida claramente das restantes matérias referentes a investimentos financeiros.

A alteração do CSC levada a cabo em 2011 (através do Decreto-Lei n.º 33/2011, de 7 de Março) acrescentou outro problema à regulação dos ICR, já que, por se englobar na categoria de Sociedade Unipessoal por Quotas, aos ICR atualmente não é exigido capital social mínimo para a sua constituição (ver ainda o art.º 2.º do supracitado Decreto-lei). Não obstante, a exceção legislativa existente nesse artigo é inócua no caso dos ICR, já que a “*lei especial*” (o RJCR) em causa também não prevê qualquer capital social mínimo para a sua constituição, ou seja, o resultado é sempre o mesmo: a não existência de capital social mínimo para constituição de ICR.

Por aquilo que se pode retirar da essência da atividade de capital de risco, seria mais acertada a imposição de um limite mínimo, sobretudo por esta ser uma das formas de proteção dos investidores e participantes nesta atividade.

Podemos afirmar isto, pois, pese embora a diminuição deste capital mínimo exigido tenha sido frequentemente utilizado para simplificar e flexibilizar o investimento de capital de risco, de forma a torná-lo mais atrativo para os investidores nacionais e

⁴⁵ Por exemplo, os ICR têm a particularidade de apenas poderem ter como sócio único uma pessoa singular (artigo 9º, n.º2, do RJCR), ao contrário do que se prevê no artigo 170.º - A do CSC, onde se prevê que o sócio único possa ser uma pessoa coletiva ou uma pessoa singular.

estrangeiros, a verdade é que a inexistência absoluta deste limite mínimo torna-se muito arriscado para estes mesmos investidores, pelo que se deve encontrar o equilíbrio entre estas duas soluções, sobretudo devido ao risco associado ao facto de se tratar de uma pessoa singular como sócio único.

Por outro lado, não podemos afirmar que este veículo está totalmente desprovido de proteção, já que a própria exigência de constituição através desta forma jurídica é uma medida de proteção das Participadas e do próprio investidor, preenchendo-se ainda o requisito de transparência exigido aos participantes no mercado, pois isto significa a segregação do património afeto ao capital de risco e o património pessoal do Investidor.

Por não se tratar de uma realidade com muita adesão no ordenamento português, os ICR não serão tema de maior desenvolvimento no presente relatório, concentrando-se este principalmente nas SCR e nos FCR.

2.2. As Sociedades de Capital de Risco

As SCR são o segundo veículo de capital de risco mais utilizado em Portugal.

A forma jurídica destas sociedades apenas pode ser o tipo de Sociedade Anónima, resultando desta circunstância a aplicação do regime geral das S.A. expressamente regulado no CSC, com as devidas adaptações de forma a não contrariar o regime especial do capital de risco.

O capital social mínimo exigido para a constituição destas sociedades é de € 750.000, havendo, no entanto, o limite mínimo de € 250.000 para as SCR que tenham como objeto social único a gestão de FCR, o que se justifica pela redução do risco da atividade da SCR pois, desta forma, deixa de deter carteira própria.⁴⁶

⁴⁶ Ainda relativamente a esta matéria, o RJCR enuncia outros meios de se aplicar limites mais reduzidos para SCR que não tenham aquele objeto social único, no entanto, estas outras alternativas são de mais difícil implementação (a título de exemplo, a possibilidade fixação de níveis de que, sob proposta da CMVM, sejam fixados níveis mínimos de fundos próprios para as SCR, através de portaria dos membros

A realização do capital social subscrito pode efetuar-se através de entradas em dinheiro ou de instrumentos de capital próprio, valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam direito aquisitivo, podendo esta ser paga em diversas parcelas (pese embora se deva prever prazos para este efeito).

Este, assim como os FCR, tem sido um veículo alvo de diversas alterações, sempre no sentido de torna-lo um veículo de investimento mais atrativo, especialmente através da diminuição do capital social mínimo exigido.

No entanto, pelo que se pode observar em países mais desenvolvidos (como o Luxemburgo), a melhor solução para aumentar a atratividade deste tipo de veículo parece ser a especialização da legislação a eles aplicáveis, mormente, a especialização e benefícios ligados ao campo tributário, o que é mais raro no nosso ordenamento, como veremos.

2.3. Fundos de capital de risco

2.3.1. Caraterísticas principais

Os Fundos de Capital de Risco têm duas caraterísticas essenciais: são fundos fechados e, ao contrário dos outros veículos de investimento, são constituídos sob a forma de património autónomo.

A primeira destas caraterísticas traduz-se em que os FCR, para além de terem uma única emissão de UPs, e consequentemente um número fixo destas unidades, o exercício do

do Governo responsáveis pelas áreas das finanças e da economia, tendo ainda em linha de conta a proporção da composição da carteira própria e dos FCR que administrem, daqui podendo concluir-se que esta possibilidade é aplicável apenas às SCR que não tenham exclusivamente por objeto social a gestão de FCR.

resgate ou reembolso destas é feito no fim da vida do FCR (e não quando tal é requerido pelos participantes, como acontece nos fundos abertos).

A segunda característica referida no primeiro parágrafo revela outros aspetos característicos dos FCR, tais como o facto de se tratar de um património sem personalidade jurídica, mas com personalidade judiciária (isto é, carece de representação para atuar, mas tem capacidade para ser parte num processo judicial). Por sua vez, com isto se assegura a segregação patrimonial, querendo com isto dizer que o património dos FCR apenas responde pelas dívidas do FCR e nunca pelas dívidas dos participantes, das entidades gestoras ou dos depositários.

2.3.2. Elementos Constitutivos

Para além da sua forma jurídica, a constituição dos FCR depende de outros elementos.

Primeiramente, deve referir-se que os FCR são representados por partes, sem valor nominal, chamadas unidades de participação⁴⁷ (art.º 17.º, n.º 1 do RJCR), as quais são adquiridas pelos participantes através da subscrição e realização das mesmas, à semelhança do que acontece com as ações numa sociedades anónima.

Podem existir UPs com direitos, obrigações e outras características diferentes das restantes, o que significa que podem existir várias categorias de UPs emitidas por um mesmo FCR, sendo cada categoria composta pelo conjunto de UPs com direitos e condições iguais (art.º 17.º, n.º 3 e 4 do RJCR).

⁴⁷ O valor das UP deve ser determinado periodicamente pela entidade gestora do FCR, devendo estar sempre atualizado e do conhecido pelos participantes (art.º 18.º).

De seguida temos que para a constituição dos FCR, tal como das SCR, e ao contrário dos ICR, devem ter um capital mínimo subscrito de € 1.000.000 no total, sendo cada subscrição individual de pelo menos € 50.000 (art.º 17.º, n.º 2 do RJCR)⁴⁸.

As regras referentes às subscrições e às entradas para a realização do capital encontram-se plasmadas nos artigos 19.º e 20.º do RJCR, mas o mais relevante no que respeita à questão da constituição do FCR é que este apenas estará constituído quando os subscritores (ainda não considerados participantes) realizem pelo menos parcialmente as UPs subscritas.

Disto, e do próprio n.º 2 do art.º 20.º, retira-se que esta realização pode ser feita em várias parcelas, ou seja, pode ser diferida.

Este diferimento deve ter um prazo associado desde o início, através da sua estipulação no regulamento de gestão do FCR. A esta norma encontra-se inerente um regime especial de mora na realização das entradas (art.º 21.º do RJCR; não se aplicando as regras gerais do art.º 804.º do CC), norma que parece ser uma das que mais vai ao encontro das especificidades do capital de risco.

Assim, no art.º 21.º do RJCR temos que para a entrada em mora não basta a prescrição do prazo dado inicialmente pela entidade gestora para a realização, sendo ainda para isto necessário o envio de uma notificação por essa mesma entidade com um determinado prazo para o cumprimento (entre os 15 a 60 dias), prescrito o qual o participante entra em mora.

⁴⁸ A quantia elevada exigida para os FCR prende-se ao facto de se tratar de um património autónomo com segregação patrimonial, pois só com um capital subscrito elevado se pode assegurar os pagamentos dos encargos e custos associados ao FCR, assim como se proporciona mais segurança aos participantes.

Findo o prazo fixado pela entidade gestora, o subscritor deve realizar as entradas em falta, pois, caso contrário, passados 90 dias do fim desse mesmo prazo o subscritor perde para o FCR as UPs cuja realização se encontre em falta, assim como as quantias já pagas.

Como foi dito anteriormente, estas regras especiais denotam a sua adaptação à realidade do capital de risco pois com elas pretende-se potenciar a realização das entradas, ou seja, pretende-se obter investimento de facto, nem que para isto seja necessário adiar o recebimento desta realização. Com isto quer dizer-se que o cerne do capital de risco é o investimento, que só se consegue com a obtenção de contribuição por parte dos participantes e não através da detenção de UPs por parte do FCR, ou a redução do seu capital, pelo que esta medida de extensão do prazo para entrada em mora afigura-se adequada.

2.3.3. Gestão das FCR

A gestão dos FCR deve ser levada a cabo por uma entidade gestora, sendo esta função exercida normalmente por SCR, mas podendo ser exercida também por sociedade de desenvolvimento regional ou por entidades legalmente habilitadas a gerir fundos de investimento fechados⁴⁹ (visto os FCR também serem fundos fechados), a todas elas se aplicando as regras especiais do RJCR.

Nos artigos 12.º e 13.º do RJCR podemos encontrar uma lista não taxativa das funções das entidades gestoras em relação ao FCR. O mais importante a reter deste artigo é que toda a entidade gestora deve ser independente, atuando por conta dos participantes e tendo em conta apenas o interesse destes.

⁴⁹ Observando-se o artigo 29º, n.º 1, alínea b) do RJCR, simultaneamente com o artigo 3º, alíneas a) a e) do RGICSF, conclui-se que as entidades aqui referidas são os bancos, as caixas económicas, a Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo, as instituições financeiras de crédito e as instituições de crédito hipotecário, desde que estas entidades tenham fundos próprios iguais ou superiores a 7,5 milhões de euros.

De uma forma geral, cabe à entidade atuar e operar consoante seja necessário à boa administração do FCR, sendo de destacar algumas funções específicas e contidas do artigo 12.º, como o são a promoção da constituição, da subscrição assim como da realização das entradas subscritas no FCR; gerir, alienar ou onerar os bens integrantes do património do FCR; informar os participantes do FCR da situação deste de forma periódica e atualizada; elaborar o regulamento de gestão e propostas para alteração deste.

O regulamento de gestão referido é um elemento de elevada importância para o funcionamento do FCR, pois é nele que constam as normas aplicáveis à organização, gestão, políticas de investimento, dentre outras informações que os participantes, o mercado e as autoridades supervisoras (sendo alvo de profunda análise pela CMVM, mais concretamente no DGIC, como se pôde observar durante o período de estágio) devem conhecer para decidir acerca da viabilidade e fiabilidade do FCR.

Tal como foi dado a conhecer pelos técnicos do DGIC, a importância deste regulamento é verdadeiramente elevada e indispensável, pois é um dos poucos elementos, senão o único elemento que se encontra à disposição do público e que permite conhecer o FCR e os investimentos que intenciona fazer. Por este motivo o regulamento deve ser cuidadosamente analisado, dando-lhe a devida importância, tendo sempre em conta a proteção dos participantes e do mercado em geral.

No artigo 14.º do RJCR elencam-se os elementos mínimos que devem constar do regulamento de gestão que as entidades gestoras devem ter em consideração aquando da sua elaboração e das possíveis alterações subsequentes.

A título de exemplo, o regulamento de gestão do FCR deve incluir indicação da duração do FCR, do montante de capital subscrito do FCR, assim como o número de UPs emitidas, política de investimento, limites ao endividamento, remunerações a pagar à

entidade gestora e aos depositários (com método de cálculo detalhado), e o período de reembolso das UPs, dentre outras.

Estas alterações são também da exclusiva competência da entidade gestora. No entanto, como se encontra no art.º 15.º do RJCR, quando as alterações *não decorram de disposição legal imperativa, dependem de aprovação mediante deliberação da assembleia de participantes* (com algumas exceções que se enunciam no n.º 2 do artigo em questão).

Neste âmbito importa referir que, embora a gestão caiba à entidade gestora, as decisões acima referidas, dentre outras dependem da atuação de um elemento indispensável para o bom funcionamento do FCR: a **Assembleia de Participantes**.

Embora se lhes aplique as regras gerais para as assembleias de acionistas⁵⁰, as normas específicas aplicáveis às assembleias de participantes encontram-se nos artigos 28.º a 30.º do RJCR.

Ao contrário do que se podia pensar, pela aplicação destas regras gerais, a assembleia de participantes não é um órgão, pois, pelo facto de se tratar de um património autónomo, os FCR não podem ser compostos por órgãos sociais (embora tenha observado a tentativa das entidades de gestão para a constituição de órgãos nos FCR, o qual deve ser de imediato solucionado pela CMVM).

A assembleia de participantes é formada pelos participantes que detenham pelo menos um voto (sendo que normalmente a uma UP corresponde um voto), podendo haver assembleias especiais de participantes titulares de uma única categoria de UP.

Na assembleia, os participantes podem deliberar sobre matérias que respeitem ao FCR, desde que estas estejam inseridas nas limitações do n.º 12 do artigo 28.º, ou seja, apenas

⁵⁰ Regras previstas no CSC para as deliberações das sociedades comerciais (em particular os artigos 56.º e 58.º e seguintes).

podem deliberar sobre matérias da sua competência (nos termos do RJCR, a título de exemplo, podem deliberar sobre as matérias enunciadas no n.º 2 do art.15), ou quando a deliberação de uma outra matéria for solicitada pela entidade gestora.

As assembleias servem ainda para prestar aos participantes as informações necessárias ao verdadeiro e atual conhecimento da situação do FCR.

Um último apontamento para dizer que a convocação desta assembleia deve ser periódica (pelo menos, anual) e é da competência da entidade gestora, a qual designa os membros de mesa de assembleia, respeitando os limites do n.º 7 do art. 28.º.⁵¹

Última nota em relação à gestão dos FCR para dar a conhecer duas matérias constantes do RJCR que merecem atenção, sobretudo numa próxima revisão do regime aplicável ao capital de risco.

A primeira matéria liga-se a outra entidade ligada aos FCR, com um papel essencial para o bom funcionamento dos FCR: os **depositários**. As regras especiais destes estão no art.º 24.º do RJCR, e são estas que deverão ser alvo de alteração aquando da transposição da AIFMD, pois é uma das matérias vistas com maior atenção nesse diploma (por exemplo, o FCR poderá ter apenas um depositário⁵², o que trará consigo simplicidade no processo pois as entidades apenas terão de contratar um depositário, ou seja, os custos e encargos associados serão menores e o controlo da sua atividade será mais eficaz).

⁵¹ Tanto a periodicidade como os limites aplicados à designação dos membros da mesa de assembleia, são normas protetoras dos participantes, com as quais se pretende evitar possíveis conflitos de interesses e que tem como objetivo a promoção da transparência no mercado. Logo, pode concluir-se pela importância extrema das regras da assembleia de participantes, devendo ser revistas de forma a torna-las mais específicas, seguindo as características particulares do capital de risco, sobretudo dos FCR.

⁵² Pese embora o normal em Portugal seja a existência de um único depositário por FCR, o RJCR deixa em aberto a possibilidade de poder ser mais do que um depositário.

A outra matéria a ser revista é a dos encargos, remunerações e contas em geral dos FCR, regras que atualmente se encontram reguladas de forma muito genérica, quase abstrata, nos artigos 25.º a 27.º do RJCR.

Tal como a matéria dos depositários, esta segunda matéria será objeto de alterações aquando da transposição da AIFMD, a qual trará consigo normas mais restritas, pois, pese embora não pareçam muito relevantes, estas matérias são essenciais ao bom funcionamento do FCR visto serem o cerne da confiança dos participantes, e os elementos que podem ser utilizados para negócios menos próprios por parte das entidades gestoras.

2.3.4. Vicissitudes

À semelhança do que sucede com as sociedades comerciais, os FCR estão sujeitos a acontecimentos que podem alterar a sua situação.

Desde logo, também nos fundos podem ocorrer aumentos ou reduções de capitais (art.º 31.º e 32.º do RJCR). As regras plasmadas nestes artigos não diferem muito das regras gerais do CSC, sendo poucas as particularidades.

A saber, no que concerne ao aumento de capital, as particularidades traduzem-se na aplicação de um prazo de 15 dias de antecedência para dar conhecimento aos participantes do seu direito de preferência e das condições em que o podem exercer (sendo de 10 dias o prazo no regime geral), assim como no facto de a limitação ou supressão deste direito ser dependente de proposta da entidade gestora e de deliberação da Assembleia de Participantes tomada por maioria de um mínimo de dois terços dos votos emitidos (observando-se regras mais exigentes no regime geral do CSC - ver, entre outros, os artigos 87.º, n.º2, 266.º e 460.º).

No que toca à redução de capital, as particularidades em relação ao regime do CSC (nomeadamente, os artigos 94º e seguintes desse diploma) resumem-se à possibilidade de utilização do método de redução de UPs, para além dos métodos de redução de

capital comum ao regime geral (leia-se, cobertura de prejuízos e/ou de perdas ou para libertação de excesso de capital), a esta possibilidade juntando-se a opção de redução através de extinção parcial de UP, por exemplo, através da redução do VUP⁵³.

Outras vicissitudes traduzem-se na fusão e cisão de FCR, a ambas se aplicam as regras inseridas no CSC, nomeadamente no art.º 97.º e seguintes e 115.º e seguintes, respetivamente, assim como as normas incluídas no regulamento de gestão do FCR (subsidiariamente), não existindo no RJCR normas de facto especiais para a fusão e a cisão de FCR.

Durante o período de estágio ocorreu a comunicação à CMVM da primeira fusão por incorporação da AICEP Capital, SCR, SA e da TC Turismo Capital, SCR, SA na Inovcapital, SCR, SA, com a consequente alteração de denominação para Portugal Capital Ventures, SCR, SA e extinção das duas primeiras.

Esta fusão de sociedades de capital de risco foi a primeira em Portugal, decorrendo de diversos fatores, nomeadamente, pela sobreposição das competências das entidades públicas competentes pelo setor do capital de risco (as três SRC protagonistas da fusão), assim como pelo objetivo de cumprir com as recomendações da Assembleia da República relativas à eficiência referente aos órgãos das empresas públicas (Resolução do Conselho de Ministros n.º 50/2011, de 29 de novembro).

A liquidação e a dissolução, bem como a negociação em mercado e a oferta pública encontram-se reguladas nos artigos 34.º a 36.º do RJCR, restando apenas referir as suas características mais relevantes.

Assim, no que respeita à dissolução, temos que esta pode ser comunicada ou determinada pela CMVM consoante se esteja nas condições enunciadas no n.º 1 ou no

⁵³ Por não ter valor nominal, a redução não se pode fazer por meio da redução deste valor, pelo que se faz por este meio equivalente.

n.º 2 do artigo 34.º do RJCR. A liquidação apenas tem particularidades quando a dissolução tenha resultado da determinação da CMVM (n.º 2 e seguintes do art.º 34.º do RJCR).

De referir por último que se encontra previsto nos artigos 35.º e 36.º do RJCR, a possibilidade de negociação em mercado das UP, assim como, conseqüentemente, a sua distribuição pública, nesta última tendo de se aplicar o título III do CdVM, sendo esta a única referência direta à aplicação subsidiária do CdVM, observando-se ao longo do RJCR carência de legislação específica ou de referências diretas como esta, para saber de facto qual a legislação aplicável (tem-se recorrido à aplicação de outros códigos, como o CSC ou o CdVM, defendendo-se que são situações análogas).

Parece poder concluir-se que o capital de risco carece de nova legislação, mais específica e melhor adaptada à realidade atual do mercado mundial deste sector, pois devido também à especificidade associada a esta indústria, a legislação atual se torna complexa e afasta os investidores.

2.4. Operações proibidas e limites de investimento

O facto de se pretender criar um ambiente atrativo para os investidores em capital de risco, não pode significar total liberdade para o exercício desta atividade, e completo descuido pela proteção de investidores, sociedades participadas e mercado em geral. Por este motivo se torna necessária uma legislação equilibrada, que seja flexível e simultaneamente protetora, o que se consegue, por exemplo, através do estabelecimento de limites ao investimento, numa procura de dispersão do risco.

Para o efeito, no RJCR existe uma lista que enuncia as diversas operações vedadas às SCR, aos FCR e aos ICR, concretizadas, principalmente, na imposição de limites mínimos e máximos de investimentos em certos tipos de instrumentos e entidades.

Com os artigos 6.º e 7.º consegue perceber-se em que pode consistir a atuação dos veículos de investimento, assim como das entidades gestoras e outras aos FCR associados (constando do primeiro artigo as operações possíveis e do segundo as vedadas).

Num contexto mais específico dirigido às entidades e aos FCR, encontram-se os artigos 22.º e 23.º (e ainda o artigo 10.º do Regulamento da CMVM 1/2008) de onde se retiram os limites para aquisição de UPs de FCR por parte destes.

Resumidamente, destas normas pode retirar-se a percentagem total de investimentos ou aquisição de UPs que estes podem realizar, assim como o período mínimo pelo qual têm de deter essas mesmas UPs e a percentagem de aquisição considerando cada FCR individualmente.

Pese embora estas sejam normas úteis e benéficas ao mercado, por oferecer maior proteção e dispersão do risco, a verdade é que a interpretação de algumas destas regras não deixa de gerar dúvidas, tal como foi possível constatar ao longo do estudo e debate realizado durante o estágio.

A título de exemplo, a alínea c) do n.º 1 do artigo 7.º, assim como o n.º 2 do mesmo artigo, são alvo de diferentes interpretações devido à sua aparente ambiguidade.

Assim, na alínea c) do n.º 1 prende-se a um fator importante nos investimentos em capital de risco, que se pretende sejam temporários. Mais concretamente, nesta alínea, ao contrário do que acontece no proêmio (onde se diz que o n.º 1 se aplica aos três veículos de investimento), os períodos de 5 e de 10 anos de detenção são apenas dirigidos aos SCR e aos ICR, respetivamente.

Ora, isto é o que parece retirar-se da letra da lei, no entanto, existem outras interpretações no sentido de considerar que se deve aplicar aos FCR o prazo de 10 anos dirigido às SCR.

Esta opção justifica-se pela inexistência de prazo para os FCR no regime atual, assim como pela carência de prazo para os FCR devido ao caráter temporário dos investimentos, e ainda porque era este o prazo expressamente aplicável aos FCR no regime de 2002 (alínea f) do n.º 1 do art.º 27.º do RJCR 2002).

Outra interpretação é possível: o investimento dos FCR deve ser temporário, mas isto pode não significar que tenha que estar expressamente plasmado na lei o prazo máximo, desde que o período de duração do FCR esteja previsto no regulamento de gestão, como é obrigatório.

Esta última interpretação não parece ilógica, todavia, não parece ser a mais adequada pois se assim fosse os investimentos dos FCR poderiam ser demasiado duradouros, desvirtuando a realidade do capital de risco.

Parece poder concluir-se que esta é outra matéria a ser revista numa próxima alteração do regime do capital de risco, de forma a encontrar consenso quanto ao prazo aplicável aos FCR, afigurando-se a solução mais adequada a aplicação de um prazo direta e expressamente dirigido a estes veículos.

A redação do n.º 2 do artigo 7.º também é geradora de dúvidas interpretativas, já que apenas nos diz que é proibido a aquisição de imóveis pelas SCR e pelos ICR, parecendo excluir desta proibição os FCR.

Como se verá melhor adiante no presente relatório, não é de facto uma matéria da qual derive opinião unânime, do que pode concluir-se que o regime atual deve ser detalhadamente revisto para evitar estas dúvidas desnecessárias.

3. Regime tributário

Por não se tratar do assunto central do presente relatório, no que diz respeito ao regime tributário serão dados a conhecer os pontos considerados mais importantes e sensíveis aplicáveis à realidade do capital de risco.

Salvo as regras preceituadas nos Estatutos dos Benefícios Fiscais (EBF), e ao contrário do que se verifica em outros ordenamentos jurídicos, não há regime específico para as SCR, os ICR e os FCR. No entanto, é-lhes aplicável um regime fiscal muito particular⁵⁴, o qual passa a expor-se.

3.1. Tributação dos FCR

Os FCR são os veículos de capital de risco com regime tributário mais favorável. Primeiramente, os rendimentos obtidos pelo próprio FCR são isentos de IRC (desde que se trate de FCR constituídos e a operar em respeito com a legislação portuguesa).

Em segundo lugar, os titulares de UP do FCR veem os rendimentos obtidos tributados à taxa de 10%, com exceção dos titulares de rendimentos que sejam entidades isentas ou os mesmos sejam obtidos por entidades não residentes sem estabelecimento estável em território português, caso em que os rendimentos são isentos de tributação⁵⁵.

Os rendimentos obtidos pelas entidades enunciadas no artigo 78.º do CIRS estão sujeitos à retenção na fonte com caráter definitivo. Não obstante, tendo a hipótese de optar pelo englobamento, caso em que o imposto terá natureza de imposto por conta, tornando-se mais favorável⁵⁶.

⁵⁴ Marta Silva, "O investimento em capital de risco: particularidades e impactos da adoção do Sistema de Normalização Contabilística", Tese de Mestrado em Ciências Económicas, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão, Dezembro de 2011.

⁵⁵ Com exclusão das entidades que residam em ordenamento com regime fiscal claramente mais favorável, constantes da lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças, e, das entidades não residentes detidas, direta ou indiretamente, em mais de 25%, por entidades residentes e desde que se preencham os requisitos do artigo 27.º do EBF, referente às mais-valias realizadas por não residentes.

⁵⁶ O englobamento é também possível para os residentes, e confere aos titulares o direito de deduzir 50% dos lucros que lhes sejam distribuídos pelo FCR, desde que sejam pessoas singulares e nos termos do artigo 40.º-A do CIRS. Esta possibilidade já não se encontra disponível para as pessoas coletivas, o que se torna um desincentivo para o investimento por parte destas pessoas, mormente por parte das SCR.

Quanto à alienação das UP, o n.º 7 do artigo 23.º do EBF estatui que se de esta se obtiver saldo positivo entre as mais e as menos-valias, haverá tributação em 10%, desde que os titulares sejam entidades não residentes, às quais não se aplique a isenção do artigo 27º do EBF, ou sujeitos passivos de IRS residentes que não obtenham os rendimentos através da atividade comercial, industrial ou agrícola e, ainda, que não optem pelo englobamento. Caso isto não se verifique, o saldo positivo obtido pela transmissão onerosa de UP dos FCR será tributado a uma taxa de 28% sobre IRS ou IRC (pessoa singular ou pessoa coletiva, respetivamente).

Referir apenas que os serviços de gestão de fundos, prestados pela entidade gestora não se encontram sujeitos a IVA, já que se lhes aplica a alínea 27), g) do artigo 9.º do CIVA, relativo às isenções.

3.2. Tributação das SCR

Para além de não ter um regime tão favorável como o dos FCR, no âmbito do capital de risco, o regime fiscal das SCR é o mais complexo, devendo ter-se em atenção diversas circunstâncias, para saber quais as regras a aplicar a cada situação.

Assim, na **esfera da SCR** aplicam-se alguns benefícios fiscais, consagrados nas regras do artigo 32º-A do EBF, tendo como regra geral que as mais-valias realizadas pelas SCR de partes de capital de que sejam titulares por período igual ou superior a um ano, não são consideradas para a formação do lucro tributável. Por este motivo, também as menos-valias e os encargos financeiros⁵⁷ suportados não podem ser considerados como custo, ou seja, não poderão ser deduzidos da matéria coletável.

⁵⁷ Para além deste artigo, os artigos 23º e 45º do CIRC prevê um elenco de gastos que não são considerados como custos, ou seja, que não concorrem para a formação do lucro tributável, sendo estas as normas que formam o regime geral.

O n.º 2 desse mesmo artigo estabelece uma exceção, na qual o período mínimo exigido passa a ser de 3 anos, quando as partes de capital tenham sido adquiridas em “condições especiais”⁵⁸.

Quando nenhuma destas regras se puder aplicar, deverá recorrer-se ao regime geral constante dos artigos 23.º, 45.º e 48.º do CIRC, para o qual se remete, apenas se fazendo um resumo das possibilidades em termos de determinação da matéria coletável. Assim, após a análise destas normas, pode concluir-se que *a tributação das mais-valias poderá encontrar-se isenta de tributação (desde que verificados os pressupostos do n.º 2 do artigo 32.º do EBF [correspondendo atualmente ao artigo 32.º-A do mesmo Código]) ou ser considerada para o apuramento do lucro tributável na sua totalidade (regra geral do CIRC), ou em metade do seu valor, desde que se verifique reinvestimento ([e os restantes pressupostos do] artigo 48.º do CIRC)*⁵⁹.

Estabelece ainda o n.º 3 do artigo 32.º-A do EBF, que as SCR podem deduzir para efeitos de liquidação de IRC (artigo 90.º n.º 1 al a) do CIRC), o valor correspondente à soma das coletas de IRC dos cinco exercícios anteriores, desde que esta dedução seja utilizada na realização de investimentos em sociedades com potencial de crescimento e valorização⁶⁰.

⁵⁸ Isto é, quando adquiridas a i) entidades com as quais haja relações especiais (nos termos do artigo 63.º, n.º 4 do CIRC), ou ii) entidades que tenham domicílio, sede ou direção efetiva em território sujeito a regime fiscal claramente mais favorável, iii) a entidades residentes em território português mas que estejam sujeitas a regime especial de tributação, ou, ainda, iv) no caso de o alienante ter resultado de transformação de sociedade à qual não fosse aplicável este regime de tributação, e desde que tenham decorrido 3 anos entre a data da transformação e a data da transmissão.

⁵⁹ Marta Silva, "O investimento em capital de risco: particularidades e impactos da adopção do Sistema de Normalização Contabilística", Tese de Mestrado em Ciências Económicas, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão, Dezembro de 2011

⁶⁰ A esta matéria é ainda aplicável o n.º 4 do mesmo artigo.

Desde 2010, o regime de dupla tributação aplicado às SCR é o regime geral aplicável às restantes sociedades, nomeadamente o artigo 51.º do CIRC. Assim, os rendimentos distribuídos por entidades participadas com sede efetiva em território português, sujeitas e não isentas de IRC ou residentes noutra EM podem ser deduzidos ao lucro tributável, sempre que: i) a sociedade que distribui os lucros tenha sede ou direção no mesmo território e esteja sujeita e não isenta de IRC; ii) à entidade beneficiária não seja aplicável o regime da transparência fiscal (artigo 6.º do CIRC); e, iii) a entidade beneficiária detenha diretamente participação no capital da sociedade que distribui os lucros de, pelo menos, 10% e esta tenha sido detida durante o ano anterior à data de colocação à disposição dos lucros ou, se detida há menos tempo, desde que a participação seja mantida até completar aquele período (artigo 51.º do CIRC).⁶¹

Já na **esfera dos participantes**, a regra geral para pessoas singulares, residentes ou não residentes, é a de que os seus rendimentos ficam sujeitos a retenção na fonte a título definitivo, à taxa liberatória de 28% (artigo 71.º, n.º1, alínea c) e d) e n.º 2 do CIRS). Sendo possível aos residentes optar pela aplicação do regime de englobamento, referente aos rendimentos enunciados no artigo 71º a eles aplicáveis.⁶²

No artigo 72.º do CIRS elencam-se as situações em que são aplicáveis taxas especiais. Estas são taxas autónomas aplicáveis a entidades não residentes sem estabelecimento estável e não sujeitas à retenção na fonte, no entanto as percentagens das taxas aplicáveis são iguais.

⁶¹ Tal como podemos retirar da tese da Dra. Marta Silva, esta situação pode gerar dupla tributação de lucros em grupos societários, na medida em que as participações inferiores a 10% do capital social são sujeitos na totalidade a IRC e os lucros relativos a participações originários de lucros não tributados, passam a concorrer para o lucro tributável da sociedade receptora.

⁶² Algumas regras especiais, aplicáveis a entidades devedoras dos rendimentos mencionados, encontram-se previstas nos n.º 13 e 14 do artigo em análise, sendo-lhes tributada a taxa de 35%. Esta regra apenas é aplicável a SCR sediadas em outros países.

Se os investidores em SCR forem pessoas coletivas, serão sujeitos a uma taxa de 25%, aplicando-se-lhes o artigo 87º, n.º 1 e 2, consoante se trate de pessoa coletiva residente ou não residente, respetivamente, sendo novamente o “público” mais esquecido em termos de benefícios fiscais e regras específicas.

3.3. Tributação dos ICR

Aos ICR também é aplicável o artigo 32.º-A do EBF e, ainda, as restantes regras de tributação das SCR, ficando assim com um regime fiscal semelhante.

A regra especial para os ICR consta do n.º 5 do artigo 32.º-A, onde se estabelece que os sócios das sociedades unipessoais por quotas, que sejam ICR, podem deduzir à matéria coletável em IRS do próprio ano, e até ao limite de 15 % desta, um montante correspondente a 20 % do valor investido por si ou pela sociedade por quotas unipessoais ICR de que sejam sócios.

Não obstante, esta dedução não poderá ser aplicada quando se tratar de rendimentos obtidos de investimentos em sociedades reguladas pelo BdP ou pelo ISP, e os investimentos de sociedades cotadas em bolsa e em sociedades com capital maioritariamente controlado por outras sociedades, com exceção de investimentos realizados em SCR e em FCR.

4. Conclusões

O regime das SCR é o mais problemático, pois para saber quais as regras aplicáveis no âmbito do regime fiscal, deverá fazer-se uma análise casuística, tendo em atenção o prazo de detenção da participação, o tipo de sociedade a quem se adquiriu e a quem se transmitiu a participação, entre outros aspetos referidos nas normas aplicáveis.

É também devido a essa maior complexidade, que a maior parte dos investimentos em capital de risco se têm feito através de FCR, reduzindo o campo de escolha dos investidores.

Um regime fiscal mais simples, direto e de fácil aplicação torna-se necessário, visto que o enquadramento jurídico atual é demasiado complexo, de análise muito intrincada, com um emaranhado de normas muito difícil de aplicar, o que apenas afasta o investimento nas SCR.

A isto soma-se o agravamento consecutivo das regras tributárias, que gera instabilidade fiscal e afastamento dos investidores do mercado português, que optam por melhores negócios e mercados noutras jurisdições.

5. Dimensão de utilização destes veículos

É interessante conhecer a realidade estatística da atividade do capital de risco o que se torna possível através do Relatório Anual de 2011 elaborado e publicado pela CMVM⁶³.

Neste relatório podemos observar que o dinamismo da atividade tem aumentado. Designadamente, em 2011 assistiu-se a um incremento de 12,4% no montante global de gestão dos operadores de capital de risco⁶⁴, o que se traduz num total de 2,6 milhões de euros. Destes, apenas 754, 8 M€ estão afetos às SCR, estando os restantes 1.887,6 M€ afetos aos FCR, sendo isto o reflexo das melhores condições em termos de regime tributário, e mesmo legal, assim como da facilidade de aplicação das normas referentes aos FCR.

No ano de 2011 a evolução em termos de tipo de investimento não variou muito relativamente aos anos anteriores, porquanto as fases mais relevantes são a fase de expansão e a fase de capital de substituição.

⁶³ *Relatório Anual 2011 sobre a Atividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários*, Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários. Também disponível em www.cmvm.pt

⁶⁴ *O aumento do valor sob gestão dos operadores de capital de risco deveu-se principalmente a duas SCR: a ECS – SCR, SA e a Espírito Santo Ventures – SCR, SA.*

Contudo, não se pode deixar de referir que a fase de recuperação das empresas começa a ganhar importância, mormente devido às alterações estruturais da economia e das restrições e o agravamento das condições de acesso ao crédito bancário pelas empresas nacionais, que deu ao capital de risco um papel fundamental no refinanciamento de dívida bancária.

Os setores de atividade privilegiados pelo capital de risco registaram algumas alterações no ano de 2011. O papel principal continua a ser levado a cabo pelas atividades financeiras (25% do valor total das participações), porém assinalou-se um aumento no setor da indústria transformadora (18,7% do valor total das participações) e no setor de tecnologias ambientais (14,3% do valor total das participações).

No início do corrente ano encontravam-se registadas 36 SCR e 73 FCR. Destes, cinco SCR e três FCR foram registados na CMVM durante o ano de 2012.

Uma das conclusões que daqui se pode retirar é que, pese embora o objetivo do RJCR fosse o desenvolvimento das áreas científicas e tecnológicas (normalmente, ligadas ao investimento nas fases de *start up* e de *seed capital*), aquilo a que se assiste em Portugal é uma tendência pelo desenvolvimento de empresas ligadas ao turismo e à “indústria tradicional” e da maior relevância das fases de reestruturação e de recuperação.

Daqui parece poder concluir-se que grande parte do objetivo da atividade de capital de risco perde-se ou substitui-se por outros objetivos que deveriam ser garantidos por outros meios, já que muitas vezes ao se utilizar capital de risco nestas fases o que se pretende é o mero investimento, descurando o verdadeiro conhecimento do potencial de crescimento e de evolução positiva do investimento em causa.

6. Diretiva relativa aos Gestores de Fundos de Investimentos Alternativos (DGfIA ou “AIFMD”) - perspetivas.

O capital de risco português continua a desenvolver-se. O próximo passo será, certamente, a transposição da Diretiva n.º 2011/61/CE do Parlamento e do Conselho, de 8 de Julho de 2011, relativa aos Gestores de Fundos de Investimentos Alternativos (com transposição prevista para 22 de Julho de 2013).

Pelas diversas informações difundidas e pelo texto da própria Diretiva (conhecida como AIFMD), é do conhecimento geral que com ela introduzir-se-ão alterações muito importantes para a atividade de capital de risco não apenas na Europa (e consequentemente em Portugal), como em todos os países terceiros que se relacionem com países-membros da U.E.

A AIFMD é uma das várias medidas necessárias para diminuir os efeitos negativos que a crise tem tido no mercado de gestão de ativos, constituindo uma regulação que trará consigo mudanças radicais, dirigidas, sobretudo à proteção dos investidores e à harmonização das regras na U.E. para facilitar a comercialização entre países-membros.

Estas mudanças transformaram a AIFMD numa das diretivas mais polémicas da União Europeia, sendo a que mais emendas teve e uma das que gerou mais debates⁶⁵.

Em resumo, aquilo que se pretende com esta Diretiva é a harmonização dos requisitos exigidos aos Gestores dos Fundos de Investimento Alternativo (“GFIA”) que comercializem e/ou giram FIAs na EU, para os investidores profissionais na U.E, independentemente da nacionalidade ou proveniência dos GFIA ou dos Fundos de

⁶⁵ O seu início data de Abril de 2009 apenas se conseguindo chegar a acordo político em Novembro de 2010, e à publicação da versão final em Julho de 2011. Ver também http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Ireland/Local%20Assets/Documents/Investment%20management/AIFMD%20Presentation%20Deirdre%20Power%20Final_with_notes.pdf

Investimento Alternativo (“FIA”) – a regulação será feita de forma direta em relação aos GFIA’s e de forma indireta relativamente aos FIA’s⁶⁶.

Este objetivo será alcançado, nomeadamente através do estabelecimento de regras relativas à autorização e supervisão dos GFIA’s, do aumento da transparência dos GFIA’s perante os investidores e participantes, da implementação de regras para melhor controlar o risco sistémico, assegurar a proteção dos investidores e aumentar a responsabilidade dos GFIA’s que detenham posição controladora nas participadas.

A Diretiva deve ser aplicada aos i) GFIA’s da U.E. que gerem FIA⁶⁷ da U.E. ou extra-UE; aos ii) GFIA’s fora da U.E. que gerem FIA’s da U.E.; e aos iii) GFIA’s fora da U.E. gerindo FIA’s (sejam ou não da U.E.) comercializados na U.E.

As isenções aplicáveis encontram-se enunciadas no artigo 3.º da AIFMD, e consubstanciam-se na não aplicação da AIFMD aos i) GFIA’s que giram FIA’s, cujos únicos investidores sejam o GFIA ou sua empresa-mãe e filiais (desde que não se trate de outro FIA); ii) GFIA’s que giram fundos com uma carteira inferior a 100M€ ou iii) com carteira não superior a 500M€ não alavancados e cujos direitos de reembolso só possam ser exercidos após 5 anos, a contar da data de investimento inicial⁶⁸.

Por serem situações mais simples e com menor risco associado, aos GFIA’s visados pela isenção é aplicado um regime atenuado, que consiste apenas no cumprimento de

⁶⁶ Este objetivo será alcançado através da implementação de padrões harmonizados mínimos de comportamento.

⁶⁷ Os FIA’s encontram-se definidos na alínea a) do n.º1 do artigo 4.º da AIFMD. Resumidamente, trata-se de fundos desde *hedge funds*, fundos de capital de risco, fundos de investimento imobiliário e todos aqueles que não se considerem OICVM.

⁶⁸ Estas isenções justificam-se com a diminuição dos riscos associados à atividade em causa. Isto é, i) no primeiro caso, o risco associado ao exercício da atividade dos GFIA’s diminui pois tanto a gestão como o investimento acontece dentro do seio do mesmo GFIA; ii) no segundo caso, as quantias geridas não são relevantes; iii) na terceira situação de isenção, embora a carteira tenha um limite máximo superior, não lhe estão associados os riscos inerentes à alavancagem, assim como é assegurado o investimento eficiente através da exigência de reembolso apenas após 5 anos.

exigências relativas ao registo e comunicações de informações exigidas. Estas entidades podem, no entanto, optar por serem abrangidas pela Diretiva.

Os pontos essenciais desta Diretiva recaem nas regras relativas ao processo e requisitos de autorização, aos requisitos organizacionais e operacionais, à remuneração, aos conflitos de interesses, à gestão de risco e de liquidez dos FIAs, à delegação de competências (das GFIA's e dos depositários), à responsabilidade e competências dos depositários, aos requisitos de transparência⁶⁹, publicidade e comunicação das informações exigidos e devidos aos investidores e às autoridades competentes, assim como à cooperação exigida para a comercialização e supervisão na U.E. (através do Passaporte europeu), e, por último, às regras aplicáveis aos países terceiros que pretendam investir e comercializar FIAs na U.E.⁷⁰

Da implementação da AIFMD derivam diversas vantagens, principalmente associadas à possibilidade de utilização de passaportes i) para comercialização (para os FIAs da U.E. e dirige-se ao mercado entre Estados-membros) e ii) para gestão (permitindo a gestão de FIAs localizados em países não-membros). Estes serão uma boa ferramenta para promover os investimentos na U.E., pese embora existam variadas exigências aplicáveis a estes mesmos investimentos e comercialização.

Para o mercado de investimentos alternativos português (nomeadamente para o mercado de investimento em capital de risco) a transposição desta Diretiva traz vantagens óbvias

⁶⁹ Os requisitos associados à exigência de transparência, refletem-se em três áreas principais: o relatório anual, as divulgações iniciais e regulares para com os investidores e a prestação periódica de determinadas informações às autoridades competentes. As exigências são quantitativas e qualitativas.

⁷⁰ As consequências da aplicação destas medidas refletem-se sobretudo nas entidades gestoras, nos depositários e nas entidades nas quais se deleguem as competências destas entidades. Essencialmente, estas consequências traduzem-se no aumento dos custos associados à gestão dos FIAs, o qual por sua vez pode implicar que o mercado europeu se feche em si mesmo, agravando as exigências para a comercialização destes ativos entre países-membros e não membros.

associadas à criação do passaporte, o qual deverá potenciar o crescimento de investimentos estrangeiros e para o estrangeiro neste setor.

No entanto, e tal como nos demais países abrangidos pela AIFMD, a transposição também significará um grande esforço, desde logo ao nível de todo o processo inerente à transposição, que terá de ser feita com toda a cautela - para evitar o sufocar de um mercado desde logo tão frágil -, mas ao mesmo tempo com a maior brevidade possível (devido à aproximação da data limite de transposição já referida).

Para além deste esforço inicial, especialmente por parte da CMVM, das SCR, outras entidades gestoras e dos depositários, deverá haver um esforço adicional, no sentido de se preparem para minorar possíveis efeitos negativos da transposição, sobretudo na área organizacional, comportamental e orçamental.

A transposição desta diretiva em Portugal é crucial para o desenvolvimento da indústria do capital de risco, todavia a aplicação da mesma deve ser feita de forma eficiente, inteligente e cooperante, de forma a aproximarmo-nos mais do mercado internacional.

CAPÍTULO III - O PROCESSO DE SUPERVISÃO NO CAPITAL DE RISCO: REGISTO.

1. Processo de Registo Prévio Simplificado

1.1. Para as SCR

Durante o período de estágio foi possível seguir de perto e analisar parte do desempenho das funções de supervisão e de regulamentação da CMVM, especialmente através dos procedimentos de registo das SCR e dos FCR (art.º 3º, n.º 1, alínea d)), analisando também os diversos elementos de entrega obrigatória aquando do início deste procedimento.

Assim, foi possível observar que para o início de atividade das SCR e dos ICR, assim como para a constituição de FCR é obrigatório o registo prévio simplificado dos mesmos, ou a mera comunicação prévia, consoante a situação em causa (artigo 4.º, n.º 3, 4 e 14).

Às SCR e aos ICR, vários elementos são legalmente exigidos aquando do pedido de registo, mais concretamente, os elementos enunciados no n.º 3 do artigo 4.º do RJCR (dos quais se podem destacar: a data de constituição e início de atividade, pois devem estar previamente constituídas como S.A. ou Sociedade Unipessoal por Quotas, - respetivamente; os seus estatutos; o seu capital social, assim como o seu capital realizado; a identificação de participações qualificadas e do único sócio, assim como dos seus membros dos órgãos sociais).

Para além destes elementos, aquando do registo das SCR e dos ICR, devem ser preenchidos três modelos criados pela CMVM (o de requerimento⁷¹, o de declaração de

⁷¹ Se um dos acionistas for uma pessoa coletiva, devem ser indicadas as participações indiretas, de forma a conhecer os beneficiários económicos.

meios⁷² e o de questionário individual de experiência profissional e idoneidade⁷³), os quais devem ser enviados à CMVM para análise da habilitação destas entidades para o exercício das atividades pretendidas.⁷⁴

Relativamente a estas sociedades, um dos elementos indispensáveis e fundamentais no processo de registo é o Projeto de Regulamento Interno. Este documento serve sobretudo como instrumento para examinar a sociedade, ou pelo menos para obrigar a sociedade a reduzir a escrito a sua estrutura organizacional, os procedimentos de investimento, desinvestimento das participadas da sociedade, assim como dos fundos geridos, procedimentos de prevenção de branqueamento de capitais e os restantes dados elencados no artigo 13.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

Essencialmente, o que torna o Regulamento Interno tão relevante é o facto de este ser um dos poucos documentos a que o mercado tem acesso para conhecer em quem depositam a sua confiança e os seus ativos.⁷⁵

⁷² Esta não é exigência expressa da lei, no entanto, para um melhor conhecimento e controlo da entidade a ser registada e como forma de proteção dos investidores, a CMVM exige que se apresentem os documentos referente aos meios informáticos, humanos, técnicos e materiais referentes a cada atividade que se queira exercer.

⁷³ Juntam-se a estes elementos o registo criminal e o CV dos titulares de participações qualificadas, tal como se elenca nos artigos 2º e 3º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

⁷⁴ As exigências existentes vão de certa forma ao encontro daquilo que se estabelece na AIFMD no âmbito deste tema (registo, autorização e delegação de funções).

⁷⁵ Nestes negócios podem existir subcontratações e quando for esse o caso, é exigido elementos adicionais, tais como: a enumeração dos serviços que a SCR subcontratará, em quais as condições da subcontratação de avaliação e valorização das participadas e dos seus meios e em que condições se controlarão as funções contratadas. Cabe ainda referir que a subcontratação não pode esvaziar o conteúdo das funções de gestão da entidade gestora.

1.1.1. Casos analisados durante o estágio

Da análise relativa ao processo de registo que norteou o estágio, e sem a qual não seria possível entender diversas questões, foi possível retirar variadas conclusões, sobretudo ao nível do funcionamento e estrutura das SCR.

Assim, a título de exemplo pôde observar-se que, como é normal, o capital social inicial varia de sociedade para sociedade, sendo certo que as SCR, sempre que podem, usufruem da opção pelo capital mínimo mais reduzido inerente ao seu objeto, mesmo que isto signifique restringir o seu objeto social à gestão de FCR (capital social mínimo de €250.000), no entanto, quando isto acontece recorre-se de seguida ao aumento de capital social⁷⁶.

Outra observação é que, tal como o capital social, o objeto social também alterna dependendo da SCR, podendo consistir num objeto muito amplo (abrangendo todas as atividades que lhes sejam legalmente permitidas), ou num objeto muito restrito (como é o exemplo de mera gestão de FCR e investimento em capital de risco), existindo até SCR com um único e exclusivo objeto social (como é o caso das SCR com objeto exclusivo de gestão de FRC).

Cabe ainda referir que, aquando da entrega do requerimento de registo prévio simplificado, para além dos estatutos e do regulamento interno⁷⁷ (ou mesmo através destes), outras informações devem ser apresentados pelas SCR.

Foi interessante observar que existem SCR que voluntariamente acrescentam informação para além da mínima exigida. A título de exemplo, estas SCR dão a

⁷⁶ Principalmente quando o capital inicial é o de €250.000.

⁷⁷ Este tem como objetivo a definição da estrutura organizacional da SCR, dos procedimentos básicos de investimento, acompanhamento e desinvestimento das participadas dos FCR sob gestão, a política de conflitos de interesses da sociedade, dos procedimentos de prevenção de branqueamento de capitais, dos critérios e regras de avaliação de ativos e património do fundo.

conhecer os procedimentos ou medidas para a prevenção e controlo de riscos e intervenção nas empresas participadas e mesmo memorandos⁷⁸.

Por outro lado, como era de esperar outras SCR, ao contrário das supracitadas, omitem ou não destacam suficientemente os elementos mínimos que deveriam constar do Regulamento de Gestão. Perante estas situações, a CMVM deve fazer uma chamada de atenção no sentido de corrigirem a falta para proteção do mercado e para aumentar a eficácia do controlo e supervisão a exercer.

Outro facto observado através da análise destes processos é que estes são a fonte do surgimento de grande parte das questões jurídicas ligadas à atividade de capital de risco (as colocadas pelas entidades supervisionadas e aquelas que surgem aos técnicos aquando do exame do requerimento de registo e dos elementos que lhes anexam), sendo através delas que se consegue a interação e colaboração entre supervisora e supervisionados.

Durante o estudo e análise destes processos, diversas questões jurídicas foram dadas a conhecer e outras tantas encontradas, sobretudo devido à carência de repostas legais para diversas situações.

Algumas das questões mais interessantes ligadas às SCR, analisadas e para as quais se tentou encontrar solução (nomeadamente, através de análise da lei e de pesquisas nos escassos artigos da especialidade), surgiram nos primeiros dias de estágio no DGIC, sendo interessante notar a dificuldade na aplicação das possíveis soluções.

Numa dessas ocasiões, uma SCR no início do processo de registo, pretendia constituir a sociedade com cinco acionistas (número mínimo de acionista exigido legalmente para as S.A. – artigo 273.º, n.º 1 do CSC), pretendendo de seguida reduzir este número para quatro.

⁷⁸ Documentos que contêm informação mais detalhada sobre a estrutura e funcionamento da SCR.

A SCR questionou a CMVM na medida de saber se esta situação se poderia inserir numa das exceções a esta regra geral (artigo 273.º, n.º 2, CSC), tendo em conta a estrutura da sociedade (em que um dos sócios iniciais era uma SGPS, o que aumentou a dúvida de aplicação da regra geral, pois o tratamento das SGPS por vezes é diferente relativamente às demais sociedades).

Depois de alguma investigação, exploração de várias possibilidades de aplicação e interpretação da lei, chegou-se à conclusão que não se podia aplicar a exceção legal a este caso, pois não se inseria em nenhuma das exceções legalmente estatuídas. Desta forma, a SCR deveria regularizar a situação do número de sócios no prazo de um ano, para evitar a possibilidade de dissolução da sociedade estabelecida no artigo 142.º, (e 464º) do CSC.

Neste âmbito, surgiu também um outro caso em que se colocou esta mesma questão do número mínimo de sócios. No entanto, este caso foi de solução mais pacífica, pois era possível a aplicação de uma das exceções ao limite mínimo exigido, já que a única sócia originária era uma pessoa coletiva (artigo 488.º, n.º1 do CSC).

Noutra oportunidade outra SCR colocou a questão de saber se poderia ter simultaneamente um auditor interno não registado na CMVM e um auditor externo registado na CMVM, que teria como função, apenas a elaboração do relatório anual obrigatório (e demais atos que careçam deste tipo de auditor).

Isto levantou diversas questões, essencialmente pela inexistência de solução legal, já que a lei exige meramente que determinados relatórios sejam elaborados por um auditor registado na CMVM (como sejam o relativo à avaliação de entradas diferentes de dinheiro e o relatório de contas – artigos 19.º, n.º 2 e 27.º, n.º 1 do RJCR).

Esta redação legal origina diversas opiniões (inclusive entre os técnicos do DGIC), tanto favoráveis como desfavoráveis à existência de apenas um auditor interno registado na CMVM.

A favor desta situação pode argumentar-se que com apenas um auditor é possível evitar contradições entre relatórios e tornar mais célere o processo de análise dos mesmos, e ainda porque é o auditor interno que melhor conhece a sociedade.

No entanto, pode contra-argumentar-se no sentido de defender que a existência de um auditor externo registado na CMVM poderá fazer um relatório mais objetivo, por não ter relações tão próximas com a sociedade em causa.

Ambas são opiniões válidas, todavia, pelo facto de a lei não proibir a coexistência destes dois auditores e de esta situação não parecer resultar dano grave para os acionistas, para aqueles com que se relacionem, ou para o mercado em geral, a melhor solução parece ser a que foi tomada neste caso pela CMVM, no sentido de permitir a existência dos dois auditores.

Outra questão colocada, muito interessante, surgiu a propósito da constituição de uma SCR com capital mínimo de € 250.000, a qual ao mesmo tempo pretendia a aquisição de UPs do FCR.

Ora, embora interessante, a resposta para esta questão não foi difícil, já que a pretensão desta SCR era inexecutável, pois para que o montante do capital social seja € 250.000 a sociedade deve ter como objeto social exclusivo a gestão de FCR. Assim, no caso de pretender de facto a aquisição de UPs do fundo gerido, a SCR era obrigada a alterar o seu objeto social, com o conseqüente aumento de capital associado, sendo esta a sugestão apresentada pela CMVM à SCR e que foi adotada por esta.

Outra questão interessante, também colocada por uma SCR, foi a de saber se o limite a investimentos em bens imóveis também se aplicava aos FCR.

Como noutras matérias, também nesta é normal a dificuldade de interpretação, ou interpretações ambíguas para uma mesma questão, sobretudo devido à falta ou insuficiência de clareza das normas legais.

Foi isto que aconteceu com esta SCR, já que devido à redação legal entendia que os FCR eram excluídos desta limitação, através da (incorreta) interpretação a contrário do n.º 2 do artigo 7.º, que, associada ainda à leitura do artigo 8.º, n.º 2 do Regulamento da CMVM n.º 1/2008, parece levar à conclusão de que os FCR podem ter bens imóveis na sua carteira de ativos.

De facto, à primeira vista esta parece ser a interpretação correta (pese embora não se possam afastar algumas objeções de consciência, pois não é a solução mais lógica), todavia a resposta mais plausível para esta questão (e com a qual é mais fácil concordar) foi a apresentada em debate com técnicos do DGIC: esta regra, de facto, não se aplica aos FCR, mas apenas porque o que se lhes aplica é a proibição geral de aquisição de imóveis⁷⁹. Para além disto, junta-se o facto de a aquisição de imóveis, dificilmente entrar na definição de investimento em capital de risco (artigo 2.º do RJCR), ou seja, ao adquirir estes bens estaria a violar-se a proibição de realização de operações não relacionadas com a prossecução do seu objeto social.

Estas e outras questões surgem no seguimento do processo de registo, corroborando a opinião de que este é um bom meio de conhecer as sociedades, o mercado, de promoção do diálogo entre supervisora e supervisionado e ainda serve para perceber o que deve ser alterado a nível legislativo.

Serve ainda para concluir que o conhecimento e manejo da legislação aplicável ao capital de risco, ainda precisam de maior desenvolvimento em Portugal, talvez através da análise das realidades internacionais, com as quais se aprende imenso.

⁷⁹ Não se referindo ao limite máximo de aquisição referente às instalações próprias, já que os FCR não as têm, nem sequer tendo uma atividade comercial específica a seguir – recorde-se que são patrimónios autónomos.

1.2. Para os FCR

A estadia no DGIC permitiu entender que o processo de registo dos FCR é idêntico ao das SCR, embora com algumas adaptações em relação às suas especificidades - como seja o facto de o registo dever ser levado a cabo pela sua entidade gestora (visto os FCR não terem personalidade jurídica) e de existirem menos documentos exigidos (compensados, no entanto, com a sua complexidade e detalhes exigidos, *máxime* no caso do Regulamento de Gestão).

Uma das primeiras informações facultadas pelos técnicos que acompanharam o estágio foi que para o registo dos FCR deve ser apresentado o modelo de requerimento preenchido disponível no *site* da CMVM, assim como o projeto de Regulamento de Gestão e a minuta ou cópia do contrato com o(s) depositário(s).⁸⁰

Por outro lado, é de referir que, apesar de se encontrar estabelecido no n.º 2 do artigo 4.º do RJCR que o registo não significa a garantia do conteúdo das informações remetidas à CMVM, a análise do registo é indispensável, traduzindo-se num meio para a verificação da adequação do conteúdo do Regulamento de Gestão e dos restantes elementos, para além da confirmação de que encontram nestes documentos todos os elementos exigidos legalmente (enunciados no artigo 14.º do RJCR).

Assim, a CMVM (mais precisamente o DGIC) analisa de forma detalhada o conteúdo destes elementos (sobretudo no caso de RPS), o que não invalida o dito anteriormente quanto à escusa da garantia, pois a verificação e análise efetuadas, não são garantia de que as entidades gestoras respeitam todas as indicações da CMVM, não se podendo responsabilizar esta pelos erros daquela.

⁸⁰ O registo do FCR faz parte do leque de funções da SCR/entidade gestora, pelo que, aquando do registo do FCR, para além da denominação, do objeto e da data de constituição, a entidade gestora deve ainda apresentar a sua própria identificação, assim como o regulamento de gestão do FCR (por ela elaborado).

1.2.1. Casos analisados durante o período de estágio

Tal como no caso das SCR, também na análise dos processos de registo dos FCR foram possíveis diversas observações e conclusões.

Pontos Comuns

A título de exemplo, alguns pontos comuns entre os FCR analisados foram encontrados.

Em primeiro lugar, pôde observar-se que, normalmente as entidades gestoras precisam de prorrogar o prazo de duração dos fundos geridos, devido a diversas eventualidades inesperadas que acontecem (a título de exemplo, subida repentina das taxas de juros da dívida pública, crise económica brusca).

Estas prorrogações não são vantajosas, pois estão geralmente associadas à dificuldade de efetuar desinvestimentos proveitosos para a entidade gestora e para os participantes do próprio fundo, o que por sua vez põe em causa a qualidade do investimento e da própria entidade gestora.

Outro ponto comum a assinalar é que por vezes são as próprias entidades gestoras que limitam o seu campo de atuação no fundo, por exemplo, através da elaboração de uma política de investimento que impeça a entidade gestora de gerir outros FCR com políticas de investimentos similares, até que uma certa percentagem de investimento seja feita.

Com isto parece querer difundir a ideia de uma gestão mais específica, quase exclusiva dos FCR geridos, ao mesmo tempo transmitindo segurança as participadas e aos participantes.

Por outro lado, nos FCR também é usual a existência de categorias diferentes de UPs (geralmente, duas categorias), as quais normalmente são divididas tendo em conta a qualidade de membro da entidade gestora, ou de participante qualificado, refletindo-se

as diferenças, principalmente ao nível dos ganhos e de maiores benefícios para estes participantes, como foi possível notar em alguns dos processos estudados.

Através da análise dos processos de registo foi possível concluir que, pese embora não exista um limite legal para a duração dos FCR, este período é de aproximadamente 10 anos (em média), indo ao encontro do período contido no RJCR de 2002.

Noutro âmbito, foi interessante notar que, apesar de ser legalmente possível a escolha de mais de um depositário para a custódia dos ativos do FCR, nenhum dos fundos registados na CMVM tem mais do que um depositário (isto parece significar que, pelo menos neste aspeto, a transposição da AIFMD não acarretará problemas de maior).

De referir que esta afigura-se a escolha mais lógica e eficiente, pois assim existe a organização harmonizada dos vários ativos, e não se têm gastos extraordinários com o pagamento de remunerações aos vários depositários⁸¹ (contudo, os depositários podem recorrer à subcontratação).

Por último, parece ser de concluir que a política de remuneração é um dos pontos do Regulamento de Gestão onde a supervisão deve ser mais intensa, porque é nesta matéria que a entidade gestora aproveita a abertura excessiva da lei na regulação desta matéria, para sobrecarregar o FCR (e os seus participantes) com diversos encargos que na realidade são extraordinários e da responsabilidade da entidade gestora, muitas vezes devendo inserir-se na remuneração da gestão e não num encargo independente.⁸² Esta é também uma matéria onde se pôde observar o elevado grau de detalhe que é necessário

⁸¹ Com a transposição da AIFMD, terá de ser revista a norma dos depositários, de forma a alterá-la no sentido de apenas se poder nomear UM depositário para a custódia dos ativos do FCR.

⁸² Com a transposição da AIFMD, este será outro ponto que deverá ser alterado com a maior das atenções, de forma a evitar prejuízos tanto para as entidades gestoras como para os investidores/participantes do FCR.

no exercício da função de supervisão da CMVM (*máxime*, do DGIC), que esta autoridade leva muito a sério.

Pontos diferenciadores

Além dos pontos comuns foi interessante notar aspetos distintivos de entre os vários FCR.

Assim, a título de exemplo, observou-se no RG de um dos FCR analisados, a existência das chamadas “*peessoas chave*” (membros da equipa de gestão).

A estas pessoas associam-se diversas questões referentes ao destino do FCR., das quais é de mencionar que a saída de duas ou mais destas pessoas permite que os Participantes do fundo deliberem em Assembleia de Participantes acerca da mudança de entidade gestora, sem se ter de proceder ao pagamento de indemnização ou compensação, apenas devendo-se a remuneração devida.

Outro RG analisado previa a comparticipação da entidade gestora, mais concretamente, esta devia comparticipar no FCR gerido sempre que o valor do capital do mesmo atingisse determinados limites⁸³.

Esta é uma medida curiosa que oferece maior segurança aos participantes do fundo e para maior equilíbrio do capital, demonstrando a confiança da entidade gestora no sucesso do investimento (existe maior risco para esta com a obrigação de comparticipação).

Num terceiro FCR constatou-se o quão detalhados são alguns Regulamentos de Gestão. Neste caso foi mais notório na matéria do funcionamento e comportamento dos “quadros superiores”. Neste campo, o RG em causa declarava que i) um dos

⁸³ Por exemplo, se o FCR atingisse € 1.000.000.000, a entidade gestora devia realizar uma subscrição total acumulada de UP representativa de € 3.000.000

administradores devia dedicar 100% do seu trabalho à gestão do fundo, dos demais fundos geridos pela entidade gestora e da própria entidade gestora; ii) tinha que haver outro administrador que não poderia dedicar menos de 70% do seu trabalho às áreas de atuação *supra* referidas; iii) dois outros, em conjunto, terão que dedicar 100% do seu tempo de trabalho para o mesmo fim (aproximando-se a um regime de (quase) exclusividade).

Com estas cláusulas de exclusividade (ou “quase exclusividade”), demonstra-se a dedicação que se deverá oferecer à gestão dos FCR. Por sua vez, isto oferece confiança aos investidores e aos participantes na boa administração dos seus investimentos.

1.2.2. Questões Jurídicas

Também com o estudo dos RG e demais elementos inerentes ao registo de FCR, surgem várias questões jurídicas interessantes.

Uma das questões mais interessantes foi colocada por uma entidade gestora que pretendia saber se os acionistas desta podiam ser considerados investidores qualificados, relativamente ao fundo gerido.

Esta dúvida surge, desde logo, pelo silêncio do RJCR atual relativamente à possível qualificação dos investidores, ao contrário do que acontecia no regime anterior (lista taxativa do artigo 13.º, n.º 2 do antigo RJCR), onde constava expressamente uma lista de investidores qualificados, sendo deste exemplo os titulares de participações qualificadas das SCR e das sociedades abertas.

Se ainda estivesse em vigor o regime supracitado, ou se existisse uma lista atualmente aplicável, a resposta a esta questão jurídica seria fácil e muito provavelmente afirmativa (parecendo ser esta a solução mais lógica).

Devido à já referida inexistência de regra legal aplicável, existem opiniões no sentido da impossibilidade de estes acionistas se considerarem investidores qualificados,

argumentando-se para tal que é de considerar que esta qualidade, mesmo quando seja a pedido (única hipótese que os acionistas teriam para serem considerados investidores qualificados – por estes serem pessoas singulares), apenas se adquire com o preenchimento de vários requisitos previstos no regime geral do CdVM (artigo 30.º e 317º-B)⁸⁴. Chega-se a esta conclusão porque a qualificação pretendida apenas pode ser feita perante determinado intermediário financeiro (para as relações entre estes e os clientes) e para determinado tipo de serviço.

O principal problema, para além da falta de normas específicas no RJCR que regulem este aspeto, é que, a aplicação do regime geral leva a que o leque de possíveis investidores qualificados seja muito reduzida, visto que para se considerar um investidor como qualificado, este deve ser uma das entidades enunciadas no artigo 30.º do CdVM, e se a qualificação for a pedido, é necessário que esta seja confirmada por um intermediário financeiro (as SCR deixaram de o ser com a entrada em vigor do RJCR anterior).

A resposta positiva para esta questão, embora pareça ser a mais lógica é quase impossível com o estado atual do RJCR.

No entanto, numa tentativa de encontrar uma resposta positiva para a possibilidade de qualificação dos participantes em causa, tendo em conta os argumentos em contra e depois de estudar diferentes cenários e possibilidades aparentemente plausíveis, aquela que se afigura como mais aceitável concretiza-se no “aproveitamento” da qualificação adquirida perante um intermediário financeiro para os efeitos do n.º14 do artigo 4º do RJCR, desde que, cumulativamente, a atividade para que se tivesse obtido fosse equivalente, a título de exemplo, se a qualificação fosse obtida perante uma entidade competente para gerir FIM fechados, para a aquisição de UP neste Fundo.

⁸⁴ Aplicado sem que no RJCR exista indicação expressa de utilização deste regime, em caso de omissão legal.

Contudo, a solução ótima passa pelo aditamento de um novo artigo no RJCR, onde se enuncie a lista de investidores que se considerem qualificados para efeitos de capital de risco, tal como se observava no regime anterior.

2. Alterações aos elementos registados

Tal como acontece com o início de atividade de ICR, SCR e constituição de FCR, também as alterações referentes ao Regulamento de Gestão dos FCR e de outros elementos que integram os pedidos de registo devem ser comunicadas à CMVM no prazo de 15 dias (artigo 4.º, n.º 11, RJCR).

No que respeita às alterações ao Regulamento de Gestão de FCR estas devem ser propostas pela entidade gestora do mesmo, existindo para além desta, outras regras vertidas no RJCR que se prendem às alterações referidas (artigo 15.º). Vejamos em que consistem estas regras, assim como alguns casos concretos analisados durante o período de estágio.

Primeiramente, temos que no caso de as alterações decorrerem de disposições legais, apenas é necessária a sua comunicação à CMVM, como decorre do n.º 11 do artigo 4.º do RJCR. No entanto, quando não for este o caso, ou quando se encontrar estatuído no Regulamento de Gestão, as alterações dependem de aprovação da AP (através de deliberação tomada com, pelo menos, dois terços dos votos emitidos). As exceções a esta regra encontram-se no n.º 2 do artigo 15.º do RJCR.⁸⁵

Cabe também mencionar que as alterações a comunicar referem-se tanto aos FCR, como às SCR e aos ICR, para o efeito sendo necessário, para além do requerimento de mera comunicação de alteração (que no regime anterior era feito através de registo prévio simplificado), o envio dos modelos de requerimento (preenchidos) aplicáveis aos FCR e

⁸⁵ A assembleia de aprovação das alterações em causa, pode consistir numa assembleia especial, cujos participantes sejam os titulares da mesma categoria de UP, desde que a alteração a efetuar signifique a alteração aos direitos inerentes a esta categoria (artigo 15.º, n.º3, RJCR).

às SCR e ICR⁸⁶, assim como a cópia da ata da Assembleia Geral de Acionistas ou da ata de decisões do sócio único (para SCR e para ICR, respetivamente) e, ainda, os documentos exigidos aos membros dos órgãos sociais, caso estes sejam objeto de alteração.

Caso a alteração seja referente ao FCR, os elementos exigidos à entidade gestora são o Regulamento de Gestão alterado⁸⁷ (do FCR por si gerido) e a cópia da ata da Assembleia Geral de Participantes (caso a sua deliberação seja obrigatória)⁸⁸

Por outro lado, se as alterações forem referentes às SCR mas afetarem os FCR, os elementos a estes associados devem ser também objeto de alteração e, consequentemente estas alterações devem ser comunicadas à CMVM.

É importante realçar que a CMVM deve exigir que os documentos remetidos pelas SCR, pelos ICR e pelas entidades gestoras, no âmbito do processo de RPS ou de MCP e de alteração dos elementos registados, estejam sempre atualizados (artigo 4.º, n.º3, RJCR), pois só desta forma o conhecimento dos investimentos existentes é verdadeiro e claro.

2.1. Casos analisados durante o período de estágio

Um bom exemplo prático referente à alteração de elementos foi o caso de uma SCR, com FCR por si gerido, que procedeu a várias alterações: i) mudança de morada da sede da Sociedade da entidade gestora e do depositário, ii) mudança do auditor, iii) alteração da tributação dos rendimentos dos participantes e iv) prorrogação da vida do fundo por mais cinco anos.

⁸⁶ Os modelos referidos encontram-se disponível no *site* da CMVM, na parte do dossier de registo, como forma de economizar recursos financeiros e humanos, e como medida de simplificação do processo em análise.

⁸⁷ O RG alterado deve ser enviado na versão *track changes*, e o documento enviado deve corresponder a uma versão final e atualizada.

⁸⁸ Artigo 4.º, n.º 3, 11, 14 e 15 e artigo 15.º do RJCR.

Para o efeito a SCR, também entidade gestora, enviou os requerimentos devidamente preenchidos, assim como os documentos adequados à comprovação das alterações enunciadas⁸⁹, tanto para as alterações de elementos da SCR, como do FCR, em parte consequência da alteração na SCR (entidade gestora).

Sempre que a entidade gestora apresenta o requerimento para comunicação de alterações, estas devem ser justificadas, o que se verificou no caso observado.⁹⁰

A obrigatoriedade de a alteração se fazer mediante aprovação da AP, e consequente envio da ata com a deliberação da alteração, neste caso em concreto, derivou da prorrogação do período de duração do fundo (artigo 15.º, n.º1 do RJCR).

Outro exemplo de alteração interessante foi o de uma entidade gestora que comunicou a alteração do RG de um FCR por ela gerido, com o objetivo de possibilitar a realização de um investimento de valor superior a €1.500.000, derivando na modificação da política de investimento do FCR (artigo 4º, n.º11).

De modo geral, esta situação exigiria a deliberação da Assembleia Geral de Participantes, todavia, esta alteração tem a particularidade de não ter havido qualquer subscrição de UP do FCR em causa, consequentemente não se encontrando constituído o referido FCR, não existindo participantes e muito menos AP.

Isto leva a que não se aplique a obrigação de aprovação da alteração através de deliberação da AP (que se previa, também no RG), bastando, por isso, o preenchimento

⁸⁹ Número da Certidão Permanente, comprovativo da mudança da sede do banco depositário, cópia da ata da AP, em que é alterado o auditor do fundo

⁹⁰ No caso em apreço, a mudança de sede da entidade gestora e a mudança de auditor tiveram como justificação a decisão de um novo acionista, a mudança de sede do banco depositário ocorreu devido a decisão de nova gestão do banco em causa, a alteração na tributação deveu-se a alteração legislativa e, por último, a prorrogação da duração do fundo foi decisão da AP (devido ao impacto negativo que as subidas de juro da dívida pública portuguesa tiveram nas avaliações das participações do fundo, e nos trabalhos de venda das diversas participações, levando à necessidade de mais tempo para desinvestimentos).

e envio do requerimento de comunicação de alteração, o RG alterado com *track changes* e o RG alterado na versão final e “limpa”.

Este é o caminho a seguir neste tipo de situações, mas se os futuros participantes já tivessem expressado o seu interesse em subscrever, pode afirmar-se que esta alteração da política de investimento, ao não lhes ser dada a conhecer, violaria direitos pré-contratuais ou expectativas jurídicas formadas e legítimas, e estes poderiam exigir o pagamento de uma indemnização à entidade gestora, ou pelo menos poderiam desistir do acordo efetuado, sem quaisquer contrapartidas. Pese embora se trate de uma questão mais ligada ao direito civil, não deixa de ser interessante pensar nestes problemas e tentar encontrar soluções.

Embora pareça uma prática demasiado burocrática, a verdade é que com esta exigência se consegue um equilíbrio entre a proteção dos investidores/participantes e o controlo de atuações importantes das entidades gestoras. A entidade gestora é obrigada a dar a conhecer o resultado da sua gestão aos participantes, aos investidores e à CMVM, contudo apenas necessitando de o fazer por meio da MCP, reduzindo assim o nível de burocratização do processo.⁹¹

3. Processo de Mera Comunicação

A realidade legislativa do capital de risco, tal como se tem referido ao longo do presente relatório tem sido alvo de diversas alterações, todas elas tendo como ponto comum a procura pela simplicidade e flexibilidade.

Uma das soluções encontradas para levar a cabo este objetivo, foi a criação da Mera Comunicação Prévia, como alternativa ao RPS em relação a determinados casos considerados como carecendo de proteção mais leve.

⁹¹ Esta exigência é ainda importante devido à necessidade de estarem sempre registados elementos atualizados referentes aos FCR, às SCR e aos ICR.

A MCP é sem dúvida uma boa alternativa ao Registo (mesmo ao simplificado), no entanto, uma das suas maiores desvantagens prende-se ao facto de ser uma alternativa limitada a um restrito tipo de situações (mais concretamente, apenas se aplica a FCR, SCR e ICR cujo *capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou, independentemente da sua natureza, quando o valor mínimo do capital por estes subscrito seja igual ou superior a € 500.000 por cada investidor individualmente considerado* (artigo 4º, n.º 14, RJCR)).

Para além disto, é importante referir que apesar de o n.º 15 do artigo 4.º apenas exigir a apresentação dos elementos enunciados no n.º 3 do mesmo artigo, aquando da apresentação do requerimento para mera comunicação, a verdade é que os elementos descritos no n.º 4 também devem ser entregues, quando se referir a MCP de FCR. Penso ser esta a interpretação correta, pois não faria sentido a entrega de elementos referentes aos FCR ficando em falta o documento mais importante: o Regulamento de Gestão.

Ainda em relação às situações em que é possível a opção pela MCP, cabe mencionar que embora se entenda o porquê do diferente nível de proteção oferecido aos investidores qualificados e aos não qualificados, parece necessária a sua alteração, sobretudo no respeitante aos requisitos para a sua aplicação, no sentido de poderem ser abrangidos outro tipo de investidores, assim como na aplicação de diferentes limites e situações mais amplos, tornando esta alternativa atrativa a mais investidores, através da análise casuística da situação em causa. A título de exemplo, poder-se-ia dar mais importância à complexidade dos ativos e negócios do FCR e das SCR, no momento de analisar se deve optar-se pela MCP.

4. Os Vários Tipos de Supervisão⁹²

Como já se referiu no capítulo relativo às competências da CMVM, são dois os tipos de supervisão que podem ser exercidos pela CMVM no setor do capital de risco, mais concretamente, a supervisão prudencial e a comportamental, podendo levar-se a cabo através de supervisão *ex ante*, *ex post*, à distância e/ou presencial.

Os tipos de supervisão, e os meios de as exercer, servem para controlar a atuação das supervisionadas e daquilo que elas gerem ou possuem, assim como para aconselhar a estas entidades maneiras de pôr em prática as normas previstas para o desenvolvimento da sua atividade.

Durante o estágio os técnicos informaram que de forma mais específica, no âmbito das funções de supervisão atribuídas à CMVM, e quando necessário, são efetuadas ações de supervisão presencial (AS) às Entidades Gestoras de FCR, às SCR e aos ICR, dirigidas à validação da organização de meios humanos, técnicos e materiais, à segregação funcional e procedimentos da sociedade gestora, da política e procedimentos adotados em matéria de prevenção de conflito de interesses no que concerne à realização do capital dos fundos objeto de análise, do método de valorização das participações e da política em matéria de gastos dos referidos fundos.

É de notar que estas ações são realizadas antes do início do exercício da atividade das entidades em causa, bem como durante o período de exercício dessa mesma atividade, procurando com isto que os meios necessários ao bom funcionamento estejam sempre assegurados.

⁹² TEIXEIRA DOS SANTOS, Fernando, “O Sistema Financeiro e a Globalização – A Regulação do Sistema Financeiro”, *Intervenção no encontro do Instituto Ibero-Americano de Mercados de Valores*, 2002. Acessível em
<http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Intervencoes/Documents/7a6b5d88c97a44058dd0413e929a62db20020617.pdf>

Há mesmo quem defenda que o procedimento de registo (ou pelo menos parte deste) deveria ser substituído por supervisão presencial. As linhas de ação da CMVM para o período 2011-2012, também vão neste sentido, prevendo como solução a implementação do aumento do recurso a este tipo de supervisão, para maior eficiência e simplificação do exercício das funções da supervisora.

4.1. Caso analisado durante o período de estágio

Durante o estágio no DGIC surgiram oportunidades de analisar relatórios de ação de supervisão (o seu relatório e o ofício que serve de comunicação à entidade em caso de esta ter de fazer alguma alteração ou adaptação), do qual se pôde retirar diversas conclusões e conhecimentos que de seguida se enunciam.

Através do relatório da ação de supervisão analisado, foi possível observar que existe uma ficha padronizada com diversas informações detalhadas acerca da Sociedade e da sua atividade, ficha que deve ser preenchida pelos técnicos da CMVM responsáveis pela ação de supervisão, resultando da sua visita e com aquilo que observaram durante a mesma a elaboração de um relatório.⁹³

Cada uma destas fichas é construída através de tópicos adaptados ao âmbito do objeto da ação de supervisão, podendo ser mais ou menos extenso consoante aquilo que se queira analisar. Normalmente, a supervisão é limitada quanto ao seu objeto e metodologia (por exemplo, restrição da análise a um determinado período de tempo).

Depois da ação de supervisão, e para além do relatório, os técnicos que efetuam a ação devem elaborar um ofício com as principais conclusões e sugestões de alteração, esclarecimento e revisão, tendo em conta as possíveis falhas observadas, bem como aquilo que deve ser feito para que estas deixem de existir.

⁹³ Através destas também se conhecem outros fatos e/ou irregularidades da Sociedade, como por exemplo, a não comunicação à CMVM de alterações (violação do artigo 4º, n.º 11 do RJCR).

Com esta análise pôde observar-se que a supervisão prima pelo elevado grau de detalhe, tendo em conta inúmeros aspetos que permitem de forma objetiva conhecer a entidade em análise, designadamente a sua qualidade e capacidade de exercício da atividade de CR.

Na ação de supervisão em análise, a ficha padronizada então utilizada permitiu identificar aspetos, como a norma cujo cumprimento se encontra a ser validado, o facto, acontecimento ou atividade que é, e o que não é observado ou executado pela sociedade gestora, SCR ou ICR. Cada um destes factos é analisado de forma muito detalhada, observando tudo o que possa dar a conhecer a verdadeira dimensão, organização e dinâmica de trabalho da EG/SCR/ICR em análise (no relatório de supervisão analisado, atendeu-se a uma informação reportada pela própria EG em análise⁹⁴ e o histórico da EG e dos fundos por ela geridos).

A limitação do objeto da ação é muito importante, nomeadamente para não se afastar do objetivo da ação. A título de exemplo, a limitação nesta AS concretiza-se na restrição da análise aos seis meses anteriores à ação de supervisão e pela seleção da amostra, a qual atendeu a critérios como a política de investimento dos diversos fundos geridos, o tipo de participantes, o nível de alavancagem, a carteira de participações, categorias de UP e a quota de mercado (sendo identificados no relatório da AS os Fundos específicos objeto de análise).

A verificação dos factos é sempre complementada com observações feitas pelos técnicos e com a identificação dos elementos de prova utilizada, tudo isto constando da ficha padronizada.

As conclusões e sugestões dadas pelos técnicos, são seguidas de deliberação em CD da CMVM e comunicadas à EG supervisionada.

⁹⁴ Em conformidade com o exigido no RCMVM n.º 1/2008.

No caso em estudo, de entre outros ajustes, a EG teve que proceder à atualização e adaptação do organograma (por não coincidir com a real organização estrutural da EG); tanto a informação referente aos órgãos que compõe de facto a EG, como a referente à alteração do objeto social registada na Conservatória do Registo Comercial, não foram comunicadas à CMVM, em violação do disposto no artigo 4º, n.º11 do RJCR, o que teve que ser regularizado; a função de controlo e gestão de riscos deve recair sobre um responsável autónomo e não sobre “*as próprias unidades de estrutura organizacional da entidade*”, sendo que a CMVM sugeriu à EG que procedesse à nomeação de um responsável por esta função.⁹⁵

Este exemplo permitiu-me entender melhor todo o procedimento de supervisão, assim como o alcance do seu objetivo e o do seu objeto, conseguindo assim ter uma visão mais objetiva e real daquilo que é feito na área de controlo das SCR e da atividade de CR em geral.

⁹⁵ Para suprir estas irregularidades, a EG teve um prazo de 30 dias.

CAPÍTULO IV - CAPITAL DE RISCO INTERNACIONAL – ALGUNS ASPETOS.

1. Estudo de regimes jurídicos.

1.1. Capital de Risco no Mundo.

Tendo conhecimento da realidade atual do nosso ordenamento no respeitante ao capital de risco e sobretudo à sua supervisão, é indispensável conhecer realidades diferentes, pelo que se segue o estudo de dois países essenciais no mercado do capital de risco: o Luxemburgo e os EUA.

Primeiramente, e antes de começar a exposição sobre cada um dos ordenamentos que serão alvo de estudo no presente ponto, é importante ter uma visão geral do estado da atividade do capital de risco numa perspetiva global e sobretudo europeia.

Tipicamente, o mercado de capitais é propenso a altos e baixos, muito sensível a informações e ao comportamento de certos países e setores do mercado em geral.

A crise mais recente, cujas consequências ainda se fazem sentir, foi a crise do crédito hipotecário de alto risco (ou “*Subprime credit*”), que se fez sentir sobretudo desde 2006, tendo origem nos EUA, mas afetando o resto dos mercados internacionais.

No entanto, a partir de 2009 os valores dos mercados foram recuperando, afetando positivamente a indústria do capital de risco. Porém, a crise da dívida soberana que atingiu a Europa, criou receio no mercado global, refreando as intenções de investimento neste Continente.⁹⁶

⁹⁶ Esta última crise teve como consequência o abrandamento da recuperação que se verificou na primeira metade do ano de 2011⁹⁶ (ver o gráfico constante do Anexo II – figura 1.).

Numa perspetiva mundial, resumidamente o que se verifica é que a maior potência nesta indústria é a América do Norte (*máxime*, EUA), seguida da Europa e depois da Ásia (sobretudo, China e Índia) - sendo esta última um mercado emergente, que tem vindo a contrariar a tendência de descida do mundo ocidental (ver Anexo II, figura 2.).

De forma mais específica, podemos observar que a Europa também tem seguido a tendência de recuperação lenta, sustentada, sobretudo, pelos elevados investimentos na atividade de capital de risco, com percentagens superiores à média europeia⁹⁷. É também de notar que, mais do que qualquer outro mercado, o mercado europeu foi o que mais sofreu com a crise da dívida soberana iniciada na Irlanda e na Grécia (com consequências mais graves, mormente a partir da segunda metade de 2011).

De seguida apresenta-se um pequeno estudo sobre diferentes realidades existentes neste setor. Para o efeito, selecionaram-se três países com maior influência na indústria do capital de risco a nível mundial, de forma a perceber o que as torna bem-sucedidas, e até que ponto pode aproveitar-se certas soluções para melhorar a atividade em Portugal.

1.2. Luxemburgo

1.2.1. Enquadramento Legal⁹⁸

O Luxemburgo tem sido o palco de uma grande evolução na atividade do capital de risco, com reflexos na Europa e no resto do Mundo.

O sistema luxemburguês é muito complexo e diversificado, ao mesmo tempo sendo flexível e contendo um grande leque de opções, o que permite aos investidores escolher a opção que se lhes apresente mais adequada, consoante o objetivo de negócio que

⁹⁷ Efetuados pelo Reino Unido, pela Suíça e pelo Luxemburgo, (ver Anexo III, figuras 1. e 2.).

⁹⁸ Para o estudo mais aprofundado deste ordenamento visitar os seguintes *sites*: <http://www.alfi.lu/> (*site da Association*); <http://uk.practicallaw.com/> (*site da PracticalLaw Company*), <http://www.cssf.lu/> (*site da Commission de Surveillance du Secteur Financier*).

possuam (aliás, este é o maior chamariz para o investimento em capital de risco no Luxemburgo, sobretudo quando associado ao excelente regime fiscal implementado e à capacidade de antecipação de aplicação de medidas que serão aplicadas na EU, *máxime* Diretivas e Regulamentos).

Os diplomas mais relevantes aplicáveis à atividade de capital de risco são a *Loi du 15 juin 2004* (relativa ao investimento em sociedades de capital de risco), a *Circulaire CSSF 06/24*⁹⁹ (contendo o conceito de capital de risco para a sua aplicação às SICAR), assim como a *Loi du 13 février 2007* (relativa às SIF) e as *Circulaires CSSF 07/283* (relativa às SIF), *07/309* (relativa às regras de dispersão de risco no contexto das SIF), *07/310* (relativa à informação financeira a ser fornecida pelas SIF), *08/372* (com as linhas orientadoras para os depositários das SIF).

Nos seguintes tópicos faz-se um breve estudo referente aos pontos que se afiguram mais importantes para conhecer a realidade do capital de risco no Luxemburgo : veículos de capital de risco, regime tributário e o processo de registo.

1.2.2. Veículos de capital de risco

São três os veículos de capital de risco mais populares no Luxemburgo: *Sociétés d'Investissement en Capital à Risque* (SICAR), *Fonds d'Investissement Spécialisés* (SIF – *Specialized Investment Funds*) e *Sociétés de Participations Financières* (SOPARFI).

Enquanto os dois primeiros veículos são regulados¹⁰⁰ e sujeitos à supervisão e autorização da entidade congénere da CMVM no Luxemburgo: a *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) – devendo esta autorizar a constituição das sociedades, através da aprovação dos artigos ou regulamentos de gestão, assim como a

⁹⁹ Espécie de Regulamento como os emitidos pela CMVM, ou dos avisos do BdP.

¹⁰⁰ Sendo-lhes aplicáveis a *Loi du 15 juin 2004* e a *Circulaire CSSF 06/241*.

escolha do depositário e do auditor -, as SOPARFI são veículos não regulados e não supervisionados, tendo escassos limites de atuação.

Cada um destes veículos foi criado com finalidades diferentes, desde logo refletindo-se isto na regulação e não regulação *supra* referida.

Desta forma temos que as **SICAR** foram implementadas para oferecer uma regulação e supervisão leve aos investidores qualificados¹⁰¹, que são o seu público-alvo.

Estas sociedades podem ser constituídas sobre a forma de *société en comandite simple* (SCS)¹⁰², *société anonyme* (SA), *société à responsabilité limitée* (Sàrl), *société en comandite par actions* (SCA), *société coopérative organisée comme une société anonyme* (SCoSA).

Desde logo ao observar estas opções na forma de constituição, pode concluir-se que estas sociedades beneficiam de elevada flexibilidade na estrutura corporativa aplicável. Juntamente, a isto acrescenta-se a aplicação a estes do regime de neutralidade fiscal, tornando-os num dos veículos mais atrativos para o investimento em capital de risco.

Ainda no âmbito das características, temos que capital social mínimo exigido para a sua constituição varia consoante o tipo de sociedade que foi escolhida para a sua constituição. Assim, será de € 31.000 quando se tratar de uma SA ou de uma SCA e de € 21.000 no caso de ser uma Sàrl, não se exigindo qualquer mínimo de capital social para os restantes tipos de sociedades. No entanto, no prazo de 12 meses a contar da data

¹⁰¹ Para o efeito, são considerados investidores qualificados os investidores institucionais, os investidores profissionais e outros investidores que como tal se considerem (através de notificação escrita) e que invistam, pelo menos, € 125.000 ou tenham sido como tal qualificados por uma instituição financeira, instituição de crédito ou entidade gestora.

¹⁰² O equivalente às *Limited Partnership* inglesas.

de autorização, o capital subscrito deve ser de € 1.000.000 e ao menos 5% deste valor deve ser realizado aquando a subscrição.¹⁰³

As SICAR também têm limites de investimento resumindo-se ao investimento em valores mobiliários que representem capital de risco (definido na *Circulaire CSSF 06/24*), contudo, em contrapartida, não são sujeitas a diversificação do risco.

Outra característica interessante é a possibilidade das SICAR se poderem formar como fundos com diversos “compartimentos”, ou seja, uma sociedade com diversos fundos, cada um com políticas de investimento diferentes (também se aplica às SIF), concentrando-se numa mesma sociedade diferentes alvos de interesse.

Ao contrário das SICAR, as SIF são um veículo “*multiuso*” muito flexível (mas ao mesmo tempo mais complexo) e “fiscalmente eficiente”, cujo público-alvo são os investidores qualificados¹⁰⁴, tanto para a sua constituição como para o seu investimento.

Estas podem ser constituídas como fundos de investimento (*Fond Common de Placement - FCP*), como sociedades de capital social variável (*société d'investissement à capital variable – SICAV*) ou ainda como sociedades de capital social fixo (*société d'investissement à capital fixe – SICAF*).

Por seu turno, as SICAV podem ser constituídas sob a forma de SCS, SCoSA, Sàrl, ou SA, enquanto as SICAF podem ainda constituir-se sob a forma de *société en nom collectif* (SNC) e *société civile* (para além das formas enunciadas para as SICAV).

¹⁰³ Desta forma não se deixa ao total arbítrio das sociedades a matéria do capital social, ao contrário do que acontece com os ICR em Portugal.

¹⁰⁴ Trata-se de investidores institucionais, de investidores profissionais e de outros investidores reconhecidos como investidores qualificados (ou *well-informed investors*).

Outra particularidade que aumenta a sua atratividade perante os investidores é a inexistência de restrições relativas aos bens elegíveis para a carteira de investimento, somada à leve regulação concernente à diversificação de riscos.

A única exigência em relação à sua carteira é a de que esta deve ser de € 1.250.000 no mínimo (subscrito até um ano após a autorização da CSSF e realizada aquando da subscrição, em pelo menos 5% do seu total).

Por outro lado, caso seja constituída como FCP, a gestão deve caber a uma entidade gestora com um mínimo de capital social de € 125.000, a qual, por sua vez, deve ser administrada por pessoas com boa reputação no meio e com experiência suficiente na gestão deste tipo de sociedades.

Relativamente ao terceiro veículo em estudo, é de referir que as **SOPARFI** caracterizam-se por terem como objeto principal a gestão de participações sociais, diferenciando-se das SGPS portuguesas devido ao seu objeto principal poder consistir noutras atividades, comportando-se como uma sociedade comercial “normal”¹⁰⁵.

De mencionar ainda que estas sociedades podem constituir-se sobre a forma de SA, Sàrl, SCA, *société coopérative* (SC), ou Sociedade Europeia.¹⁰⁶

A sua maior atração é a possibilidade de aproveitamento da rede de acordos de dupla tributação implementada no Luxemburgo e da total aplicação das regras da Diretiva Mães e Filhas (Diretiva n.º 90/434/CEE), consequentemente podendo utilizar-se as SOPARFI como uma empresa autónoma, uma *holding*, como um veículo de financiamento ou mesmo em combinação com SIF, SICAR e UCI.

¹⁰⁵ Luís Filipe Pirré, “SOPARFI vs SGPS”, in *Newsletter Legal, Lexpress*, n.º1 – Dezembro de 2006, página 3 e seguintes. Também disponível em <http://www.lfplaw.eu/newsletter/LEXPRESS%201.pdf>

¹⁰⁶ Destas cinco, as três primeiras formas de constituição são as mais populares.

Estes veículos são atrativos para os investidores, no entanto, parece poder afirmar-se que a supervisão deve ser exigente e eficiente para manter o bom funcionamento de um mercado tão flexível, complexo e sem regulação em veículos que facultam tanta liberdade de atuação (as SOPARFI). Deve evitar-se que a liberdade se converta em libertinagem.

1.2.3. Regime tributário

O regime tributário do Luxemburgo é conhecido como um dos mais favoráveis à escala mundial. De seguida tenta mostrar-se o porquê.

Desde logo as **SICAR constituídas como SCS** beneficiam do regime de transparência fiscal, o que significa que a SICAR está isenta de impostos, sendo tributados os seus investidores, dependendo do regime tributário do seu lugar de residência.

Por outro lado, as **SICAR constituídas sob qualquer outra forma legal** são tributadas no Luxemburgo (à taxa global de 28.80%), em contrapartida, favorecendo dos acordos de dupla tributação encetados pelo Luxemburgo, assim como da aplicação da Diretiva Mães e Filhas.

Em resumo, o regime destas sociedades consiste no seguinte: i) isenção da tributação de ganhos de capital ou rendimentos que sejam obtidos através de valores mobiliários; ii) o aumento de capital decorrente de investimento em capital de risco, respeitando certas condições, também é isento de imposto; iii) é isenta de imposto sobre o património líquido¹⁰⁷; iv) não são elegíveis para aplicação do regime de englobamento de rendimentos (não se aumentando o escalão tributário); v) não há retenção na fonte para as distribuições do produto dos lucros realizadas pela SICAR; vi) para os não residentes, a regra é a de isenção no Luxemburgo; vii) embora sejam sujeitos passíveis de IVA, as atividades da SICAR, tal como os serviços de gestão oferecidos pela

¹⁰⁷ Em Portugal, a regra é a de tributar o rendimento, não o património. Em inglês, este tipo de imposto é conhecido como “*net-wealth tax*”.

entidade gestora das mesmas, são isentos de IVA; viii) estão sujeitas ao pagamento de uma taxa anual fixa de € 1.500 e de uma taxa de registo de € 1.500 (ou de € 2.650, caso se trate de sociedades com compartimentos), devidas à CSSF.

O regime tributário das SIF resume-se à sua i) isenção em relação ao imposto de rendimento sobre a empresa (*impôt sur les sociétés*), do imposto sobre as empresas municipais (*l'impôt commercial communal*), do imposto sobre o património líquido e do IVA; ii) à não sujeição a retenção na fonte dos lucros distribuídos; e iii) ao pagamento da taxa anual fixa e da taxa de registo supracitadas (em relação às SICAR).

Referir ainda que apenas as SIF constituídas como SICAV ou como SICAF beneficiam dos acordos de dupla tributação, ao contrário do que acontece aos FCP.

Por último, relativamente às SIF cabe mencionar que apenas os investidores residentes são tributados no Luxemburgo. Esta tributação faz-se de igual forma relativamente às pessoas coletivas e às pessoas singulares quanto aos seus rendimentos, no entanto, no que concerne aos ganhos de capital das pessoas singulares, estes apenas são tributados se ao tempo da venda as unidades tenham sido detidas por menos de seis meses e se o vendedor possuir mais de 10% do capital da SIF.

Por se tratar de “sociedades comerciais normais”, às SOPARFI aplicam-se-lhes as regras gerais, logo não estão sujeitos a um regime específico.

Contudo, benefícios como a aplicação da “isenção sobre participações”¹⁰⁸ e taxas reduzidas de retenção na fonte derivadas de acordos sobre dupla tributação, são duas particularidades que cativam investidores.

¹⁰⁸ Quando determinadas condições se encontrem reunidas, a aplicação desta isenção permite que i) os dividendos recebidos pela SOPARFI, assim como os ganhos de capitais realizados por esta através da venda de acções, isentam estas sociedades do imposto sobre o rendimento e do imposto sobre empresas municipais; e ainda, ii) que os dividendos distribuídos pela SOPARFI não sejam sujeitos a retenção na fonte e iii) as participações qualificadas sejam isentas de imposto sobre o património líquido.

Falta apenas referir a não aplicação de regras de subcapitalização, ligadas às normas de financiamento das empresas, como outra forma de incentivo aos investimentos. No Luxemburgo a regra é a exigência pelo respeito de uma rácio de 85:15 da relação entre dívida e capital (formas de financiamento usuais), podendo, contudo, ser ainda aplicada uma rácio de 99:1. Isto significa que uma sociedade pode ser financiada quase exclusivamente através de capitais alheios (ou seja, através de dívida), o que de início parece ser um bom negócio, mas que pode levar a mau resultado a médio/longo prazo (o passivo supera em muito o ativo da empresa), o que, no entanto, não afasta os investidores que são aliciados pelas possíveis vantagens associadas.

1.2.4. Processo/ elementos de Regulação

Nesta secção enunciam-se os elementos exigidos para a aprovação e autorização concedida pela CSSF, com exceção do caso SOPARFI as quais não carecem de autorização (como supracitado).

A CSSF exige vários elementos às SICAR e às SIF. Mais precisamente, é exigido que os gestores e administradores das SICAR e das SIF provem a sua capacidade de cumprir os seus deveres (quando a AIFMD for transposta, estes deverão que ser autorizados pela CSSF para exercer as suas atividades).

Devem ainda ser enviados à CSSF, os documentos informativos necessários (nomeadamente, prospets e documentos de emissão), assim como o documento com a nomeação do depositário e do auditor.

As SOPARFI, embora sejam sociedades não reguladas, quando façam ofertas públicas das suas ações, são obrigadas a elaborar prospets a estas referentes, estando estes prospets sujeitos a aprovação da CSSF¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Quando sejam constituídas sob a forma de SCA ou de SA, aplica-se-lhes algumas exceções no que toca aos prospets, designadamente aquela que permita a não carência de prospeto quando a oferta for dirigida a menos de 100 pessoas.

Pelo que foi observado, o processo de registo, nomeadamente as exigências formais do mesmo, são mais simples daquelas aplicadas no nosso ordenamento, o que se traduz em mais um chamativo para o investimento em capital de risco no Luxemburgo.

1.3. EUA

1.3.1. Enquadramento Legal

Tal como referido no início do presente relatório, os EUA são o país pioneiro da atividade do capital de risco como a conhecemos nos nossos dias, tendo conseguido manter-se a maior potência mundial nesta área através da inovação e desenvolvimento de técnicas e do estudo das melhores opções de mercado.

Os EUA têm legislação especial para o capital de risco, tanto a nível federal como a nível estadual, o que significa que existem Estados com regras mais ou menos favoráveis ao exercício da atividade em causa.

No que respeita à legislação aplicável, cabe mencionar como leis mais importantes relativas ao capital de risco o *Investment Advisers Act* de 1940, o *US Investment Company Act* de 1940, o *Private Fund Investment Advisers Registration Act* de 2010 e o *Private Fund Transparency Act*.¹¹⁰

Para além destes, e à semelhança da regulamentação elaborada pela CMVM em Portugal, diversas *rules* são propostas e publicadas pela *Security and Exchange Commission* (SEC).

Em 2011 foram introduzidas diversas alterações na legislação estado-unidense relativa ao capital de risco, destas resultando várias consequências, tais como a revisão dos

¹¹⁰ <http://www.hg.org/private-equity-law.html>

requisitos de registo¹¹¹ e de informações obrigatórias exigidas às entidades envolvidas, tornando-as mais exigentes a nível quantitativo e qualitativo¹¹².

Outra alteração, esta mais profunda, redundou na aplicação da *Volcker rule*, a qual estabelece a proibição de promoção, investimento, aquisição ou detenção de fundos privados (incluindo os fundos de capital de risco) por parte dos bancos. Pese embora existam exceções a esta regra¹¹³, a verdade é que haverá grande limitação na atividade de capital de risco, sobretudo devido ao papel crucial que os bancos têm nessa mesma atividade.

Mesmo com estas alterações que resultam em regras mais restritas no setor do capital de risco, os EUA não deixam de ser um alvo bastante atrativo para investir em capital de risco.

1.3.2. Veículos de capital de risco

Nos EUA são diversos os veículos de investimento em capital, nomeadamente devido às leis que divergem consoante o estado. No entanto, tem-se observado que a opção mais popular é a constituição de fundos de capital de risco através da forma jurídica do *Delaware Limited Partnership* - DLP (ou seja, *limited partnership*¹¹⁴ sedeadas no

¹¹¹ ROWE, Larry Jordan, “Private Equity: United States”, *Articles: know how*, Practical Law Company, 2011. Acessível em <http://uk.practicallaw.com/1-500-5474?source=relatedcontent>

¹¹² Isto traduziu-se, mais especificamente, na criação de regras específicas para os promotores (ou *advisers*), sobretudo para os não registados na SEC, assim como na aplicação da *Rule 204 (b)* da SEC que obriga ao preenchimento da conhecida *Form PF*.

¹¹³ Algumas das mais importantes são: a) os bancos poderão investir em fundos privados, desde que o investimento do banco seja inferior a 3% do capital do fundo (*minimis exception*); b) os bancos podem organizar um fundo privado, desde que se respeite o *minimis exception*, e se a oferta for dirigida apenas a clientes que utilizem os seus serviços de investimento usualmente.

¹¹⁴ Esta é uma figura materialmente semelhante às nossas sociedades com responsabilidade limitada dos sócios (S.A. e Sociedades por Quotas), porém, afastando-se destas devido a especificidades como a responsabilidade ilimitada do chamado General Partner.

Estado de Delaware).¹¹⁵ A estas entidades aplica-se a *Delaware Uniform Limited Partnership Act* (para além da lei nacional aplicável às LP e outras formas legais).

Nestas LP há separação da personalidade legal do LP e dos *partners*, oferecendo ainda os benefícios da responsabilidade limitada aos *limited partners* – estes são responsáveis apenas proporcionalmente àquilo com que contribuíram para a sociedade/parceria (enquanto os *general partners* são ilimitadamente responsáveis – sendo esta a principal diferença entre a SA portuguesa e a LP anglo-saxónica).

Outra vantagem associada a estas LP é que não se exige capital mínimo para a sua constituição.

Como não podia deixar de ser, para a constituição destas sociedades são exigidos certos requisitos, dos quais são de referir a existência de, pelo menos, um *general partner*¹¹⁶ e um *limited partner* num mesmo LP, assim como a exigência de as LP possuírem e manterem a sua sede social e um agente registado no estado (por exemplo, em Delaware), para o serviço do processo sobre a LP. Ainda outras informações, como o nome da sociedade/parceria e o nome e domicílio dos *general partner*, são exigidas.

Para que o registo seja concluído em Delaware, para além do preenchimento dos requisitos acima descritos, basta o pagamento de uma taxa fixa de US\$ 200, para além de uma taxa anual de *franchise* de US\$ 250.

É pela simplicidade dos requisitos e pelas demais características inerentes a qualquer LP, que as *Delaware Limited Partnership* são um veículo de eleição para o exercício desta

¹¹⁵ Para mais informação ver, também disponível em:
http://www.stblaw.com/google_file.cfm?TrackedFile=6B46113B5E8CBB828FBA7140CFC02A8002A046D5C6834D&TrackedFolder=585C1D235281AED9B6A07D5F9F9478AB5A90188899

¹¹⁶ Este desempenha o papel de entidade gestora do fundo, cabendo-lhe a execução, arquivamento e entrega na secretaria do gabinete estadual do certificado com informação básica sobre a LP.

atividade, conseguindo desenvolver-se um excelente regime estatutário e, principalmente, pelo seu corpo jurisprudencial tão bem desenvolvido.

Outro veículo utilizado para a constituição de fundos de capital de risco é as *Limited Liability Companies*. Estas, contudo não são as preferidas do mercado, devido em grande parte ao facto de não lhes ser aplicado o regime da transparência fiscal em algumas jurisdições, sentindo-se dificuldades também no acesso aos benefícios de acordos fiscais com outras jurisdições.

1.3.3. Regime tributário

No que diz respeito ao regime tributário neste âmbito nos EUA, é de referir que a regra geral é a de que as LP beneficiam do regime de transparência fiscal nos EUA, no entanto, quando se verificar que o rendimento provém de uma empresa dos EUA, será exigida retenção na fonte, no âmbito do imposto sobre os rendimentos a nível federal (exigido ao fundo extra-EUA).

Existem, no entanto, exceções a esta regra, sendo a mais utilizada a que resulta no facto de não se tributarem investimentos em determinadas empresas imobiliárias, negociações de ações e outros valores mobiliários, que são normalmente os investimentos associados aos fundos de capital de risco.

As entidades não residentes também beneficiam do regime de transparência fiscal, podendo, todavia, requerer o tratamento como “entidade não-transparente”, a fim de evitar que os seus investidores tenham que lidar com os trâmites para serem tributados nos EUA.

Os fundos de capital de risco nos EUA são tratados como *partnership*, seja qual for a sua forma de constituição. Isto significa que os fundos não são tributados, sendo os seus

rendimentos inseridos na esfera dos investidores (conservando a sua natureza de rendimento de fundos), os quais são então tributados pelos rendimentos do fundo.¹¹⁷

Outros benefícios são previstos para este tipo de entidades, tais como: a possibilidade de exclusão de 100% dos ganhos realizados através da venda de ações de determinadas pequenas empresas, desde que estes ativos tenham sido adquiridos entre 28 de setembro de 2010 e 31 de Dezembro do mesmo ano e se a empresa tiver menos de US\$ 50 milhões (desde 1993).

No geral, pode concluir-se que o regime tributário dos EUA é favorável ao investimento, pese embora pareça não existir um regime tributário específico para o investimento em capital de risco, pois as boas condições de investimento abrangem a maior parte dos setores do mercado.

1.3.4. Processo/ elementos de Regulação

Nos EUA o registo é feito perante a SEC, sendo obrigatório para os promotores (*advisers*)¹¹⁸, assim como para qualquer emissor que se dedique a investir e negociar valores mobiliários (já que se considera uma empresa de investimento)¹¹⁹.

Porém, se o fundo tiver valores mobiliários detidos por menos de 100 pessoas ou se os valores mobiliários forem detidos apenas por investidores qualificados¹²⁰, o dever de

¹¹⁷ Embora este regime seja aplicável a residentes e a não residentes, não se garante a não tributação destes rendimentos na jurisdição do investidor.

¹¹⁸ Através da aplicação das regras do *Registration Act*.

¹¹⁹ Através da aplicação das normas da *US Investment Company Act 1940*.

¹²⁰ Considera-se investidor qualificado qualquer pessoa singular, empresa familiar ou *trust* com investimentos de, pelo menos US\$ 5 milhões, e pessoa coletiva que detenha e invista, pelo menos, US\$ 25 milhões.

registo destas entidades desaparece (passa a tratar-se de oferta não pública¹²¹). Contudo, se houver oferta pública destes valores mobiliários, a oferta é objeto de registo, um pouco à semelhança do que acontece no nosso ordenamento.

O processo de registo nos EUA é simples, tendo sido alvo de alterações em 2011 (como já se referiu), onde se constatou maior exigência na qualidade e quantidade de informação, não deixando por isto de se tratar do ordenamento mais atrativo para investimento em capital de risco.

¹²¹ Apenas se considera não-pública a oferta que, cumulativamente, i) não seja dirigida ao público em geral, ii) seja feita apenas a pessoas com quem o emissor tenha relações substanciais e conhecimento da sua capacidade de compra, e ainda iii) não seja publicitada através de meios de comunicação com o objetivo de vender os valores mobiliários.

CONCLUSÃO

Os seis meses de estágio realizado na CMVM traduziram-se numa oportunidade única de poder ver diretamente a realidade da supervisão dos mercados de valores mobiliários em Portugal, sobretudo na perspetiva da supervisão do mercado do capital de risco.

A execução de um trabalho com o tema do capital de risco, não seria exequível de forma tão completa e clara se não tivesse sido feita através de um contato direto com essa mesma realidade, já que só através da observação da realidade prática e com o debate e discussão que foi possível encetar com vários técnicos da instituição (sempre dispostos a discutir estes temas e a esclarece as dúvidas que surgiam com o decorrer do estudo) foi possível ultrapassar a dificuldade sentida pela falta de base doutrinária relativas ao tema do presente relatório.

Através da análise realizada do nosso enquadramento jurídico, bem como da comparação deste com a sua aplicação prática, e ainda com o estudo da realidade de outros ordenamentos, puderam conhecer-se diversos problemas associados ao capital de risco, alguns deles aparentemente de fácil solução.

Começando pelo processo de Registo Prévio Simplificado, temos que este, como qualquer outro processo de registo, é um excelente meio de controlo e supervisão da atividade, neste caso das SCR e dos ICR, assim como da estrutura e funcionamento destes e dos FCR.

Conquanto possa parecer um procedimento demasiado burocrático, pela quantidade e qualidade das informações e elementos exigidos, a verdade é que parece ser um bom meio para saber o que é possível evitar e mudar para melhorar o desempenho e eficiência dos FCR, das suas entidades gestoras, das SCR e dos ICR, para além de ser uma forma de diálogo entre a autoridade supervisora e as entidades supervisionadas.

É bom lembrar que é através do processo de registo que surgem grande parte das dúvidas de aplicação e interpretação da lei, que de outra forma poderiam não surgir, levando a uma aplicação errada das normas, para além de ser um excelente meio de diálogo e colaboração entre estas entidades.

Isto não invalida que se considere que esta não é a única forma de dar continuidade ao controlo, supervisão e diálogo referidos, na medida em que poderia ser feita através de meios menos burocráticos, o que mereceria, todavia uma análise mais detalhada da nossa realidade na atividade do capital de risco, de forma a perceber o que se poderia mudar. Por exemplo, esta análise é indispensável para compreender quais os meios que melhor se adequam para a atuação de supervisora e supervisionados dentro da realidade portuguesa do capital de risco, dando mais atenção aos princípios da proporcionalidade e adequação.

Observa-se ainda a insuficiência de regulamentação, aliada à excessiva tendência para aplicação subsidiária de regimes gerais (muitas das vezes sem sequer se encontrar expressamente estabelecido), assim como a conceitos abertos na pouca regulamentação existente, quando parece que por ser uma realidade tão específica, o seu regime também devia ser mais específico, prevenindo desta forma a discricionariedade exagerada.

Ainda que se possa argumentar que a falta de regulação e supervisão flexibiliza a atuação das entidades referidas, a verdade é que a realidade atual não faz mais senão complicar a atividade de supervisão, pelo que se devia encontrar um equilíbrio na regulação, por exemplo, por meio da modificação do regime de forma a regular os aspetos essenciais.

Estas sugestões de modificações poderiam resultar também na estatuição de aplicações de normas sancionatórias (proporcionais e equilibradas), ausentes no atual regime jurídico.



Num futuro próximo, a transposição da AIFMD promete ser de grande ajuda para a melhoria do panorama do capital de risco português, pois estipula diversas medidas para a proteção do mercado. Contudo, a transposição deverá ser feita de forma cautelosa, para não afastar mais os investimentos que queiram fazer-se em Portugal.

Com o devido trabalho e dedicação que o capital de risco merece, e tendo em conta a qualidade dos técnicos e das instituições que trabalham nesta área, parece possível aproveitar o imenso potencial que esta indústria tem no nosso ordenamento, permitindo a evolução positiva da economia do nosso país, com ajuda desta alternativa de investimento (principalmente, tendo em conta a atual situação económica de Portugal e do mundo, em geral).

BIBLIOGRAFIA

Nacional

- IAPMEI, *Guia do Capital de Risco*, IAPMEI e APCRI, 2006. [em linha] [consulta: 05-01-2013] Disponível em: URL: <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>
- IAPMEI, *IAPMEI na dinamização da cooperação empresarial*, 2012. [em linha] [consulta em 03-12-2012]. Disponível em: URL: <http://www.iapmei.pt/iapmei-bcpartigo-01.php?temaid=1&subtemaid=7>.
- ANDERSEN, Arthur, *ABC do Capital de Risco*, Lisboa: IAPMEI, 1999.
- BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário – Regime Jurídico*, Coimbra, Almedina, 1999.
- BATISTA, Ana Sofia, “Private Equity in Portugal”, in *The European Lawyer*, Sponsored Editorial, Abreu Advogados, 2007. [em linha] [consulta em 23-12-2012]. Disponível em: URL: http://www.abreuadvogados.com/xms/files/05_Comunicacao/Artigos_na_Imprensa/Artigo_ASB_Private_Equity_European_lawyer_mar_2007.pdf. Data da última visualização: 03-12-2012, 16:34
- CALHEIROS, Nuno Araújo, “Fundos Especiais de Investimento e Capital de Risco em Mercado”, *New Opportunities & Strategies in the New Investment Market*, FONDEX 2007 (1ª Conferência em Portugal), Institute for International Research, 2007.
- CÂMARA, Paulo, “Supervisão e Regulação do Mercado dos Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora, 2007

- CÂMARA, Paulo, *Manual de Valores Mobiliários*, Coimbra, Edições Almedina, 2009.
- CATARINO, Luís Guilherme, “Direito Administrativo dos Mercados de Valores Mobiliários”, *Tratado de Direito Administrativo Especial*, Vol. III, Coordenadores Paulo Otero e Pedro Gonçalves, Coimbra, Edições Almedina, 2010.
- CMVM, *Relatório Anual Sobre a Atividade da CMVM e Sobre os Mercados de Valores Mobiliários 2011*, Lisboa, CMVM, 2011. [em linha] [consulta em 15-01-2013] Disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Relatorios/Relat%C3%B3rioAnual2011/Documents/RelatorioCMVM2011_Final.pdf URL:
- COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da, “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º7, Coimbra, Coimbra Editora, Abril de 2000. [em linha] [consulta em 24-11-2012] Disponível em: URL: www.cmvm.pt.
- DUARTE, Pedro, **Capital de Risco – Análise da Indústria em Portugal**, Lisboa, ISCTE, 2006. Tese de mestrado. [em linha] [consulta em 05-01-2013] Disponível em: URL: http://www.repositorio.iscte.pt/bitstream/10071/1273/1/Tese%20Capital%20de%20Risco%20_Final_.pdf
- FIGUEIRA, João Luiz, “A Supervisão e a Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários e as Relações Internacionais”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 5, Coimbra, Coimbra Editora, Agosto 1999. [em linha] [consulta em 05-11-2012]. Disponível em: URL: www.cmvm.pt.
- PINA, Carlos Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Edições Almedina, 2005.

- PIRRÉ, Luís Filipe, “SOPARFI vs SGPS”, in *Newsletter Legal*, Lexpress, n.º1 – Dezembro de 2006. [em linha] [consulta em 21-01-2013] Disponível em: URL: <http://www.lfplaw.eu/newsletter/LEXPRESS%201.pdf>
- PricewaterCoopers, Guia Fiscal, 2012. [em linha] [consulta em 10-12-2012] Disponível em: URL: <http://www.pwc.pt/pt/guia-fiscal-2012/directivas-comunitarias.jhtml>
- PricewaterCoopers, Guia Fiscal, 2011. [em linha] [consulta em 10-12-2012] Disponível em: URL: <http://www.pwc.pt/pt/guia-fiscal-2011/directivas-comunitarias.jhtml>
- QUEIROZ, Ofélia Pinto, “Fundos de Capital de Risco”, *Novo Regime Do Investimento Em Capital De Risco*, PLMJ – Sociedade de Advogados, RL, Dezembro de 2007. [em linha] [consulta em 20-11-2012] Disponível em: URL: http://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2007/O_Novo_regime_do_Investimento_e_m_Capital_de_Risco.pdf
- ROMÃO, Filipe; PONTES, Marta, “Fusões, Cisões, Entradas De Activos E Permutas De Acções. Alguns Aspetos Fiscais”, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2006. [em linha] [consulta em 03-01-2012] Disponível em: URL: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1620/documento/foro07.pdf?id=2130>
- SaeR, “Mercado Monetário e Financeiro – Capital de risco como alternativa de financiamento das empresas portuguesas”, in *Relatório SaeR*, Vol. VII, n.º1, Lisboa, Sociedade de Avaliação Estratégica e Risco, Junho de 2006.
- SOARES, António de Almeida Ferreira, “Breves Notas Sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital e dos Fundos de Capital de Risco”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 15, Coimbra, Coimbra Editora, Dezembro 2002. [em linha] [consulta em 10-11-2012] Disponível em: URL: www.cmvm.pt

- TEIXEIRA DOS SANTOS, Fernando, “O Sistema Financeiro e a Globalização – A Regulação do Sistema Financeiro”, *Intervenção no encontro do Instituto Ibero-Americano de Mercados de Valores*, 2002. [em linha] [consulta em 10-01-2013]. Disponível em: URL: <http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Intervencoes/Documents/7a6b5d88c97a44058dd0413e929a62db20020617.pdf>

Internacional

- ALFI, UCI – *Undertakings for Collective Investment*, Association of the Luxembourg Fund Industry – ALFI. Acessível em <http://www.alfi.lu/legal-technical/uci-undertakings-collective-investment>
- Bain & Company, *Global Private Equity Report 2012*. Acessível em http://www.bain.com/bainweb/pdfs/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report_2012.pdf
- Ernest & Young, “Risky reporting: Form PF in a nutshell”, in *Financial Services*, Janeiro 2012. [em linha] [consulta em 04-01-2013] Disponível em: URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Risky_reporting_Form_PF_in_a_nutshell/\\$FILE/Risky%20reporting_Form%20PF%20in%20a%20nutshell.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Risky_reporting_Form_PF_in_a_nutshell/$FILE/Risky%20reporting_Form%20PF%20in%20a%20nutshell.pdf)
- GUEVARA, Raquel; PERAIRE, Arnaud; NOBLE, Marie-Béatrice; SCHEIDECKER, Katia, “Private Equity: Luxembourg”, in *Articles: know how*, Practical Law Company, 2011. [em linha] [consulta em 20-12-2012] Disponível em: URL: <http://uk.practicallaw.com/5-500-8319?source=relatedcontent>.
- HG – Global Legal Resources, “Private Equity Law – US”, 2012. [em linha] [consulta em 09-01-2013] Disponível em: URL: <http://www.hg.org/private-equity-law.html>

- POWER, Deidre, *AIFMD Update - What does the AIFMD mean for you*, Delloite, 2011. [em linha] [consulta em 05-01-2013] Disponível em: URL: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Ireland/Local%20Assets/Documents/Investment%20management/AIFMD%20Presentation%20Deidre%20Power%20Final_with_notes.pdf
- ROWE, Larry Jordan, “Private Equity: United States”, in *Articles: know how*, Practical Law Company, 2011. [em linha] [consulta em 20-12-2012] Disponível em: URL: <http://uk.practicallaw.com/1-500-5474?source=relatedcontent>
- http://www.apb.pt/sistema_financeiro/modelo_de_supervisao_portugues (última visualização de 03-02-2012)

Diplomas

- CÓDIGO DO MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS, Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril de 1991 (revogado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro de 1999). DR I Série. 83 (91-10-04). [em linha] [consulta em 20-10-2012]. Disponível em: URL: <http://dre.pt/pdf1sdip/1991/04/083A01/00020118.pdf>
- CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS - Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, na versão consolidada, publicada pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março. DR I Série. 201 (86/09/02). [em linha] [consulta em 15-11-2012]. Disponível em: URL: <http://dre.pt/pdf1sdip/1986/09/20100/22932385.pdf>
- CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS - Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro de 1999. DR I Série. 265 (99-11-13).). [em linha] [consulta em 20-10-2012]. Disponível em: URL: <http://dre.pt/pdf1sdip/1999/11/265A00/79688040.pdf>
- DIRETIVA RELATIVA AOS GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVOS - Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011. JO L 174 (2011-07-01) [em linha] [consulta em

15-01-2013] Disponível em: URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:PT:PDF>

- REGIME GERAL DAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO E SOCIEDADES FINANCEIRAS - Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro. DR I Série. 301 (92-12-31). [em linha] [consulta em 03-01-2013] Disponível em: URL: <http://dre.pt/pdf1sdip/1992/12/301A06/00240051.pdf>
- REGIME JURÍDICO DO CAPITAL DE RISCO - Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de dezembro de 2002. DR I Série. 300 (2002-12-28). [em linha] [consulta em 10-10-2012] Disponível em: URL: <http://dre.pt/pdf1sdip/2002/12/300A00/81498160.pdf>
- REGIME JURÍDICO DO CAPITAL DE RISCO - Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de novembro de 2007. DR I Série. 215 (2007-11-08). [em linha] [consulta em 10-10-2012] Disponível em: URL: <http://dre.pt/pdf1sdip/2007/11/21500/0821008218.pdf>
- REGULAMENTO DA CMVM N.º 12/2005, de 9 de dezembro. DR II Série. (2005-12-09) [em linha] [consulta em 27-12-2012] Disponível em: URL: http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2005/Pages/Reg.2005_12.aspx
- REGULAMENTO DA CMVM N.º 1/2006, de 5 de janeiro de 2006. DR II Série. (2006-01-20) [em linha] [consulta em 10-11-2012] Disponível em: URL: http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2006/Pages/Reg.2006_1.aspx
- REGULAMENTO DA CMVM N.º 1/2008, de 14 de fevereiro de 2008. DR II Série. (2008-03-07) [em linha] [consulta em 08-12-2012] Disponível em: URL: http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2008/Pages/Reg.2008_01.aspx

Anexos

Anexo I – Organigrama da CMVM



Conselho Diretivo <ul style="list-style-type: none"> • Dr. Carlos Tavares Presidente • Dr. Amadeu Ferreira Vice-Presidente • Dra. Maria dos Anjos Capote Vogal • Dr. Rui Ambrósio Tribolet Vogal • Prof. Doutor Carlos Alves Vogal 	GAUDI Gabinete de Auditoria Interna Diretor: Dr. Alexandre Brandão da Veiga Diretora-Adjunta: Dr.ª Ana Filipa Campos Sequeira
	DAIC Departamento de Apoio ao Investidor e Comunicação Diretora: Dr.ª Maria Igreja Diretor-Adjunto: Dr. José Alves dos Santos
	DIPR Departamento Internacional e de Política Regulatória Diretor: Dr. Manuel Ribeiro da Costa
	GE Gabinete de Estudos Diretor: Prof. Doutor Victor Mendes
	DGIC Departamento de Supervisão de Gestão de Investimento Coletivo Diretor: Dr.ª Margarida Matos Rosa Subdiretora: Dr.ª Florbela Razina
	DIEM Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado Diretor: Dr. Jerónimo Lopes Diretor-Adjunto: Prof. Doutor Luís Catarino
	DMEI Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação Diretor: Dr. Mário Freire Subdiretora: Dr.ª Gabriela Figueiredo Dias
	DAI Departamento de Análise de Operações e Investigação Diretor: Dr. Manuel Monteiro
	Centro Jurídico Diretor-Coordenador: Dr. Jorge Costa Santos
	DJUC Departamento Jurídico e de Contencioso Diretora: Dr.ª Helena Bolina
	DFP Departamento Financeiro e Patrimonial Diretor: Dr. Gonçalo Castilho dos Santos Diretora-Adjunta: Dr.ª Ana Bela Alves
	DRH Departamento de Recursos Humanos Diretor: Dr. Gonçalo Castilho dos Santos
	GOP Gabinete de Organização e Planeamento Diretor: Dr. Francisco Melro
	DSIT Departamento de Sistemas e Infraestruturas Tecnológicas Diretor: Eng.º Pedro Coutinho

Organograma da CMVM. *Fonte: site oficial da CMVM*

Anexo II – Dados Globais

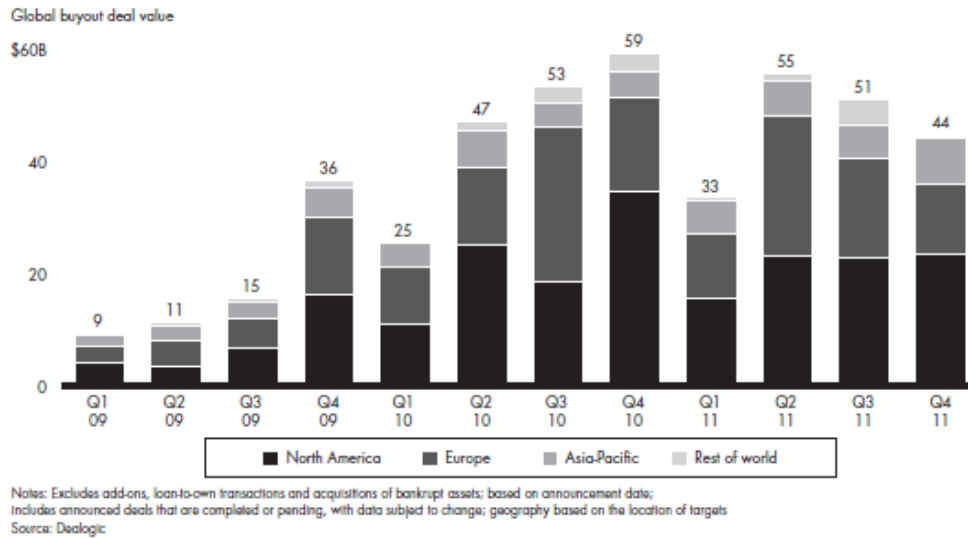


Figura 1. – Gráfico representativo da realidade do capital de risco a uma escala mundial, desde 2009 a 2011- denota a crise na Europa. Fonte: Global Private Equity Report 2012 | Bain & Company, Inc, página 4.

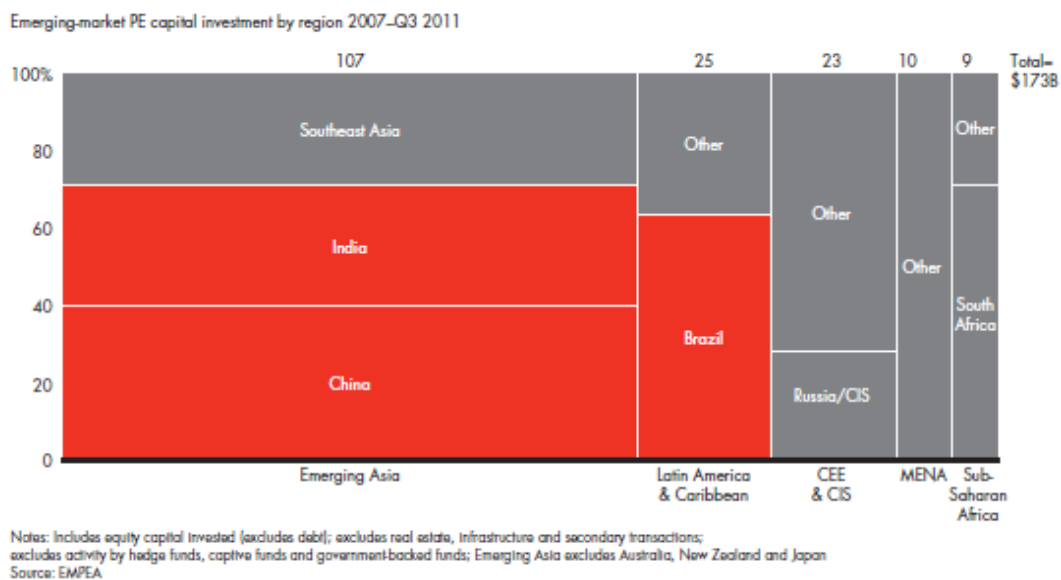
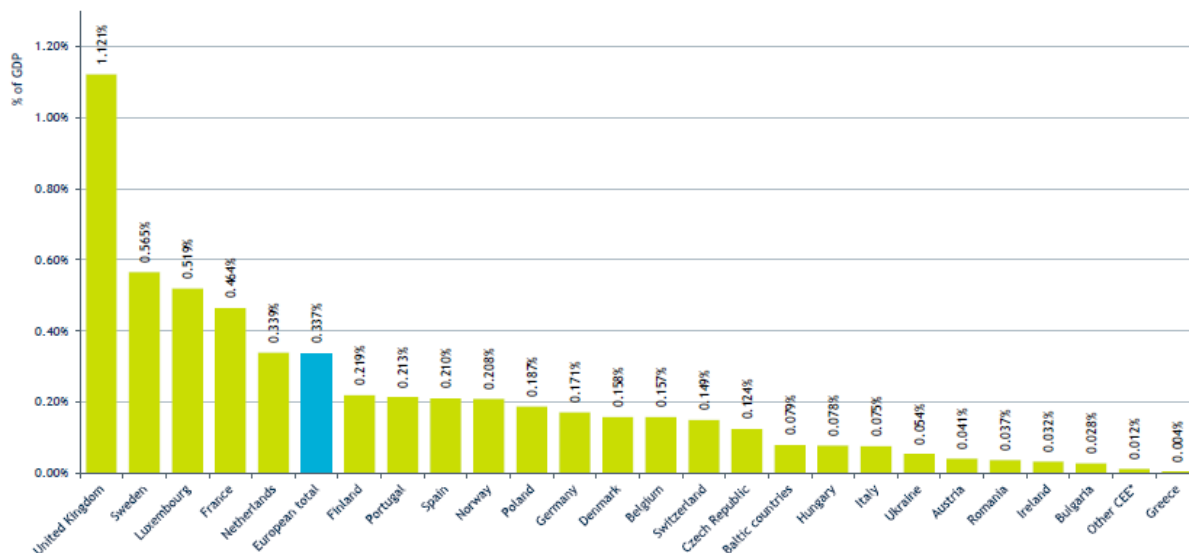


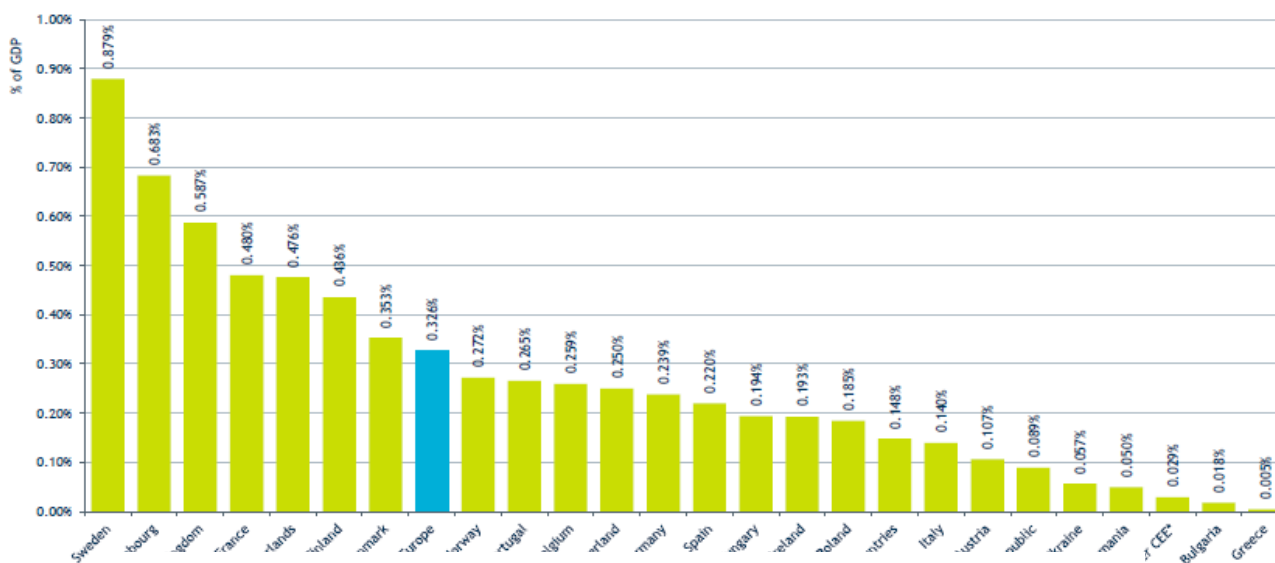
Figura 2. – Gráfico representativo dos mercados emergentes no capital de risco. Fonte: Global Private Equity Report 2012 | Bain & Company, Inc, página 11.

Anexo III – Dados Europeus



*Other CEE consists of Ex-Yugoslavia and Slovakia

Figura 1. – Percentagem investida em capital de risco em relação ao PIB, tendo em conta os dados agregados relativos às empresas de capital de risco, responsáveis pelo negócio (“*Industry Statistic*”). Fonte: EVCA Yearbook 2012, Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe.



*Other CEE consists of Ex-Yugoslavia and Slovakia

Figura 2. – Percentagem investida em capital de risco em relação ao PIB, tendo em conta os dados agregados relativos às empresas participadas (“*Market Statistic*”). Fonte: EVCA Yearbook 2012, Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe.

Anexo IV – Dados Portugueses

Quadro 60 – Valor da Carteira de Investimento dos FCR e das SCR por Fase de Investimento

	Dez-10		Dez-11	
	Investimento ⁽¹⁾	N.º Participações	Investimento ⁽¹⁾	N.º Participações
<i>Seed Capital</i>	17,4	29	11,2	31
<i>Start-Up</i>	263,0	384	270,6	389
<i>Early-Stage</i>	61,6	72	55,5	83
<i>Expansão</i>	833,2	250	805,4	275
<i>Capital de substituição</i>	299,3	57	233,2	52
<i>Turnaround</i>	175,4	63	399,8	100
<i>Refinanciamento da dívida bancária</i>	48,2	20	69,5	34
<i>Management-buy-out</i>	206,1	73	204,8	79
<i>Management-buy-in</i>	67,5	12	55,1	11
<i>Outros</i>	123,3	57	185,4	72
Total	2.094,8	1.017	2.290,4	1.126

Fonte: CMVM.

Figura 1. – Representa os dados de 2010 e 2011 relativos à fase de investimento. Fonte: Relatório Anual 2011,CMVM

Anexo V – Lista das Sociedades de Capital de Risco e Entidades Gestoras e Fundos de Capital de Risco registadas

SCR e Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco	FCR
Agrocapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	– FCR Agrocapital 1
AICEP Capital Global - Sociedade de Capital de Risco, SA	– Fundo de Capital de Risco AICEP Capital Global - FIEP – Fundo de Capital de Risco AICEP Capital Global Grandes Projetos De Investimento – Fundo de Capital de Risco AICEP Capital Global II – Fundo de Capital de Risco AICEP Capital Global III – Fundo de Capital de Risco AICEP Capital Global Internacionalização
Banco Efisa, S.A.	– FCR Banco Efisa – Dinamização e Competitividade Empresarial
Banif Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	– Banif Capital Infrastructure Fund - FCR – Banif Global Private Equity Fund - FCR – Fundo de Capital de Risco CAPVEN - Banif Capital
BCP Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	– M INOVAÇÃO - Fundo De Capital De Risco Bcp Capital
Bem Comum - Sociedade de Capital de Risco, SA	– Fundo Bem Comum, FCR
Beta - Sociedade de Capital de Risco, SA	– Fundo de Capital de Risco Beta - Early Stages – Fundo de Capital de Risco Beta Ciências Da Vida
BIZ Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	
BPI Private Equity - Sociedade Capital de Risco, SA	
BPN Gestão de Activos – Sociedade Gestora de Investimento Mobiliário, S.A.	– BPN Gestão de Activos Valorização Patrimonial – Fundo de Capital de Risco
Caixa Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	– Fundo de Capital de Risco Empreender Mais - Caixa Capital – Fundo de Capital de Risco Grupo C.G.D. - Caixa Capital – Fundo de Capital de Risco Mezzanine - Caixa Capital – Fundo de Desenvolvimento e Reorganização Empresarial, FCR
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Crl	– Fundo de Capital de Risco Central FRIE
Capital Criativo - Sociedade de Capital de Risco, SA	– Fundo de Capital de Risco Capital Criativo I
Capital Growth - Sociedade de Capital de Risco, SA	
Centro Venture - Sociedade de Capital de Risco, SA	

Change Partners - SCR, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Fast Change – Fundo de Capital de Risco - Fast Change II – Fundo de Capital de Risco - Real Change – FCR
Critical Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Critical Ventures I – Fundo de Capital de Risco
Drive - Sociedade de Capital de Risco, SA	
ECS - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Fundo Albuquerque – FCR - Fundo Recuperação, FCR - Fundo Recuperação Turismo
ERIGO - Sociedade de Capital de Risco, SA – registada em 2012	
Espírito Santo Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - FCR – PME/BES - Espírito Santo Iberia I - Espírito Santo Infrastructure Fund - I – Fundo de Capital de Risco para Investidores Qualificados
Espirito Santo Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - FCR - Espírito Santo Ventures II - Fundo de Capital de Risco - Espírito Santo Ventures III - Fundo de Capital de Risco F-Hitec - Fundo de Capital de Risco BES PME Capital Growth - FCR Istart I - Espírito Santo Ventures Inovação E Internacionalização
Explorer Investments - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - EXPLORER I – Fundo de Capital de Risco - EXPLORER II - Fundo de Capital de Risco - EXPLORER III - Fundo de Capital de Risco
Famigeste - SCR, SA	
Finpro - SCR, SA	
Gepasa - Sociedade Capital Risco, SA – registado em 2012	
Global Reach Investments - Sociedade Capital de Risco, SA- registado em 2012	
InovCapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Fundo de Capital de Risco InovCapital - Fundo de Capital de Risco InovCapital 2 - Fundo de Capital de Risco FAI InovCapital Energias - Fundo de Capital de Risco FIAEA – Fundo de Investimento de Apoio ao Empreendedorismo - Fundo de Capital de Risco InovCapital Acelerador De Comercialização De Tecnologias - Fundo de Capital de Risco InovCapital Acelerador De Comercialização De Tecnologias II - Fundo de Capital de Risco InovCapital Biocant - Fundo de Capital de Risco InovCapital Early Stage - Fundo de Capital de Risco InovCapital Finicia - Fundo de Capital de Risco InovCapital Global

	<ul style="list-style-type: none"> - Fundo de Capital de Risco InovCapital Global 2 - Fundo de Capital de Risco InovCapital Industrias Criativas - Fundo de Capital de Risco InovCapital Inter-Regional - Fundo de Capital de Risco InovCapital TIEC - Fundo de Capital de Risco InovCapital Universitas - Fundo de Capital de Risco InovCapital Valor - Fundo de Capital de Risco InovCapital Valor 2
Inter Risco - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Fundo Caravela - Fundo de Capital de Risco - Fundo Inter Risco II - Fundo de Capital de Risco
ISQ - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - ISQ Capital - Fundo de Capital de Risco - Fundo de Capital de Risco ISQ Capital Brasil Sustentável - ASK Celta - Fundo de Capital de Risco - ASK Capital - Fundo de Capital de Risco
Naves - Sociedade de Capital de Risco, SA	
Novabase Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - NovaBase Capital - Fundo de Capital de Risco - Fundo de Capital de Risco NovaBase Capital Inovação Internacionalização
ONETIER PARTNERS, SCR, SA	
OXY CAPITAL – SOCIEDADE DE CAPITAL DE RISCO, S.A. – registada em 2012	<ul style="list-style-type: none"> - Fundo de Reestruturação Empresarial, FCR
Patris Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Patris Capital Partners – FCR - Atlas Capital
TC Turismo Capital - SCR, SA	<ul style="list-style-type: none"> - FCR - Turismo Capital - FCR – Dinamização Turística - Turismo Inovação
Vallis Capital Partners - SCR, SA – registada em 2012	
2BPARTNER - Sociedade de Capital de Risco, SA	<ul style="list-style-type: none"> - Minho Inovação E Internacionalização FCR

Anexo V – grelha de apoio para a análise dos processos de registo dos FCR.

		DL 375/2007	Observações
Meio de constituição			
Documentos requeridos/enviados			
Fundo	Nome do fundo		
	Tipo de fundo		
	Ano de constituição		
	Duração/ Prorrogações		
Entidade Gestora	Identificação		
	Competências		
Auditor			
Depositário	Identificação		
	Competências		
Capital	Montante Subscrito/ n.º de UP		
	Aumento		
	Redução		
Categorias de UP/direitos			
Modo de representação			
Transmissão de UP			
Subscrição	Inicial (período)		
	Preço de subscrição/n.º mínimo de UP		
	Regras de subscrição	Crítérios de alocação	
		Realização do capital do	

		FCR		
	Subscrição incompleta			
	Entidades promotoras			
Política de investimentos do FCR				
Limites de endividamento do FCR				
Política de distribuição de rendimentos				
Critérios de Valorização/determinação de valor de UP/activos				
Forma/periodicidade de comunicação				
Remuneração (EG, Depositário...)				
Encargos do fundo				
Período de reembolso de UP				
Liquidação	Antecipada			
	Partilha		-	-
	Dissolução		-	-
	Extinção		-	-
Outros Direitos/obrigações				
Regulamento de Gestão – outras questões				
Questões Jurídicas				
Funcionamento da AP				
Alterações				

Anexo VI – grelha de apoio para a análise dos processos de registo dos SCR.

		DL 375/2007	Normas aplicáveis	Observações
Meio de constituição				
Documentos requeridos/enviados				
SCR	Nome			
	Ano de constituição			
	FCR geridos			
	Capital Social			
Objeto				
Estatutos				
Regulamento Interno	Estrutura organizacional			
	Procedimentos de Investimento			
	Acompanhamento			
	Desinvestimento			
	Valorização de activos e património dos fundos:			
	Política de Conflito de Interesses			

	Deveres de informação			
	Prevenção de branqueamento de capital			
	Prevenção/ controlo de Riscos			
Alteração	Documentos requeridos/enviados			
Questões jurídicas				
Outras questões/observações				
Informação do DGIC				
“Memorando”				

Índice

RESUMO ANALÍTICO	6
INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO I - ENQUADRAMENTO GERAL.....	12
1. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM): origem, caraterização, competências e organização.....	12
1.1. Origem.....	12
1.2. Caraterização.....	13
1.3. Competências: supervisão e regulação.....	14
1.3.1. Cooperação	18
1.4. A Competência de Supervisão do Capital de Risco pela CMVM	19
1.4.1. Departamento de Supervisão de Gestão de Investimento Coletivo (DGIC)	22
CAPÍTULO II - CAPITAL DE RISCO	24
1. Capital de Risco - aspetos gerais.....	24
1.1. Evolução histórica	24
1.1.1. Evolução em Portugal	25
1.2. Definição e caracterização geral.	31
2. Veículos de Capital de Risco: SCR, FCR e ICR.....	34
2.1. Os Investidores em Capital de Risco.....	34
2.2. As Sociedades de Capital de Risco	36
2.3. Fundos de capital de risco.....	37
2.3.1. Caraterísticas principais.....	37

2.3.2.	Elementos Constitutivos	38
2.3.3.	Gestão das FCR.....	40
2.3.4.	Vicissitudes.....	44
2.4.	Operações proibidas e limites de investimento.....	46
3.	Regime tributário	48
3.1.	Tributação dos FCR.....	49
3.2.	Tributação das SCR.....	50
3.3.	Tributação dos ICR	53
4.	Conclusões	53
5.	Dimensão de utilização destes veículos	54
6.	Diretiva relativa aos Gestores de Fundos de Investimentos Alternativos (DGFIA ou “AIFMD”) - perspetivas.....	56

**CAPÍTULO III - O PROCESSO DE SUPERVISÃO NO CAPITAL DE RISCO:
REGISTO.....** 60

1.	Processo de Registo Prévio Simplificado	60
1.1.	Para as SCR	60
1.1.1.	Casos analisados durante o estágio	62
1.2.	Para os FCR	67
1.2.1.	Casos analisados durante o período de estágio	68
1.2.2.	Questões Jurídicas	71
2.	Alterações aos elementos registados	73
2.1.	Casos analisados durante o período de estágio	74
3.	Processo de Mera Comunicação	76
4.	Os Vários Tipos de Supervisão	78

4.1. Caso analisado durante o período de estágio	79
CAPÍTULO IV - CAPITAL DE RISCO INTERNACIONAL – ALGUNS ASPETOS.....	82
1. Estudo de regimes jurídicos.....	82
1.1. Capital de Risco no Mundo.	82
1.2. Luxemburgo.....	83
1.2.1. Enquadramento Legal.....	83
1.2.2. Veículos de capital de risco	84
1.2.3. Regime tributário	88
1.2.4. Processo/ elementos de Regulação.....	90
1.3. EUA.....	91
1.3.1. Enquadramento Legal.....	91
1.3.2. Veículos de capital de risco	92
1.3.3. Regime tributário	94
1.3.4. Processo/ elementos de Regulação.....	95
CONCLUSÃO.....	97
BIBLIOGRAFIA	100
Anexos	106