

1 2 9 0



UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Bruno Soares da Costa

**O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO COMO  
FINANCIADOR DA ATIVIDADE EMPRESARIAL:  
ASPECTOS ACERCA DO SEU REGIME JURÍDICO – O  
CONTRATO E A FASE DE DESINVESTIMENTO.**

Dissertação no âmbito do 2º Ciclo de Estudos em Direito, Mestrado em  
Ciências Jurídico-Empresariais, Menção em Direito Empresarial,  
orientada pelo Professor Doutor Filipe Cassiano Nunes dos Santos  
e apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

Julho de 2019



FACULDADE DE DIREITO  
UNIVERSIDADE DE  
**COIMBRA**

Bruno Soares da Costa

**O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO COMO FINANCIADOR DA  
ATIVIDADE EMPRESARIAL:**

ASPECTOS ACERCA DO SEU REGIME JURÍDICO – O CONTRATO E A FASE DE  
DESINVESTIMENTO.

**VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY INVESTMENT AS THE  
FINANCIER OF THE BUSINESS ACTIVITY:**

ASPECTS ABOUT ITS LEGAL FRAMEWORK – THE CONTRACTS AND THE EXIT.

**Dissertação no âmbito do 2º Ciclo de Estudos em Direito, Mestrado em Ciências  
Jurídico-Empresariais, Menção em Direito Empresarial,  
orientada pelo Professor Doutor Filipe Cassiano Nunes dos Santos  
e apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.**

Julho de 2019

Dedico o presente trabalho aos meus Pais que me apoiaram e deram suporte para tornar esse sonho possível; à minha irmã, amiga, companheira, e confidente de todas as horas.

## AGRADECIMENTOS

---

Agradeço, inicialmente, a oportunidade que me foi concedida de poder vir estudar numa das mais antigas e renomadas Universidades do mundo, de poder aprender e compartilhar um pouco de todo o saber que aqui se criou;

À Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, e a todos os Professores, cujos ensinamentos a mim transmitidos foram de essencial importância para a construção das ideias aqui desenvolvidas;

Em especial ao Professor Doutor Filipe Cassiano Nunes dos Santos, por toda a orientação e conhecimento que comigo compartilhou, desde o período das aulas, até a finalização do presente trabalho;

A todos os funcionários da Biblioteca Geral da Universidade de Coimbra e também da Biblioteca da Faculdade de Direito, sempre prestativos e prontos a ajudar na pesquisa bibliográfica;

Aos laços de amizade que Coimbra me presenteou, sem qualquer intenção de nomear um a um, para não correr o risco de esquecer, vocês fazem parte de um dos melhores períodos por mim vividos;

A todos os amigos que deixei do outro lado do Atlântico e foram suporte para que fosse possível concluir esse trabalho;

Agradeço ao melhor presente que Coimbra me proporcionou, obrigado Maria Cecília, por todo o carinho, suporte, companheirismo amizade, que recebo a cada dia;

E, finalizo, agradecendo as pessoas mais importantes da minha vida, meus Pais e minha Irmã, por todo o apoio emocional, afetivo. Sem eles não seria quem sou e, jamais teria a oportunidade de percorrer o caminho até aqui chegado.

## RESUMO

---

A presente dissertação visa a apresentar a relevância que o capital de risco (PE/VC) pode desempenhar no financiamento de empresas, sobretudo para aquelas que estão a iniciar o processo produtivo e não possuem os capitais necessários. Esse tipo de investimento pode ser apontado com o grande responsável como apoiador no surgimento e desenvolvimento de novas tecnologias e serviços. No que toca a realidade portuguesa, recentemente, foi aprovado o Regime Jurídico do Capital de Risco, que teve por finalidade adequar a legislação com a prática negocial. Primeiramente, é realizada uma exposição da importância do capital de risco no financiamento empresarial; de seguida, procura-se estudar o seu enquadramento legal, desde a consagração das Sociedades de Capital de Risco (SCR), até o surgimento do Regime Jurídico de Capital de Risco. É realizada uma análise sobre a forma em que se dá o investimento, as formas contratuais e societárias tipicamente utilizadas nesse tipo de atividade; ao final, ser estuda-se as possíveis formas de saída do investidor do capital da sociedade investida.

**Palavras-Chaves:** Financiamento Societário – Capital de Risco – *Private Equity/Venture Capital (PE/VC)* – *Startups* – Fundos de Investimentos.

## ABSTRACT

---

This work aims to present the relevance that private equity and venture capital (PE/VC) can play in the financing of companies, especially for those starting the production process and do not have the necessary amount of capital. This kind of investment can be seen as a major supporter of the rise and the development of new technologies and services. In Portugal, where the Legal Framework for Risk Capital was recently approved, the aim was to bring the legislation into line with business practice. An exposition about the importance of private equity and venture capital in corporate financing, is the starting point of this work. The next step is a study of the evolution of the legal framework, from the inclusion of venture capital companies to the emergence of the Legal Framework for Venture Capital. An analysis on the form in which the investment takes place, the contractual and corporate forms typically used in this type of activity is carried out; the work concludes investigating the alternatives for the investor to live the capital of the invested company.

**Keywords:** Corporate Financing – Private Equity/Venture Capital (PE/VC) – Startups – Investments Funds.

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

---

<b>ARD</b>	–	<i>American Research and Development Corporation</i>
<b>BIMBO</b>	–	<i>Buy-in Management Buy-out</i>
<b>BNDES</b>	–	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BNDESPAR</b>	–	BNDES Participações S.A
<b>CMVM</b>	–	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
<b>CVM</b>	–	Comissão de Valores Mobiliários
<b>DGFIA</b>	–	Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos
<b>ELTIF</b>	–	Fundos de Investimento de Longo Prazo da União Europeia ( <i>European Long-Term Investment Fund</i> )
<b>EMBAMEC</b>	–	Mecânica Brasileira S.A.
<b>EuSEF</b>	–	Fundos Europeus de Empreendedorismo Social ( <i>European Social Entrepreneurship Funds</i> )
<b>EuVECA</b>	–	Fundos Europeus de Capital de Risco ( <i>European Venture Capital Funds</i> )
<b>FCR</b>	–	Fundos de Capital de Risco
<b>FCP</b>	–	Fundos de Capital de Risco Comercializáveis Junto do Público
<b>FIBASE</b>	–	Insumos Básicos S.A
<b>IBO</b>	–	<i>Institutional Buy-Out</i>
<b>FES</b>	–	Fundos de Empreendedorismo Social
<b>FIA</b>	–	Fundos de Investimento Alternativo
<b>FIAE</b>	–	Fundos de Investimento Alternativo Especializado

<b>FINEP</b>	–	Financiadora de Estudos e Projetos
<b>FIQ</b>	–	Fundo de Capital de Risco para Investidores Qualificados
<b>GFIA</b>	–	Gestores de Fundo de Investimento Alternativo
<b>IAPMEI</b>	–	Agência para a Competividade e Inovação
<b>ICR</b>	–	Investidores em Capital de Risco – business angels.
<b>MBO</b>	–	<i>Management Buy-Out</i>
<b>MBI</b>	–	<i>Management Buy-In</i>
<b>OCDE</b> Econômico	–	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico
<b>OIC</b>	–	Organismos de Investimento em Capital de Risco
<b>OICVM</b>	–	Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários
<b>PE/VC</b>	–	<i>Private Equity/Venture Capital</i>
<b>PEDIP II</b> Portuguesa	–	Programa Específico de Desenvolvimento da Indústria Portuguesa
<b>PTOP</b>	–	<i>Public to Private</i>
<b>PME</b>	–	Pequenas e Médias Empresas
<b>RGOIC</b>	–	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
<b>RJCR</b>	–	Regime Jurídico do Capital de Risco
<b>SCR</b>	–	Sociedade de Capital de Risco
<b>SGFCR</b>	–	Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco
<b>SGFIM</b>	–	Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário
<b>SICR</b>	–	Sociedade de Investimento em Capital de Risco
<b>WFG</b> Investment Company)	–	Wagnisfinanzierungsgesellschaft (German Venture Investment Company)

## SUMÁRIO

<b><u>CONSIDERAÇÕES INICIAIS</u></b>	<b>10</b>
<b><u>1. FINANCIAMENTO EMPRESARIAL: O FINANCIAMENTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E DAS <i>STARTUPS</i>.</u></b>	<b>17</b>
1.1. O CAPITAL SOCIAL	17
1.2. AS <i>STARTUPS</i>	21
1.3. OS MEIOS DE FINANCIAMENTO E A DIFICULDADE DE FINANCIAMENTO PARA AS PME'S E AS <i>STARTUPS</i>	25
<b><u>2. O CAPITAL DE RISCO</u></b>	<b>31</b>
2.1. ORIGEM E EVOLUÇÃO DO CAPITAL DE RISCO	31
2.2. CARACTERIZAÇÃO	42
2.3. FIGURAS PRÓXIMAS DO CAPITAL DE RISCO: A COMENDA E A ASSOCIAÇÃO EM PARTICIPAÇÃO	50
2.4. EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL: DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO AO REGIME JURÍDICO DO CAPITAL DE RISCO.	52
2.4.1. O ENQUADRAMENTO COMUNITÁRIO	59
2.4.2. O REGIME JURÍDICO DO CAPITAL DE RISCO – LEI Nº 18/2015.	61
2.5. OS ORGANISMOS DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO: OS CAPITALISTAS DE RISCO.	66
2.5.1. AS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO	67
2.5.1. OS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO	72
2.5.2. OS INVESTIDORES EM CAPITAL DE RISCO – <i>BUSINESS ANGELS</i>	74
2.6. O PRIVATE EQUITY E O VENTURE CAPITAL – AS DUAS FACES DO CAPITAL DE RISCO (PE/VC).	78
2.7. FASES DO INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO – MODALIDADES E TIPOS DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO.	84

<b><u>3. A FORAMALIZAÇÃO DO INVESTIMENTO: CARACTERIZAÇÃO E ESTRUTURAÇÃO DO INVESTIMENTO.</u></b>	<b>94</b>
<b>3.1. ESTRUTURAÇÃO JURÍDICA: A ESTRUTURA SOCIETÁRIA E CONTRATUAL DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO _____</b>	<b>96</b>
<b>3.2. O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO: OPERAÇÕES PERMITIDAS OU FORMAS DE ENTRADA NO CAPITAL DA SOCIEDADE INVESTIDA _____</b>	<b>101</b>
<b>3.3. O FINANCIAMENTO E A VALORAÇÃO DA SOCIEDADE: A PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL SOCIAL DO EMPREENDEDOR E DO INVESTIDOR. _____</b>	<b>107</b>
<b>3.4. A REGULAÇÃO DA RELAÇÃO DE INVESTIMENTO: AS CLÁUSULAS CONTRATUAIS QUE REGEM O INVESTIMENTO E O DESINVESTIMENTO. _____</b>	<b>112</b>
<b><u>4. A SAÍDA DO INVESTIDOR DA SOCIEDADE INVESTIDA: O DESINVESTIMENTO OU <i>EXIT</i>.</u></b>	<b>126</b>
<b><u>CONSIDERAÇÕES FINAIS</u></b>	<b>131</b>
<b><u>BIBLIOGRAFIA</u></b>	<b>134</b>
<b><u>JURISPRUDÊNCIA</u></b>	<b>146</b>
<b><u>REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS NACIONAIS E SUPRANACIONAIS</u></b>	<b>147</b>

## CONSIDERAÇÕES INICIAIS

---

O capital de risco, apesar de há muito já estar regulado no ordenamento jurídico português, desde a consagração das sociedades de capital de risco como um tipo societário pelo Decreto-Lei nº 17/1986, de 5 de fevereiro<sup>1</sup>, só mais recentemente está a demonstrar todo o seu potencial como financiador da atividade empresarial<sup>2</sup>. A regulamentação da atividade passou por sucessivas alterações, no intento de acompanhar os avanços por que o setor anseia, até chegar ao Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado – RJCR, aprovado pela Lei nº 18/2015, de 4 de março<sup>3</sup>, o diploma jurídico responsável por atualmente regular a atividade, recentemente alterado pelo Decreto-Lei nº 56/2018, de 9 de julho<sup>4</sup>.

O capital de risco é a atividade de investimento que tem por finalidade o financiamento de novos projetos empresariais, ou de novas sociedades empresárias<sup>5</sup>, com grande potencial de crescimento e valorização, apoiando o seu desenvolvimento, com fortes reflexos na gestão. Desempenha fundamental importância no desenvolvimento, apoio e fomento de sociedades carecidas de capital, tanto em Portugal como no resto do mundo<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 17, de 02 de maio de 1986. Estabelece disposições relativas à constituição de sociedades de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/194389>. Acesso em: 12 out. 2017.

<sup>2</sup> A título de exemplo, o *Jornal Económico* noticiou que no ano de 2018 o volume de investimentos privados no ano de 2017 triplicou em comparação com 2014, para o valor de 7 mil milhões de euros, segundo dados da consultora TTR, citados pela agência Reuters. Disponível em: <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/portugal-e-a-historia-de-amor-com-o-private-equity-segundo-a-reuters-283221>. Acesso em: 10 out. 2018.

<sup>3</sup> PORTUGAL. Lei nº 18, de 04 de março de 2015. Transpõe parcialmente as Diretivas n.os 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio, que asseguram a execução, na ordem jurídica interna, dos Regulamentos (UE) n.os 345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril, e procede à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/lei/18/2015/03/04/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 set. 2017.

<sup>4</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 56, de 09 de julho de 2018. Altera o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, o Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado e as medidas de dinamização do mercado de capitais. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/56/2018/07/09/p/dre/pt/html>. Acesso em: 15 jul. 2018.

<sup>5</sup> No decorrer do texto, os termos sociedade e empresa serão utilizados como sinónimos. Tal situação decorre da utilização das expressões financiamento societário e financiamento empresarial. Ciente da distinção terminológica, mas por adequação aos textos citados, essa utilização se mostra a mais viável.

<sup>6</sup> De acordo com Pedro Pais de Vasconcelos, globalmente o *private equity*, um dos âmbitos de atuação do investimento em capital de risco, dadas a suas características, é a modalidade de investimento que investe com maior eficiência e maleabilidade. *In*: VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. *In*:

Traz consigo duas realidades reguladas pelo direito: a primeira por se tratar de uma atividade de investimento; a outra, por se caracterizar como uma forma alternativa de financiamento para sociedades carecidas de capitais próprios cujas características, devido à dificuldade ou à onerosidade, não conseguem angariar capitais junto dos mercados regulamentados de valores mobiliários, ou via financiamento por capitais alheios proporcionado pelo setor bancário<sup>7</sup>.

A denominação “capital de risco” segue de perto a tradução do termo em inglês *venture capital* para o termo adotado em francês *capital-risque*<sup>8</sup>. Essa denominação tende a enfatizar o aspecto mais negativo associado ao conceito de risco, ao contrário do que ocorre nos países de origem anglo-saxónica, onde a expressão faz prevalecer o sentido de um investimento mais dinâmico, atrelado ao termo *venture*, que traz consigo uma imagem de aventura<sup>9</sup>.

O mesmo ocorreu em Espanha, com a adoção do termo *capital riesgo*. Segundo Miguel Trías Sagnier, foi adotado de modo infeliz por enfatizar esse aspecto de negatividade sem, contudo, valorizar a aceção positiva, atrelada com a possibilidade de compartilhar o risco e também o desenvolvimento do negócio, e não somente o primeiro<sup>10</sup>.

Já em Itália, a adoção da expressão *capitale di ventura*, mais próxima do termo original, de acordo com Aldo Frignani, se deu por conta do itinerário geográfico que o termo

---

ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 157 De acordo com Catarina Serra, “a importância do capital de risco dever-se, em grande parte, à inviabilidade de financiamento das empresas por parte das instituições bancárias. A desalavancagem do sector bancário (*deleveraging*) foi, aliás, uma das medidas impostas pela *Troika* ao Estado português”. SERRA, Catarina. Investimento de Capital de Risco na Reestruturação de Empresas. *In: IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2016. p. 321-359. p. 326.

<sup>7</sup> PINA, Carlos Costa. **Instituições e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2005. p. 433.

<sup>8</sup> Pierre Battini criticou a tradução adotada em França, pois enfatiza a questão do risco associado ao investimento. De modo contrário, a expressão anglo-saxónica busca demonstrar a ideia de investimento numa empresa nova, destacando-se o aspecto mais dinâmico e aventureiro do investimento. BATTINI, Pierre. **Capital risque: les règles du jeu**. Paris: Editions D'organisation, 1985. 189 p. 17.

<sup>9</sup> RODRIGUES, Ana Maria Gomes. **Capital de Risco: Uma forma de apoio à Actividade Empresarial**. 1994. 188 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia Europeia, Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, Coimbra, 1994. p.18.

<sup>10</sup> SAGNIER, Miguel Trías. La Importancia del Capital Riesgo para el Desarrollo económico. Momento Actual de la Industria. *In: SAGNIER, Miguel Trías. Régimen Jurídico y Tributario del Capital Riesgo en España: Entidades y Operaciones*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.a., 2006. Cap. 1. p. 17-32. (Cuatrecasas). p. 17-18.

realizou, provindo da experiência do *common law* para o romano-germânico, assim como tantos outros, como p. ex., o *leasing*, o *factoring*, o *franchising*, os *comercial papers*<sup>11</sup>.

Diversamente da experiência anglo-saxã, onde essa forma de investimento surgiu e se desenvolveu, as duas formas que ela pode revestir não estão claramente definidas e regulamentadas entre nós. Não há uma clara delimitação entre a atuação da atividade de *private equity* e *venture capital*, o que faz com que estejam sob um mesmo regramento, sem que seja dispensada a devida atenção de que ambos os setores necessitam<sup>12</sup>.

De modo sintético, o *private equity* é o gênero do qual o *venture capital* é espécie e, pode-se afirmar, que consiste na captação de capital por entes especializados, de forma privada, para investimento em participações acionárias, sem que com isso se recorra ao mercado público<sup>13</sup>.

Assim, no presente trabalho tomar-se-á o capital de risco de acordo com a prática europeia, que o considera nas duas acepções. Contudo, será mais focado na acepção de *venture capital*, que está mais em linha com o entendimento americano.

De acordo com esse entendimento, o capital de risco é o investimento destinado ao financiamento de sociedades que apresentam elevado potencial de crescimento e valorização, ligadas ao setor tecnológico, que em virtude de suas características tem de arrecadar capitais para financiar seu crescimento, além de que, por conta da natureza dos negócios desenvolvidos, faz-se necessária a obtenção de capital, sem que com isso sejam contraídas dívidas. O investimento é realizado com a intenção de desinvestir no médio a longo prazo e lucrar com os ganhos de capital. Estão excluídas dessa acepção as operações de financiamento destinadas à aquisição do controle societário por parte dos administradores

---

<sup>11</sup> FRIGNANI, Aldo. **Venture Capital**. Torino: Utet, 1987. 29 p. (Estratto dall'Appendice del Novissimo Digesto Italiano). p. 4.

<sup>12</sup> Delimitaremos os dois âmbitos de atuação no item 2.6. Contudo, de modo breve, podemos distinguir os dois âmbitos de atuação do capital de risco de acordo com o grau de maturidade do negócio a ser investido: o *private equity* é destinado à aquisição de empresas ou de partes dominantes da mesma; por outro lado, o *venture capital*, tem por destino o investimento através da aquisição de posições minoritárias no início da sociedade, na fase de arranque ou expansão da mesma. É dirigido ao financiamento de novos empreendimentos.

<sup>13</sup> ALCARVA, Paulo. **O financiamento bancário de PME**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 14.

face aos atuais controladores – os denominados *buy-outs* – muito embora seja comum na prática europeia o financiamento dessas operações ser considerado como capital de risco.<sup>14</sup>

Têm a finalidade de suprir as necessidades de capitais próprios de que as pequenas e médias empresas carecem no financiamento de novos projetos empresariais, incentivando a inovação e o empreendedorismo, ou financiando a expansão de operações já existentes. Atua como uma alternativa para essas sociedades, as quais, por conta de suas características intrínsecas, atreladas quer à fase de maturação em que se encontram ou dos negócios desenvolvidos, não conseguem aceder aos tradicionais e custosos meios de financiamento<sup>15</sup>.

Segue-se por este caminho, em virtude da atualidade e dinamismo que o tema apresenta, e das profundas mudanças que as empresas financiadas via capital de risco estão a desempenhar no nosso cotidiano. De acordo com DEMARIA E SASSO, “o empreendedorismo<sup>16</sup> é um dos alicerces para o crescimento econômico e da prosperidade em uma economia moderna e globalizada”. Impacta diretamente no aumento da inovação,

---

<sup>14</sup> BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J.. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 3, p. 52, 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=46909>. Acesso em: 11 mar. 2019.

<sup>15</sup> De acordo com Peter Drucker, “A inovação é a função específica do empreendedorismo, quer seja um negócio existente, numa instituição de serviço público ou num novo empreendimento começado por um único indivíduo na cozinha da família. É o meio pelo qual o empreendedor cria novos recursos produtores de riqueza ou dota recursos existentes com maior potencial para a criação de riqueza. Hoje, existe muita confusão sobre a definição adequada de empreendedorismo. Alguns observadores usam o termo para se referirem a todas as pequenas empresas; outros, para todos os novos negócios. Na prática há bastantes negócios bem estabelecidos que se envolvem em empreendedorismo extremamente bem-sucedido. O termo, então, refere-se não ao tamanho ou idade de um empreendimento, mas a um determinado tipo de atividade. No cerne dessa atividade está a inovação: o esforço para criar uma mudança intencional e focada, no potencial econômico ou social da empresa”. DRUCKER, Peter F.. A disciplina da inovação. In: **Harvard Business Review 10 Artigos Essenciais: Inovação**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 181-182.

<sup>16</sup> De acordo com as conclusões apresentadas por José N. Cruz, no ano de 2014 várias barreiras regulatórias necessitavam de ser superadas para criar um ambiente propício ao empreendedorismo em Portugal, “sobretudo ao nível das leis laborais, da insolvência e da recuperação de empresas, das leis fiscais, dos normativos relativos à propriedade intelectual e industrial e também aos contratos e garantias. Portugal apresenta diversas fragilidades em vários elementos da dimensão jurídica, o que é apontado como um dos fatores contextuais explicativos do baixo nível de atividade empreendedora no país. Diversos índices comprovam quantitativamente que o contexto regulatório em Portugal nos domínios enunciados e também nos aspetos da eficiência do sistema judicial, designadamente no tempo de duração dos processos e no tempo decorrido até à tomada de decisões nos tribunais, criam barreiras ao empreendedorismo”. CRUZ, José N.. A influência do direito no empreendedorismo em Portugal. **Boletim de Ciências Económicas**, Coimbra, v. 57, n. 1, p.1231-1266, 2014. Coimbra University Press. Disponível em: [https://doi.org/10.14195/0870-4260\\_57-1\\_34](https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-1_34). Acesso em: 10 mar. 2018. p. 1258.

na geração de empregos, e contribui ainda para a dinamização e competitividade da economia<sup>17</sup>.

As pequenas e médias empresas, e também as empresas focadas em inovação, as *startups*, foram recentemente eleitas pela Comissão Europeia como setores chaves da economia, de acordo com as referências constantes na Comunicação *Europa 2020 Estratégia para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo*<sup>18</sup>, por apresentarem grande potencial no auxílio da retomada do crescimento e prosperidade do mercado comum.

Esse setor da economia, conforme apontado pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE)<sup>19</sup>, é excessivamente dependente do crédito bancário para satisfazer as suas necessidades de capital, sendo ainda a fonte de financiamento mais comumente usada, o que faz com que seja fortemente dependente de dívida direta para suprir suas necessidades de capital, quer para o início das atividades, fluxo de caixa, ou até mesmo para os investimentos. A dependência do financiamento bancário impõe desafios para esse setor da economia, o que se revela inadequado em fases específicas do ciclo de vida das empresas; apresenta limitações, e não se mostra o mais adequado para responder às diferentes necessidades de financiamento de que as empresas necessitam ao longo do seu ciclo de vida.

Em especial, o crédito bancário não se mostra adequado para financiar essas empresas mais recentes, inovadoras e de rápido crescimento, com um perfil de risco-retorno elevado. A ausência de alternativas de financiamento que afeta estas empresas também é apontada pela OCDE como um déficit de capital de crescimento, justamente porque são necessários substanciais aportes de capital para financiar esses projetos, que têm grandes perspectivas de crescimento, ao mesmo tempo que os padrões de lucro associados são imprevisíveis.

---

<sup>17</sup> DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael de Campos. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Editora Atlas, 2014. p. 35.

<sup>18</sup> COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Comunicação COM(2010) 2020 final**, de 03 de março de 2010. Europa 2020: Estratégia para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo. Bruxelas. p.05-06 Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC2020&from=PT>. Acesso em: 10 Out. 2017.

<sup>19</sup> OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019. p. 6-11.

Por fim, aponta a OCDE que as restrições aos meios de financiamento são especialmente mais graves no caso de empresas em fase de arranque, ou de pequenas empresas que dependem de ativos incorpóreos para o desempenho do seu modelo empresarial, uma vez que estes são altamente específicos e difíceis de utilizar como garantia nas relações de dívida tradicionais. Isto significa um desafio importante para os governantes que procuram uma recuperação sustentável e um crescimento a longo prazo, uma vez que existem poucas alternativas à dívida tradicional à disposição destas empresas, que estão frequentemente na vanguarda da criação de emprego, da aplicação de novas tecnologias e do desenvolvimento de novos modelos de negócio.

Conforme apontado por ÁLVARO SILVEIRA DE MENEZES, o debelar da crise financeira que assolou os mercados no início do século XX, trazendo à tona as falhas das instituições bancárias, fez perigar a principal fonte de financiamento das empresas: o financiamento externo com recurso a mútuos bancários. Faz-se, portanto, necessário repensar o financiamento societário, buscar novas estratégias de financiamento, diminuir a dependência de financiamento externo com recurso a mútuos bancários<sup>20</sup>.

O capital de risco tem demonstrado ser um parceiro de negócios apto a financiar empresas que desenvolvem negócios atrelados às novas tecnologias, desenvolvendo parcerias altamente lucrativas para ambos.

Deste modo, não há como se falar de capital de risco sem abordar, mesmo que de modo breve, a problemática do financiamento societário. A facilidade em aceder a meios de financiamento e a baixos custos é de extrema importância para o desenvolvimento económico, porquanto este depende da facilidade de afluência de capitais postos à disposição dos agentes económicos, de modo a garantir a expansão das relações comerciais<sup>21</sup>.

As sociedades comerciais servem basicamente como meio de captação de recursos para o desenvolvimento de projetos empresariais, e também como forma de limitação do risco da atividade empresarial, mas mesmo que esta limitação da responsabilidade não decorra da personificação da sociedade, diversas são as vantagens que lhe estão associadas:

---

<sup>20</sup> MENESES, Álvaro Silveira de. *Hybrid Mismatch arrangements* e a influência da tributação na decisão de financiamento: os velhos problemas e as novas soluções. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano VIII, n. 2, p.427-450, 2016. p. 427-429.

<sup>21</sup> ALCARVA, Paulo. **A Banca e as PME**: Como gerir com eficácia o relacionamento entre as PME e a Banca. Porto: Vida Económica, 2011. p.13.

*i)* promoção da atividade econômica por conta da redução dos riscos envolvidos; *ii)* promoção do investimento passivo, que é aquele em que o investidor não participa na atividade da sociedade; *iii)* redução dos custos dos acionistas individuais e dos credores com a monitorização da situação patrimonial dos outros acionistas e da atividade da administração; *iv)* redução dos custos do investimento e consequente diversificação: permite-se uma carteira de investimento diversificada e assim também a redução do risco<sup>22</sup>.

Deste modo, o presente trabalho inicia com uma breve exposição da dificuldade encontrada pelas sociedades em acederem aos meios de financiamento, demonstrando-se que para determinados setores o capital de risco, além de um auxílio, é de extrema importância para o exercício da atividade empresarial. Apresenta-se muitas das vezes como a única solução para que o projeto empresarial se possa desenvolver, por conta de todas as características que esse tipo de financiamento traz consigo, e que envolve a disponibilização do capital e, também, o aporte de conhecimento, e a gestão por parte do capitalista de risco.

De seguida, no segundo capítulo procurar-se-á analisar e caracterizar o capital de risco, desde o seu surgimento até à sua atual concepção, passando pela tentativa perpetrada por alguns países de emularem um mercado como aquele existente nos Estados Unidos, onde essa atividade de investimento surgiu e se desenvolveu.

No terceiro capítulo faremos uma breve exposição do modo como se dá a formalização de um investimento em capital de risco, passando pela negociação, contratação e monitorização. Por fim, a análise recai sobre o desinvestimento, o momento em que o investidor tem a oportunidade de recuperar todo o capital que investiu, acrescido com as mais valias.

---

<sup>22</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 16.

# 1. FINANCIAMENTO EMPRESARIAL: O FINANCIAMENTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E DAS *STARTUPS*.

---

As sociedades empresárias são constituídas para a prossecução de uma determinada atividade e, para tanto, juntam os meios financeiros adequados para o exercício da atividade que pretendem exercer. Esses meios financeiros amealhados entre os sócios constituem, num primeiro momento, o património inicial, e o resultado da soma desses valores equivale às participações dos sócios, que correspondem ao capital social<sup>23</sup>.

Via de regra, o início das atividades é financiado com as entradas dos sócios, que origina o capital social; tem por finalidade precípua suprir as primeiras necessidades de capitais das sociedades. Importa fazer uma conceituação do instituto jurídico do capital social, pois, dependendo do modo como se venha a estruturar o investimento em capital de risco, o capital social poderá sofrer uma variação por conta dos novos aportes realizados, ou então a necessidade da sua constituição para o caso de uma sociedade que ainda venha a ser constituída.

## 1.1. O CAPITAL SOCIAL

O capital social tem por função precípua a constituição do fundo inicial, o patrimônio originário, que dará suporte ao início da atividade econômica a ser desenvolvida pela sociedade. A legislação não apresenta uma definição do capital social. Torna-se assim imperioso delimitarmos em que consiste, pois, como ressalta JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “o capital é figura misteriosa que exige esforço para a captação da sua natureza”<sup>24</sup>. Para a ciência do direito, ele apresenta um conceito e significado próprio, não contribuindo para tanto a aceção utilizada pelas ciências econômicas<sup>25</sup>. É um dos elementos

---

<sup>23</sup> CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das Sociedades Comerciais**. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012. p. 249

<sup>24</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. **Direito Comercial: Sociedades Comerciais - Parte Geral**. Vol. 4. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 2000. p. 147.

<sup>25</sup> Conforme ressalta Paulo de Tarso Domingues: “A verdade, porém, é que o capital social é um conceito com um conteúdo e um significado que, para o Direito, não se identifica totalmente com o da Economia. Desde logo, porque a perspectiva do economista é absolutamente distinta da do jurista: aquele analisa o capital tendo em conta a fundamentalmente os problemas atinentes à produtividade e à produção da empresa, enquanto na análise deste relevam sobretudo a constituição e conservação de um fundo de bens que garanta os credores”. DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções**. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. 210 p. (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - *Stvdia Ivridica* 33). p. 29.

obrigatórios do contrato social das sociedades de capitais<sup>26</sup>, de acordo com o artigo 9º do Código das Sociedades Comerciais<sup>27</sup>.

A maioria das vezes, duas realidades distintas são apresentadas como semelhantes<sup>28</sup>: a figura do capital social – uma mera cifra, um número ideal e abstrato, que consta obrigatoriamente do pacto social e que é fixado pelos sócios –, é geralmente confundida com a do patrimônio social – a expressão de uma realidade tangível, de um fundo patrimonial, de uma concreta massa de bens, continuamente variável na sua composição e montante –,<sup>29</sup>.

O capital social e o patrimônio só se confundem, isto é, só apresentam valores idênticos, no momento da constituição da sociedade<sup>30</sup>, pois ainda não há obrigações por liquidar, o passivo é nulo e todos os bens entregues pelos sócios estão aplicados em ativos<sup>31</sup>.

Sinteticamente, amparado nas palavras de FERRER CORREIA, podemos definir capital social como “a cifra representativa da soma das entradas dos sócios”<sup>32</sup>. Soma essa que, num primeiro momento, é o patrimônio inicial da sociedade, e que tem a função de

---

<sup>26</sup> CARVALHO, Maria Miguel. O Novo Regime Jurídico do Capital Social das Sociedades por Quotas. *In*: CARVALHO, Maria Miguel; DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 9-35. p. 9-10. Esclarecendo a questão, Paulo de Tarso Domingues: “Em conclusão, podemos afirmar que o capital não é elemento essencial da noção de sociedade, nem sequer das sociedades comerciais; é-o, porém, e essencialíssimo nas sociedades comerciais de capitais, em que desempenha – como veremos – um papel fundamental; já nas sociedades de pessoas (v.g., as SENC) o capital é apenas um elemento eventual, nas quais, porém, a existir, desempenha igualmente um papel importante no respectivo regime jurídico”. DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. 210 p. (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Studia Iuridica 33). p. 27.

<sup>27</sup> PORTUGAL. Decreto-lei nº 262, de 02 de setembro de 1986. Código das Sociedades Comerciais. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/-/lc/view?cid=116042191>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>28</sup> Neste sentido: “Não há que se confundir capital social com patrimônio da sociedade: enquanto este sofre constantes mudanças no decorrer da vida da sociedade, dependendo dos seus resultados positivos ou negativos, o capital social, a princípio, mantém-se inalterado, a menos que se delibere por seu aumento ou diminuição”. BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 10. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 259.

<sup>29</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Variações sobre o capital social**. Coimbra: Almedina, 2009. p. 35-36.

<sup>30</sup> “Pode-se dizer que o capital constitui o patrimônio inicial da sociedade comercial. Após o início das atividades, o capital permanece nominal, expresso na soma declarada no contrato, ao passo que o patrimônio social – ou fundo social – tende a crescer, se a sociedade for próspera, ou a diminuir, se tiver insucesso. Esse patrimônio é que gera, em última análise, o lucro, que é periodicamente dividido entre os sócios”. REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 513 p. 389

<sup>31</sup> PITA, Manuel António. Apontamentos sobre capital social e patrimônio nas sociedades comerciais: Direito das Sociedades e Direito da Contabilidade. *In*: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da. **Estudos em memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 499-525.

<sup>32</sup> CORREIA, António de Arruda Ferrer. **Do contrato de sociedade**. Lisboa: Ministério da Justiça, 1961. (Separata do Boletim do Ministério da Justiça nº 104.) p.43.

suprir as primeiras necessidades de capitais da sociedade. Será, então, esse patrimônio originário que possibilitará o início da atividade econômica da sociedade<sup>33</sup>.

Para JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, o capital social corresponde à “cifra representativa da soma dos valores nominais das participações sociais fundadas em entradas em dinheiro e/ou espécie”<sup>34</sup>. Essa é a definição clássica do capital social; o capital social nominal, entretanto, comporta uma outra acepção, que é a de capital social real.

Decompondo essas duas acepções, PAULO DE TARSO DOMINGUES aduz que o capital social é uma “unidade complexa” ou um “fenômeno complexo mas unitário”, que possui duas faces: na sua vertente formal, o capital social – capital social nominal – é um elemento do pacto que se consubstancia numa cifra estável expressa em moeda corrente. Por outro lado, na acepção de capital social real, equivale a dizer que ele é constituído por um montante de bens, uma fração ideal do patrimônio líquido que visa cobrir o valor do capital social nominal, obrigando-se por isso a sociedade a preservar intacta tal quantidade de bens, que apenas poderá ser afetada pelos azares e vicissitudes da atividade empresarial<sup>35</sup>.

Uma dupla importância lhe é atribuída: a fundacional, e a funcional. A primeira diz respeito à obrigatoriedade de constar no contrato de sociedade, salvo nas sociedades em nome coletivo, pois é o tipo societário em que os sócios contribuem apenas com sua indústria. Já no que se refere à importância funcional, esta está atrelada internamente à posição interna do sócio com relação ao montante da sua participação acionária e, externamente, com relação à garantia dos credores sociais<sup>36</sup>.

E desempenha uma tripla função perante a sociedade: a função de produção, vinculada com o objetivo de reunião dos meios necessários para o desenvolvimento das atividades que a sociedade se propõe a exercer; função de organização, como instrumento moderador e regulador dos direitos e obrigações dos sócios; e, por fim, a função de garantia,

---

<sup>33</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 389

<sup>34</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **CURSO DE DIREITO COMERCIAL: Das Sociedades**. Volume 2. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2019. p. 418.

<sup>35</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções**. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Studia Iuridica 33). p. 50-51  
Para mais desenvolvimentos acerca do tema: DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Variações sobre o capital social**. Coimbra: Almedina, 2009. p. 47-57.

<sup>36</sup> CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das Sociedades Comerciais**. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012. p. 253.

ligada ao fato de o capital social ser um instrumento jurídico que visa a defesa dos credores sociais<sup>37</sup>.

Quanto ao patrimônio social, pode ser definido sinteticamente como o “conjunto de relações jurídicas com valor econômico, isto é, avaliáveis em dinheiro”<sup>38</sup>. Ou, então, podemos dizer que é “a expressão de uma realidade tangível, de um fundo patrimonial, de uma concreta massa de bens, continuamente variável na sua composição e montante”<sup>39</sup>.

Por fim, podemos concluir que o capital social constitui o patrimônio inicial das sociedades, o responsável por permitir o início do exercício da atividade econômica. Entretanto, por vezes, os sócios não possuem os valores suficientes para o início das atividades e é necessário socorrerem-se da angariação de capital via fontes externas aos quadros sociais. É aqui que entra a questão do financiamento societário fora dos quadros sociais, de modo externo, socorrendo-se de investimentos via capitais próprios ou através de capitais alheios<sup>40</sup>.

A busca de fontes de financiamento evidencia-se como um dos maiores desafios a ser superado no dia a dia das empresas<sup>41</sup>. Mesmo com as infindáveis alternativas de financiamento, a banca ainda tem demonstrado ser a fonte mais expressiva na alocação de capitais para as empresas, e a redução na concessão de crédito, como aquela vivenciada no

---

<sup>37</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Variações sobre o capital social**. Coimbra: Almedina, 2009. p. 61-62.

<sup>38</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. CURSO DE DIREITO COMERCIAL: Das Sociedades. 2 v. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 405.

<sup>39</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Variações sobre o capital social**. Coimbra: Almedina, 2009. p. 35.

<sup>40</sup> Conforme Filipe Cassiano dos Santos assevera, “a sociedade, desde a sua génese, serviu os interesses do exercício colectivo de actividades económicas e, desde cedo, conciliou esses interesses com a necessidade de captação de investimento externo para cada concreto projecto empresarial. Esta última função alterou-se significativamente quando a necessidade de captação de capitais deixou de se restringir ao círculo de sujeitos já integrados no circuito económico geral ou do investimento (ou para ele predisposto), para se alargar a todos os sujeitos detentores de capitais susceptíveis de financiar actividades económicas, transformando a poupança privada em capital empresarial”. SANTOS, Filipe Cassiano dos. **Estrutura associativa e participação societária capitalística: Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. p. 13-14.

<sup>41</sup> De acordo com Paulo Alcarva, a decisão de financiamento está entre as quatro grandes questões com que as empresas, na procura permanente de aumentar o seu valor, são confrontadas no dia a dia, independentemente do tamanho e dimensão que possuem. E a escolha pela forma de financiamento, de acordo com o Autor, passa por responder às seguintes questões: “autofinanciamento ou dívida? E que autofinanciamento está disponível? E onde procurar o financiamento? Que tipo de ativo financeiro (obrigações, empréstimos bancários ou ações) deve a empresa emitir? Que maturidade para a dívida? Que regime de taxa de juros? Ativos convertíveis? Com cláusula de *call*? Ações ordinárias ou preferenciais? Que tipo de colocação?”. ALCARVA, Paulo. **O financiamento bancário de PME**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 41-43.

começo do século XX, acaba por colocar em crise as próprias fontes de financiamento e vem a deixar as empresas sem alternativas imediatamente acessíveis<sup>42</sup>.

Essa ausência de capitais atua como um limitador do crescimento da atividade empresarial, pois sem capitais não há como aperfeiçoar os processos produtivos. É exatamente isso o que ocorre com as pequenas e médias empresas (PME'S)<sup>43</sup>, e com as empresas da denominada nova economia, as *startups* – empresas de cariz tecnológico que se encontram em fase de instalação ou em fase de desenvolvimento.

## 1.2. AS STARTUPS

As empresas *startups* ganham popularidade na década de 90 na prática negocial americana, designando aquelas que com poucos investimentos e baixos custos de operação alcançaram rapidamente resultados e lucros excepcionais face aos modestos investimentos que foram empregues, chegando a alcançar altíssimos valores de mercado e figurarem entre as empresas mais valiosas do globo. Enquanto algumas dessas empresas foram alçadas ao estrelato, outras tantas encontraram o inferno, por conta da bolha especulativa das empresas *dot.com*, caracterizada pela forte alta das ações das novas empresas, que assolou os mercados no final da década com o conseqüente derretimento dos mercados bolsistas por todo o globo<sup>44</sup>.

De modo sintético, sem nos atermos às nuances que a definição do termo exige, pode-se dizer que *startup* é uma empresa recém-criada, em qualquer ramo ou área. Além de ser uma empresa recente, o objeto empresarial tem de estar ligado à inovação e a novas

---

<sup>42</sup> MONTEIRO, Marisa Silva. Fontes Reais e Irreais de Funding Empresarial: Do mútuo aos Business Angels. In: BOTELHO, Maria de Deus. **Capitalização de empresas**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 85-125. p. 88-89.

<sup>43</sup> Para o presente trabalho, adotaremos a definição de pequenas e médias empresas de acordo com a Recomendação da Comissão (2003/361/CE), de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, que define: as pequenas empresas como as que empregam menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios anual ou ativo total anual não excede os 10 milhões de euros; as microempresas, são as empresas que empregam menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual ou ativo total anual não exceda os 2 milhões de euros. São enquadradas na categoria de médias empresas as que possuem um máximo de 250 trabalhadores, 50 milhões de euros de volume de negócios ou 43 milhões de euros de ativo. COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas [notificada com o número C(2003) 1422] (Texto relevante para efeitos do EEE) (2003/361/CE)**. Bruxelas. 2003. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:32003H0361>. Acesso em: 25 Jan. 2018.

<sup>44</sup> SANSIVIERO, Adriana Piraíno; YUNES, Lutfi Mohamed. Estruturação de Investimentos em Startups - Aspectos Legais e Negociais. In: MEDEIROS NETO, Elias Marques de; SIMÃO FILHO, Adalberto. **Direito dos Negócios Aplicado, volume. III : dos direitos conexos**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 215-231. p. 216.

tecnologias, e os ganhos financeiros em escala também estão atrelados ao conceito de *startup*.

Portanto, não é uma tarefa simples apresentar um conceito consolidado de *startup*, devido a todas as especificidades que a mesma envolve; apesar de já ser possível encontrar algumas definições legais para enquadrar o seu regime jurídico, não há propriamente uma definição convencionada do termo.

Em Portugal, uma definição jurídica de *startup* é a encontrada no número 1, do artigo 3º da Portaria 432/2012, de 31 de Dezembro<sup>45</sup>, que cria a medida de apoio à contratação de trabalhadores por empresas *startups*, e as define através dos seguintes requisitos: ser uma pessoa singular ou coletiva de natureza jurídica privada, com ou sem fins lucrativos, regularmente constituída e registada; ter obtido certificação de PME (pequena ou média empresa), nos termos do Decreto-Lei nº 372/2007, de 6 de novembro; ter iniciado atividade há menos de 18 meses; e ser uma empresa baseada em conhecimento, com potencial de exportação ou de internacionalização.

É o que se encontra, por exemplo, na legislação italiana, que procede à definição de *startup* no nº 2, do artigo 25 do Decreto-Legge nº 179, de 18 de outubro de 2012<sup>46</sup>; ou na Índia, que desde o ano de 2018 define as condições para uma empresa ser considerada *startup* por meio de notificações do Ministério do Comércio e Indústria, sendo atualmente consideradas *startups* as empresas que se enquadrem nos termos da Notificação G.S.R. 127(E)., de 19 de fevereiro de 2019<sup>47</sup>.

Recentemente, o Brasil foi outro país que optou por definir legalmente o que vem a ser uma *startup*. A definição está descrita no § 1º, do Artigo 65-A, da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, que recentemente foi incluído pelo artigo Art. 13, da Lei

---

<sup>45</sup> PORTUGAL. Portaria nº 432, de 31 de dezembro de 2012. Cria a medida de Apoio à Contratação de Trabalhadores por Empresas Startups. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/189510/details/maximized?dreId=134732>. Acesso em: 10 maio 2019.

<sup>46</sup> ITALIA. Decreto-Legge nº 179, de 18 de outubro de 2012. Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese. **Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana**. Roma, 19 out. 2012. Disponível em: [https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL\\_181012\\_179.pdf](https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL_181012_179.pdf). Acesso em: 06 jun. 2019.

<sup>47</sup> MINISTRY OF COMMERCE AND INDUSTRY. Notification nº G.S.R. 127(E)., de 19 de fevereiro de 2019. This notification is being issued in supersession of the Gazette Notification No. G.S.R. 364(E) dated April 11, 2018 as modified vide Gazette Notification No. G.S.R. 34 (E) dated January 16, 2019. New Delhi, Disponível em: <https://dpncindia.com/blog/wp-content/uploads/2019/02/DIPP-Notification-dated-19-Feb-2019.pdf>. Acesso em: 06 jun. 2019.

Complementar nº 167, de 24 de abril de 2019. De acordo com a citada norma, o legislador optou por fazer uma distinção entre os objetos desenvolvidos pelas *startups*. Mas há as *startups* de natureza incremental, que visam aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos; *startups* de natureza disruptiva, que têm os negócios relacionados à criação de algo totalmente novo<sup>48</sup>.

Uma *startup*, segundo ERIC RIES, “é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”<sup>49</sup>. É comparada a uma instituição humana, pois tem a finalidade de criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. Por esta condição de instituição e não de produto, requer um novo tipo de gestão, especificamente constituída para esse contexto de extrema incerteza. As *startups* existem não apenas para fabricarem coisas, ganhar dinheiro ou mesmo atender clientes; mas para aprender e desenvolver um negócio sustentável. Têm por atividade fundamental a transformação de ideias em produtos e, a fim de melhorar os resultados, é necessário o desenvolvimento de um novo tipo de gestão dedicado especialmente a elas, para que seja possível melhor os resultados, medir o progresso, e também definir marcos alcançáveis<sup>50</sup>.

De acordo com MARIA ELISABETE RAMOS, a expressão *startup* designa um negócio novo em fase de arranque, mas não pretende indicar qualquer empresa que esteja a iniciar no mercado que merece tal desígnio. Para a Autora, o conceito está intimamente ligado às empresas inovadoras com alto potencial de crescimento e, por isso, atreladas ao ramo das tecnologias da informação<sup>51</sup>.

Três características são apresentadas pelo *European Startup Monitor* para definir uma *startup*: (i) são sociedades em início de atividade, com menos de 10 anos da sua constituição; (ii) apresentam um modelo de negócios ou de execução baseado em tecnologias

---

<sup>48</sup> BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis no 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei no 5.452, de 10 de maio de 1943, da Lei no 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar no 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis no 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm). Acesso em: 30 abr. 2019.

<sup>49</sup> RIES, Eric. **Lean Startup**. Carcavelos: Prime Books, 2012. p. 30 e ss..

<sup>50</sup> RIES, Eric. **Lean Startup**. Carcavelos: Prime Books, 2012. p. 14-15.

<sup>51</sup> RAMOS, Maria Elisabete. **Direito Comercial e das Sociedades: Entre as Empresas e o Mercado**. Coimbra: Almedina, 2018. p. 156.

altamente inovadoras; (iii) procuram ter um crescimento exponencial tanto em número de colaboradores como de comercialização de produtos<sup>52</sup>.

Ao desenvolver o tema, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA expõe que *startups* são não só as empresas, como também toda a cultura que as envolve. E essa cultura *startup* é caracterizada por aquilo que já se chamou de *hacker way*, no sentido de construir depressa e testar os limites do que pode ser feito. É a inovação sem permissão que caracteriza o modelo de negócio das *startups*. De acordo com a Autora, a forma como se financiam é determinante para o sucesso do negócio, tendo de um lado as empresas unicórnio, e no lado oposto as que acabam por fracassar<sup>53</sup>.

A constituição de uma *startup* se diferencia de uma “empresa comum”, tendo em conta as particularidades que caracterizam sua constituição, e destacam-se os seguintes pontos: (i) o modo de funcionamento do objeto social, que está atrelado a uma ideia inovadora relacionada ao modelo de negócio próprio e diferenciado; (ii) o perfil empreendedor das pessoas envolvidas na concepção da nova empresa e a participação essencial de investidores e outros parceiros estratégicos; e (iii) o tipo de investidor, diferenciado pela caracterização do binômio maior risco em relação ao capital investido, e expectativa de maior valorização e melhor retorno financeiro<sup>54</sup>.

Uma *startup* é uma organização que busca encontrar um modelo de negócio repetível, escalável, para se tornar lucrativa; mas, para tanto, necessita da obtenção de financiamento externo para sustentar esse crescimento, ou mesmo para continuar a desenvolver seus negócios. Em teoria, após encontrar esse modelo repetível e escalável, e com os aportes de capital necessários, ela rapidamente crescerá e trará ótimos resultados, face aos investimentos realizados. São empresas constituídas em decorrência de uma nova descoberta tecnológica, ou em virtude do aprimoramento de um processo produtivo por empreendedores, que são conhecedores do produto sem no entanto possuírem o capital

---

<sup>52</sup> GERMAN STARTUPS ASSOCIATION (Ed.). **European Startup Monitor**. 2. ed. Berlin, 2016. 112 p. Disponível em: [https://europeanstartupmonitor.com/fileadmin/esm\\_2016/report/ESM\\_2016.pdf](https://europeanstartupmonitor.com/fileadmin/esm_2016/report/ESM_2016.pdf). Acesso em: 10 abr. 2019. p. 15.

<sup>53</sup> As empresas unicórnios são as *startups* tecnológicas que possuem um valor de mercado de mais de 1 bilhão de dólares (mil milhões de dólares).

<sup>54</sup> SANSIVIERO, Adriana Piraíno; YUNES, Lutfi Mohamed. Estruturação de Investimentos em Startups - Aspectos Legais e Negociais. In: MEDEIROS NETO, Elias Marques de; SIMÃO FILHO, Adalberto. **Direito dos Negócios Aplicado, volume. III : dos direitos conexos**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 215-231. p. 216.

suficiente para o desenvolver e comercializar. Tampouco o empreendedor é detentor das habilidades e experiências necessárias de gestão administrativa e financeira para gerir a empresa, o que faz com que, além do financiamento, receba também suporte na gestão<sup>55</sup>.

Essas empresas concentram os esforços, primeiro no crescimento, depois na lucratividade, e dependem por isso da obtenção de financiamento externo para sustentarem esse crescimento, ou mesmo para continuarem a desenvolver as operações<sup>56</sup>.

### 1.3. OS MEIOS DE FINANCIAMENTO E A DIFICULDADE DE FINANCIAMENTO PARA AS PME'S E AS STARTUPS

A dificuldade do acesso a financiamento para esse ramo da economia e para as pequenas e médias empresas fica ainda mais evidente<sup>57</sup>. Por não disporem de nenhuma garantia tangível, e tampouco um histórico de crédito a apresentar como forma de garantir a viabilidade do negócio, é-lhes dificultado ou até impedido o acesso aos meios de financiamento<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> Dessa assimetria informacional, em que o empreendedor domina todas as informações do produto/processo produtivo, pode emergir o denominado conflito de agência, que pode inviabilizar o financiamento. Dos conflitos de agência emerge o denominado custo de agência descrito por Jessen & Meckling. Para o caso em análise, são os conflitos oriundos da assimetria informacional, resultantes da separação entre propriedades, no caso o conhecimento do processo produtivo, e o capital. Os custos de agência devem ser reduzidos no momento da negociação contratual, de modo a não inviabilizar o investimento. JENSEN M. e MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *In: Journal of Financial Economics*. 1976. p. 305-360.

<sup>56</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O Papel das Startup na FinTech e o Ciclo de financiamento das startups. *In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. Fintech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 237-245. p. 237 ss. p. 237-240.

<sup>57</sup> “A fraca importância dos mercados financeiros no financiamento das PMEs, quando comparado com o financiamento bancário, é comum na maioria dos países europeus e uma característica do modelo continental (Payne, 2006) em contraste com o que acontece em países como os Estados Unidos e o Reino Unido (modelo anglo-saxónico). O continental é um modelo de *corporate governance* típico nos países europeus cujas principais características são a concentração do capital em poucos indivíduos que normalmente agregam as funções de gestão e de decisão, e em que o financiamento bancário é muito relevante no financiamento das empresas, sendo o papel da bolsa reduzido. O anglo-saxónico é um modelo comum nos países anglo-saxónicos e baseia-se no conceito de capitalismo de mercado. A estrutura de capitais é dispersa por vários indivíduos que, por norma, não intervêm na gestão da empresa, o financiamento bancário não tem um papel tão relevante como no modelo continental e o papel da bolsa é muito importante”. TAVARES, Fernando Oliveira; PACHECO, Luís; ALMEIDA, Emanuel Ferreira. Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 254-267, 2015. Business Department, School of Economics, Business & Accounting USP. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rausp/v50n2/0080-2107-rausp-50-02-0254.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018.

<sup>58</sup> Refere-se aqui com relação à tangibilidade dos ativos que a empresa detém. Conforme Mario Gomes Schapiro, os ativos tangíveis são aqueles de fácil mensuração, como as máquinas, os equipamentos, uma obra de infraestrutura. Diversamente, os ativos intangíveis, que estão no cerne de um projeto de inovação, colocam questões maiores no que toca à programação, mensuração e valoração; porque baseados em conhecimento, a

No geral, o único ativo que possuem é o esboço de um projeto empresarial que, eventualmente, pode resultar altamente lucrativo. E, sem a capitalização necessária, não há como a ideia sair do papel e tornar produtiva a empresa. O capital de risco dirige-se, justamente, a suprir a ausência desses capitais tendo em conta o negócio por elas desenvolvido. Por conta dos riscos envolvidos outras formas de financiamento tornam-se inviáveis para capitalizá-las<sup>59</sup>.

Destaca-se aqui um grande diferencial desse tipo de investimento, atrelado ao fato de que é realizada uma criteriosa análise concreta dos projetos, do seu potencial de crescimento e da relação com o risco de falhar. Essa modalidade de financiamento consiste, portanto, não no financiamento de uma sociedade convencional, mas no projeto de uma empresa que detém uma inovação, não bastando apenas o aporte necessário de capital.

A capitalização desse setor da economia envolve demasiados riscos, quer seja pela incerteza do retorno e sucesso da ideia, atrelado tanto às questões de desenvolvimento do produto, ou ainda à aceitação pelo mercado consumidor do produto a ser comercializado. Por conta dessas características, surgem desafios e riscos imensuráveis, o que por si só faz com que os meios convencionais de financiamento não se afigurem os mais adequados.

O setor bancário não é a melhor alternativa para o financiamento e desenvolvimento desse ramo da economia, pois o seu interesse está na concessão de crédito de baixo risco e por prazo curto, que é exatamente o inverso do que ocorre com as pequenas e médias empresas e as empresas da nova economia baseada no conhecimento, as quais são, porventura, as que mais necessitam de acesso ao crédito. No caso destas, o financiamento

---

produção de tais ativos não permite o estabelecimento de uma programação fixa, na forma de um cronograma físico-financeiro. No caso dos ativos tangíveis é plausível e seguro estabelecer desde o início o resultado a ser alcançado no financiamento; o mesmo não pode ser afirmado para os projetos de inovação, pois a pesquisa e o desenvolvimento do produto poderá não ser bem sucedida, nem tecnicamente, nem comercialmente. SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia:** Persistência e Dinâmica na Atuação do BNDES em uma Economia Baseada no Conhecimento. 2009. 326 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Departamento de Direito Econômico e Financeiro, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023>. Acesso em: 15 mar. 2018. p. 162-163.

<sup>59</sup> LERNER, Josh; HARDYMON, Felda; LEAMON, Ann. **Venture Capital And Private Equity: A Casebook.** 4. ed. New York: John Wiley & Sons, 2009. p.1.

bancário torna-se inviável por não apresentarem ativos líquidos para usarem como garantia do empréstimo<sup>60</sup>.

Nesse sentido, FRANCISCO BANHA observa que o crédito bancário não se mostra o mais adequado para financiar essas empresas. Além de necessitarem de capital, apresentam particularidades extra que demandam auxílios na gestão do negócio, relacionadas com: pesquisa e desenvolvimento, produção e produtividade, publicidade, redes de vendas, embalagens. Os recursos alocados terão de compensar os riscos da empresa; manter-se por tempo suficiente sem garantias, sem remuneração ou reembolso imediato; permitir que o empreendedor continue patrão/responsável do projeto e, em contrapartida, remunerar bem os capitais em caso de sucesso<sup>61</sup>.

Além das particularidades acima apontadas, outras fazem com que o crédito bancário não seja acessível a esse setor da economia por questões relacionadas com a maturidade da empresa. A ausência de garantias que essas empresas têm em apresentar, bem como a impossibilidade de se firmar um cronograma fixo de pagamentos comprometem a concessão de crédito pelo setor bancário, uma vez que os créditos bancários são normalmente assegurados por bens e direitos, e também pela estipulação clara das obrigações financeiras. Exigências semelhantes dificultam a captação pública de recursos junto dos mercados regulamentados de valores mobiliários, por conta da falta de previsibilidade e de histórico progresso que as empresas em causa ainda não possuem<sup>62</sup>.

O capital de risco – na acepção *venture capital* – vem a demonstrar-se como o principal financiador desses negócios, sobretudo no que toca ao financiamento dos primeiros estágios de vida dessa realidade empresarial, cada dia mais conhecida, mas ao mesmo tempo inexplorada, e que se foca no conhecimento e inovação. Esses novos negócios, resultado da aplicação de novas tecnologias, no geral em decorrência do trabalho desenvolvido por

---

<sup>60</sup> De acordo com Paulo Alcarva, no contexto bancário entende-se por risco a probabilidade de perda. E não há crédito totalmente isento de risco; no limite, devido ao tempo que medeia entre a prestação e a contraprestação. ALCARVA, Paulo. **A Banca e as PME: Como gerir com eficácia o relacionamento entre as PME e a Banca**. Porto: Vida Económica, 2011. p. 67.

<sup>61</sup> BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. **Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar**. Venda Nova: Bertrand Editora, 2000. p. 46-47.

<sup>62</sup> SCHAPIRO, Mario Gomes. **Banco de desenvolvimento, regulação e auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco**. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV), 2011. (FGV DIREITO SP - Artigos Acadêmicos). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/7965>. Acesso em: 20 mar. 2018. p. 12.

empresas jovens com ideias e modelos de negócio inovadores, estão a implicar transformações no tráfego negocial, por conta do modo como ofertam e vendem seus produtos e serviços.

Nos financiamentos via *equity*, como é o caso do capital de risco, diferentemente dos financiamentos via *debt*, como p. ex. o bancário, os recursos financeiros são fornecidos às empresas em troca de uma participação acionária; o capitalista de risco assume a posição de sócio, correndo todos os riscos da empresa, ao invés de apenas disponibilizar capitais como um mero financiador que é remunerado pelos juros, em troca do capital disponibilizado.

Cabe assim apontar algumas distinções entre as operações de investimento realizadas pelos capitalistas de risco face às operações de investimento executadas pelo setor bancário, sendo que este ainda pode ser apontado como o grande financiador das empresas<sup>63</sup>:

A primeira grande diferença entre os dois setores está atrelada ao fato de que os primeiros realizam os investimentos diretamente nas empresas; o investimento é realizado em capitais próprios, ou então em capitais alheios que irão permitir uma futura conversão em capitais próprios. Já o setor bancário atua apenas como intermediário de várias transações financeiras, para no final alocar capitais no caixa das empresas.

Essa diferença no modo de atuação acaba por diferenciar também o modo como é remunerado o investimento realizado. Os capitalistas de risco confiam no retorno dos investimentos de acordo com o sucesso da empresa investida; já os bancos tendem a cobrar taxas para remunerar os serviços prestados, além dos juros pelo capital emprestado, independentemente do sucesso ou insucesso da empresa<sup>64</sup>.

E diferentes são também as empresas visadas por cada um dos setores. Os capitalistas de risco direcionam os seus investimentos para empresas iniciantes e com possibilidades de altos retornos face ao sucesso da empresa. Já o setor da banca prefere alocar os recursos em empresas já estabelecidas e que detêm um histórico de crédito (*track record*) que consiga garantir os investimentos que porventura venham a ser realizados.

---

<sup>63</sup> THE MOTLEY FOOL'S KNOWLEDGE CENTER. **What Are the Differences in Venture Capital vs. Investment Banking?** Disponível em: <https://www.fool.com/knowledge-center/differences-in-venture-capital-vs-investment-banki.aspx>. Acesso em: 10 out. 2018.

<sup>64</sup> IAPMEI (Portugal). **Guia Prático do Capital de Risco**. Lisboa, 2006. 60 p. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Financiamento-para-PME/Capital-de-Risco/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf.aspx>. Acesso em: 10 ago. 2018. p. 7.

No final, ambos os setores se complementam e desempenham importantes papéis no circuito econômico, ao auxiliarem as empresas carecidas de capital a terem acesso aos recursos de que necessitam para alcançarem o objetivo empresarial. Os capitalistas de risco fazem isso com investimentos de capital em empresas iniciantes que têm grandes riscos, mas grandes recompensas em potencial. Os bancos fazem isso ajudando as empresas já consolidadas a administrarem o complexo mundo das fusões e aquisições, dos mercados de capitais e da intermediação financeira; e, independentemente da conjuntura econômica, não estão vocacionados para financiar esse setor da economia.

Por estes motivos, o capital de risco se apresenta para o financiamento empresarial como uma alternativa, um modo complementar ao crédito bancário, sendo em alguns casos o meio de financiamento mais favorável para esse ramo da economia<sup>65</sup>.

Comparado com as outras formas de financiamento, é a única forma que assume o sucesso do negócio como sucesso do seu próprio investimento. Além de participarem no capital social das empresas investidas, os capitalistas de risco intervêm na gestão com o objetivo de maximizarem o retorno financeiro por conta da valorização da empresa. O retorno será alcançado com o crescimento e valorização da empresa e, com isso, no momento do desinvestimento, obterem as mais-valias, se o empreendimento se mostrar frutífero. Vários são os casos em que o retorno obtido superou, e muito, o valor investido, como ocorreu, por exemplo, com a Microsoft, Google, Dell, Intel Computer e Apple, entre outras<sup>66</sup>.

É esse o âmbito de atuação do capital de risco, que vem exercer um papel de protagonista no financiamento das empresas ligadas à inovação e ao conhecimento, auxiliando no desenvolvimento e dinamização do tecido empresarial. Além de atuar de modo complementar, por intermédio das operações de *private equity*, como financiador das empresas já em fase madura e consolidada no seu mercado de atuação. O capital de risco pode ainda exercer valioso auxílio na recuperação empresarial, para as sociedades que estão

---

<sup>65</sup> ALCARVA, Paulo. **O financiamento bancário de PME**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 53-54.

<sup>66</sup> SCHWIENBACHER, Armin. Innovation and Venture Capital Exits. **The Economic Journal**, York, v. 118, n. 533, p.1888-1916, nov. 2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1280443>. Acesso em: 10 mar. 2018.

a atravessar problemas financeiros e de geração de caixa e com dificuldades de acesso ao crédito.

## 2. O CAPITAL DE RISCO

---

### 2.1. ORIGEM E EVOLUÇÃO DO CAPITAL DE RISCO

O capital de risco pode ser descrito como a atividade de investimento com vista ao financiamento de empresas com elevado potencial de crescimento, via aporte de capital, por intermédio da aquisição de participação societária<sup>67</sup>, ou da aquisição total da empresa, por agentes especializados que possuem capacidade técnica para acompanharem ativamente a gestão da empresa investida. Visam com esse tipo de investimento a obtenção de elevados ganhos de capital com a venda desses ativos, no geral em prazo pré-determinado contratualmente.

Nos moldes em que o conhecemos, o investimento em capital de risco tem a sua primeira estruturação nos Estados Unidos da América, com a constituição da American Research and Development Corporation (ARD), em 1946, criada por Karl Compton (presidente do Massachusetts Institute of Technology) e Georges F. Doriot (professor da Harvard Business School). A ARD tinha por foco realizar investimentos em empresas emergentes que, originalmente, desenvolveram tecnologias para serem utilizadas na Segunda Guerra Mundial. O investimento era estruturado via aporte de capitais diretamente nas sociedades empresárias, correndo o risco do negócio juntamente com os empresários, com a finalidade de financiá-las de modo temporário e obter os lucros gerados com a saída do negócio, ou seja, com a venda das participações societárias adquiridas com o aporte de capitais. Cerca de metade dos lucros da ARD foram gerados pelo investimento de 70 mil dólares, feito em 1957, na Digital Equipment Company (DEC). Este investimento atingiu,

---

<sup>67</sup> “(...) A participação social, enquanto entidade abstracta que exprime o conjunto de direitos e obrigações que o sócio adquire com o contrato de sociedade, tem uma dupla natureza: é posição contratual (ou voluntária), na medida em que contém posições activas exigíveis pelo sujeito por força da sua participação no acto que institui a sociedade (ou de ulterior aquisição dessa posição), mas é, também, uma posição associativa, na medida em que contém faculdades relativas à participação na estrutura criada, que só no seio dessa estrutura e em face dela cobram sentido. Não se reduz, então, ao momento associativo, mas este perpassa e qualifica, naturalmente, toda a relação: mesmo a contrapartida directa que o capital investido proporciona, nos casos em que a operação se cinge subjectivamente ao puro investimento, os lucros, é específica e distinta, na sua configuração, relativamente às contrapartidas de outros tipos de investimento. Não se pode, aliás, olvidar que a participação societária proporciona meios de actuação para lá da percepção do lucro e que, também por isso, ela tem um valor (patrimonial) que vai para além dessas contrapartidas directas de natureza patrimonial”. SANTOS, Filipe Cassiano dos. **Estrutura associativa e participação societária capitalística: contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. p. 75.

14 anos depois, o valor de 355 milhões de dólares<sup>68</sup>. Contudo, ao contrário do que se pode imaginar, o sucesso dos investimentos em capital de risco não foi imediato: cinco anos após a criação da empresa, os primeiros investidores perderam cerca de 24% do montante aplicado; mas, por outro lado, nos primeiros 25 anos de existência obtiveram uma média de retorno anual de 15,8%<sup>69</sup>.

Em paralelo às atividades da *American Research and Development*, algumas abastadas famílias norte-americanas também criaram empresas de *Private Equity* e *Venture Capital*. Entretanto, a própria fortuna da família continuava a financiar os negócios investidos nos moldes do modelo tradicional do início do século<sup>70</sup>.

Mas os contornos das operações de capital de risco estão há muito entre nós<sup>71</sup>. O patrocínio a Cristóvão Colombo por parte da Coroa Espanhola para que fossem por ele exploradas novas rotas para o Oriente pode ser descrito como umas das primeiras formas desta modalidade de investimento. Mesmo que de forma inconsciente, Colombo, ao procurar os reis Fernando II de Aragão e Isabel I de Castela, estava desenvolvendo uma atividade de capital de risco. Ele elaborou um plano de negócio, mas precisava de capital para o executar e, em troca de capital, ofereceu uma possibilidade de alto retorno sobre o investimento em detrimento do risco em questão<sup>72</sup>.

Nos Estados Unidos, o capital de risco surgiu e se desenvolveu, no seio do circuito comercial, da necessidade de suprir as empresas que possuíam projetos nas áreas de inovação

---

<sup>68</sup> GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p.145-168, 2001. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 10 fev. 2018. p. 146-147.

<sup>69</sup> METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. p. 10.

<sup>70</sup> AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009. 420p. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8419>. Acesso em: 10 abr. 2018. p. 44-45.

<sup>71</sup> Paulo Caetano, ao analisar historicamente a figura do capital de risco, vai ainda mais longe, e reporta que o financiamento feito pelo comerciante Marco Crasso na Roma Antiga aos empreendedores dispostos a construir novas bases, banhos, estradas e imóveis, nos novos territórios conquistados, já era uma forma de capital de risco. De igual modo, diz que a companhia de navegação montada no século XV pelo navegador Cristóvão Colombo, e financiada pelos Reis Católicos Fernando e Isabel de Castela, foi instituída nos moldes de fundo de capital de risco. Na mesma época, a assunção dos riscos com o financiamento das expedições marítimas em Portugal, por particulares, na expectativa dos lucros decorrentes, pode ser descrita como antecedente à figura do capital de risco. CAETANO, Paulo. **Capital de Risco**. Lisboa: Conjuntura Actual Editora, 2013. p. 9.

<sup>72</sup> DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael de Campos. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Editora Atlas, 2014 p. 15.

com os capitais necessários para o crescimento e desenvolvimento. Surgiu, então, para preencher uma lacuna do sistema financeiro que não era suprida nem pelo crédito tradicional, nem pela capitalização por meio de listagem em bolsa de valores<sup>73</sup>.

Sofreu algumas interferências por parte do governo, no que diz respeito principalmente à instituição do *Small Business Act*, no ano de 1958, que criou as *Small Business Investment Companies* (SBICs). Foi estabelecido com a finalidade de incentivar o desenvolvimento da indústria de capital de risco, estimulado por receios de atraso na competitividade tecnológica americana, após o lançamento soviético do satélite Sputnik em 1957. Por conta dos extensos regulamentos, a maioria dos capitalistas de risco logo se desencorajaram de participar do programa, sem contar que, por falhas na seleção, permitiu a entrada de operadores inescrupulosos que investiram em empresas com poucas perspectivas ou em empresas fraudulentas, na maioria dos casos controladas por amigos ou parentes. Em um cenário que prefigurava a crise de poupança e empréstimo da década de 1980, a maioria das *Small Business Investment Companies* (SBICs) entrou em colapso no final dos anos 1960 e 1970. O mercado americano alcançou o sucesso nos idos da década de 90 do século XX, que observou um rápido crescimento na angariação de fundos e um aumento no mercado de ofertas públicas iniciais<sup>74</sup>.

Na esteira do sucesso do mercado que lá se formou, outros países envidaram esforços específicos para apoiar a criação de um mercado de capital de risco, seja via regulamentação da atividade, ou, além dessa regulamentação, com a criação de entidades com propósitos específicos para investimentos desse tipo, como ocorreu em Portugal.

Para um mercado de capital de risco ser próspero é indispensável a presença de três elementos chaves: (i) os provedores de capital com apetite para investimentos de alto risco e altos retornos; (ii) empresas qualificadas e devidamente especializadas para fazer a

---

<sup>73</sup> SILVA, Filipe Borsato da; BIAGINI, Fabio Luiz. Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil – a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. **BNDES Setorial**, v. 42, p. 101–130, 2015. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/download/estudos/2325.pdf>. Acesso em: 8 abr. 2019. p. 102.

<sup>74</sup> GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. **The Journal Of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p.145-168, 2001. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 10 fev. 2018. p. 147-150.

intermediação e incentivar todos os participantes do mercado de capital de risco; por fim, (iii) os empreendedores<sup>75</sup>.

Inúmeros países buscaram emular a criação de um mercado de capital de risco na tentativa de alcançarem os mesmos patamares de sucesso do mercado estadunidense<sup>76</sup>. No geral, a atividade se desenvolveu com sucesso na maior parte dos citados países, sendo a experiência ensaiada pelo governo alemão apontada com um exemplo de insucesso; a causa dessa falha está justamente no modo como se deu sua implementação<sup>77</sup>.

No ano de 1975, o governo alemão, em conjunto com alguns bancos e as principais instituições de poupança e empréstimo, fundaram a *Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft (German Venture Investment Company, WFG)*, com o objetivo de desenvolver um mercado de capital de risco alemão. O principal objetivo da *WFG* era fornecer capital para as pequenas e médias empresas que desenvolviam projetos ligados ao setor tecnológico – *startups*. Além disso, as empresas investidas deveriam receber assistência na gestão, e também um suporte de rede, ou seja, contatos com fornecedores, clientes, e serviços relevantes.

---

<sup>75</sup> GILSON, Ronald J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. **SSRN Electronic Journal**, 2002. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=353380>. Acesso em: 21 fev. 2019. p. 4.

<sup>76</sup> Inúmeros países buscaram emular o sucesso do mercado estadunidense, sendo alguns deles apontados pela doutrina especializada como tendo enorme sucesso. A estruturação do programa de capital de risco pelo governo de Taiwan é tratada como um caso de enorme sucesso. Encarregou-se de criar os dois elementos críticos e primordiais para o desenvolvimento do mercado: os intermediários financeiros e o capital disponível para investimento. Auxiliou na criação de intermediários financeiros, proporcionando um quadro legal para o estabelecimento de empresas de capital de risco. Também forneceu a esses capitalistas de risco acesso ao capital, criando fundos governamentais especificamente destinados ao investimento em capital de risco, e forneceu incentivos fiscais para aumentar o interesse do setor privado em investimentos de capital de risco. Para mais desenvolvimentos, ver: GULINELLO, Christopher John. Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering: Lessons from the Taiwan Experience. **SSRN Electronic Journal**, p. 845–883, 2005. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=836504](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=836504). Acesso em: 4 abr. 2019.

Outro país onde a estruturação do mercado é apontada como um caso de sucesso é o Chile, que implementou mais recentemente um programa de estímulo do capital de risco. O governo chileno utilizou o modelo implantado pelo governo de Israel, mas deu um passo adiante, indo na direção do modelo de contratação de capital de risco utilizado nos Estados Unidos. O modelo adotado contempla que uma agência governamental, a Corporação para o Incentivo à Produção (“CORFU”), invista em fundos de capital de risco administrados por entidades privadas, organizados aproximadamente de acordo com o modelo americano. Para mais esclarecimentos, ver: GILSON, Ronald J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. **SSRN Electronic Journal**, 2002. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=353380>. Acesso em: 21 fev. 2019. p. 44-46.

<sup>77</sup> PFIRRMANN, Oliver; WUPPERFELD, Udo; LERNER, Joshua. **Venture Capital and New Technology Based Firms: An US-German Comparison**. Heidelberg: Physica-verlag, 1997. p. 27-34.

As causas da falha foram apontadas por RONALD J. GIBSON<sup>78</sup>. Primeiramente, o envolvimento dos bancos no setor do capital de risco deu-se, não apenas pela pressão do governo, mas também por uma generosa garantia do governo: o governo assegurou até 75% das perdas dos investimentos que a *WFG* faria. Outro motivo está no modo como foi estruturado o desinvestimento. O retorno da *WFG* de um investimento em uma empresa bem-sucedida foi limitado pela exigência de que o empreendedor exercesse uma opção de compra para adquirir a posição da *WFG* com o valor de custo do investimento, além de uma taxa de juros moderada. Assim, a *WFG* teve poucos estímulos para procurar fazer investimentos bem-sucedidos. O modo como ela foi constituída protegeu-a de qualquer intempérie: no lado negativo dos investimentos ela foi protegida pela garantia do governo de arcar com os prejuízos; e, no lado positivo, houve uma limitação no seu crescimento por conta da taxa de juros moderada – um baixo risco (por causa da garantia) e um baixo retorno (por causa da opção de compra) do investimento –, garantias inusitadas para uma atividade que tem por fim, justamente, investir em empresas em estágio inicial ou em empresas de tecnologia cuja característica essencial é o alto risco.

A estrutura de governança também é referida como uma das causas de falha do programa, pois demonstra que advinha de um programa governamental. A diretoria era composta por doze pessoas, sendo três dos membros indicados pelo setor da banca; três membros do governo representando os ministérios do comércio, finanças e pesquisa e desenvolvimento; dois consultores administrativos e dois cientistas. Havia, ainda, um comitê com objetivo de selecionar os projetos a serem financiados, seguindo critérios bastante gerais que, no entanto, apontavam na direção certa. O foco era estar no caráter inovador da tecnologia do projeto, na existência de aplicação comercial e na qualidade do empreendedor.

Outro problema apontado é com relação ao modo como os investimentos foram realizados. Eles foram estruturados para serem investimentos passivos, talvez porque o caráter de retorno do investimento não o incentivava a ser ativo. Apenas investimentos minoritários foram realizados, mas a *WFG* em momento algum exerceu qualquer direito de controle, mesmo sobre as decisões importantes que deveriam ser tomadas. Deste modo, não

---

<sup>78</sup> GILSON, Ronald J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. **SSRN Electronic Journal**, 2002. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=353380>. Acesso em: 21 fev. 2019. p. 39-42.

foi fornecida qualquer assistência tecnológica ou gerencial às empresas, muito embora a diretoria se mostrasse perfeitamente qualificada para tal mister.

Por fim, aponta o Autor que o *WFG* foi um programa do governo que, ao invés de criar um capitalista de risco, na verdade criou um intermediário financeiro vazio, incapaz de desempenhar o papel central que o sistema de contratação de capital de risco dos Estados Unidos da América contempla. Isso ocorreu pois não havia nenhum estímulo para se realizarem os investimentos, nem havia monitoramento nas empresas investidas; houve o envolvimento do governo, tanto na Diretoria quanto na seleção de projetos, o que acabou por, não surpreendentemente, produzir resultados desanimadores, ao ponto de ao longo de sua vida a taxa interna de retorno ter sido de 25,07% negativos.

Para os capitalistas de risco, um retorno negativo necessariamente se assemelha a falhas significativas para os empreendedores financiados. Um padrão de fracasso não faz com o que os outros empreendedores se sintam à vontade para receber os aportes de capital.

O governo de Israel foi outro que envidou esforços para criar um mercado de capital de risco e, de modo diverso da experiência alemã, com as devidas proporções, conseguiu obter o mesmo sucesso da prática americana<sup>79</sup>. O governo de Israel impulsionou a atividade com a constituição da *Yozma Ltd.*, no ano de 1993, na intenção de criar a infraestrutura necessária ao desenvolvimento do capital de risco no país<sup>80</sup>.

Conforme exposto por RONALD J. GILSON<sup>81</sup>, a *Yozma* criou os fundos de capital de risco e amealhou os capitais necessários juntamente a investidores privados para realizar os investimentos. A participação da *Yozma* nesses fundos foi bem diferente da participação do governo alemão e dos bancos no *WFG*. Nem *Yozma* nem tampouco o governo de Israel prestaram qualquer garantia contra as perdas, como sucedeu na *WFG*. Ao invés disso, foi fornecido capital para os fundos, correspondendo a 40% do capital investido pelos

---

<sup>79</sup> OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019. p. 84-85.

<sup>80</sup> Para mais esclarecimentos sobre o programa de capital de risco implementado pelo governo de Israel, ver: AVNIMELECH, Gil; TEUBAL, Morris. Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. **Research Policy**, v. 35, n. 10, p. 1477–1498, 2006.

<sup>81</sup> GILSON, Ronald J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. **SSRN Electronic Journal**, 2002. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=353380>. Acesso em: 21 fev. 2019. p. 42-44.

investidores privados. Desta forma, os investidores privados e os administradores do fundo corriam os riscos inerentes à atividade com os investimentos realizados. Outra diferença reside no fato de a *Yozma* ter sido estruturada de modo a preservar intensos incentivos para o caso de sucesso dos investimentos.

Tal como na *WFG*, o retorno da *Yozma* sobre o seu investimento foi limitado. Entretanto, os investimentos foram estruturados de modo distinto, com o fim de utilizar esse limite como um incentivo para alavancar os retornos da *Yozma*, ao invés de os amortizar. Os investimentos foram realizados em fundos de capital e risco, e não diretamente na carteira da companhia, como ocorreu no caso alemão. Por conta disso, a opção de compra só podia ser exercida pelos outros investidores, e não pelos empreendedores que receberam os aportes de capital, com o preço do valor de face do investimento acrescido de outras taxas contratualmente previstas.

A *Yozma*, assim como o *WFG*, efetuou os investimentos de modo passivo. Ocorre que, no caso da primeira, os investimentos foram realizados por intermédio de fundos cujos administradores e os outros investidores eram altamente incentivados a exercer uma gestão ativa nas empresas investidas, diversamente do praticado pela segunda. Deste modo, percebe-se que a estrutura da *Yozma* rastreou o padrão americano de interposição de um intermediário altamente incentivado entre os investidores passivos e a empresa do portfólio. As decisões de investimento estavam a cargo da gestão de cada fundo, descentralizadas da administração da *Yozma*, sendo tomadas por aqueles que viriam a suportar os riscos e os retornos dos investimentos realizados.

A experiência israelense vem demonstrar que a participação do Estado na criação de uma indústria de capital de risco pode ser altamente positiva, se realizada corretamente. O subsídio prestado pelo governo de Israel, por intermédio da *Yozma*, aos outros investidores foi feito com a intenção de incentivá-los de modo a assegurar que as empresas investidas fossem cuidadosamente monitoradas, em completo contraste com o subsídio prestado pela *WFG* aos bancos e aos empreendedores, o que acabou por eliminar qualquer incentivo para que monitorassem a conduta das empresas investidas.

Outra experiência apontada como caso de enorme sucesso é a estruturação do programa chinês na década de 80, que tem a particularidade de ter sido criado e de a sua condução estar a cargo de entidades governamentais, tanto na esfera local como central, e

efetivada por meio de contínuas reformas na estrutura legislativa. Passadas três décadas desde a sua criação, ele é hoje considerado o segundo maior mercado de investimento em capital de risco do mundo<sup>82</sup>.

De acordo com LIN LIN, o papel do governo na criação desse mercado limitou-se a estabelecer as condições necessárias para o desenvolvimento do mercado, com o arcabouço legal e institucional, além de: (i) fornecer os capitais públicos necessários através de programas governamentais e permitir o afluxo de capitais privados, com o afrouxamento das barreiras regulatórias para investidores institucionais, oferecendo incentivos fiscais e aperfeiçoar o momento do desinvestimento; (ii) introduzir a figura da *limited partnership* – fundos de investimento – o que fez com que aumentasse a disponibilidade de intermediários financeiros e facilitou a captação de recursos, sendo que os investimentos canalizados por meio dos fundos de investimento criam uma relação mais eficiente entre os gestores dos fundos de investimento e os investidores; (iii) incentivar o empreendedorismo por intermédio da revisão das leis societárias e de valores mobiliários, de modo a simplificar o ambiente negocial no país<sup>83</sup>.

Tal como a experiência israelense, também a experiência chinesa demonstra que o ideal de atuação governamental na criação de um mercado de capital de risco deve limitar-se a fornecer as condições básicas para o seu desenvolvimento. Entretanto, algumas falhas podem ser apontadas na concepção do programa chinês – de caráter institucional –, assim como o verificado no programa germânico, no que se refere especificamente ao sistema de nomeação do quadro funcionários, e também de benefícios dispensados aos membros do governo, o que dificultou num primeiro momento que o mercado operasse segundo suas próprias forças, por ter de perseguir interesses e objetivos estabelecidos pelo próprio governo<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> LIN, Lin, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China (February 21, 2017). **Columbia Journal of Asian Law**, Vol. 30, No. 1, 2017, p. 160-220. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2643311>. Acesso em: 10 abr. 2019. p. 163-164

<sup>83</sup> LIN, Lin, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. **Columbia Journal of Asian Law**, Vol. 30, No. 1, 2017, p. 160-220. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2643311>. Acesso em: 10 abr. 2019. p. 165 e ss..

<sup>84</sup> “In Israel, the structure of the VC industry is characterised by the prevalence of seed and early stage financing, whereas in the other major markets the greatest portion of VC funding supports later stage ventures, when companies are perceived to be partially de-risked and close to their revenue generation stage. This trend is particularly marked in emerging economies, with China and India recording high median size in second and later rounds. Nevertheless, in China, with intensified competition between investors in later stage companies,

Por fim, conclui a Autora<sup>85</sup> que a China tem importantíssimas lições a serem aprendidas pelos outros países no que toca à criação de um programa de investimento em capital de risco, através da lei e da política. Destaca que uma das principais razões para o crescimento e sucesso do programa reside nos esforços do governo central em adotar uma abordagem mais orientada para o mercado em relação à alocação de capital. Ao fornecer a infraestrutura legislativa e institucional para o mercado de capital de risco, o governo pode facilitar o aumento do papel das forças de mercado, especialmente na área de alocação de capital. E isso é vislumbrado de três maneiras: (i) com a recente criação do *State Venture Capital Investment Guidance Fund ("SVCIGF")*, e as novas regulamentações para os *Government Guidance Funds ("GGF")*, no sentido de reduzir a intervenção do governo; (ii) a alteração do papel do governo central, que antes era de intermediário financeiro direto e decidia exatamente como o capital deveria ser alocado, passando a ter o papel de mero facilitador e provedor de capital; (iii) a alteração da origem de afluxo capitais, mas o capital privado está se tornando a principal fonte de capital de risco, com a adoção de um regime mais liberal para regular o mercado de capital de risco, com o predomínio dos fundos de investimento e o aumento das sociedades de capital de risco, bem como todo o ecossistema, com mais *start-ups* e empreendedores em busca de financiamento.

O Brasil é outro exemplo do desenvolvimento do setor do capital de risco por indução estatal<sup>86</sup>. Mesmo sem possuir nenhuma regulamentação, a atividade teve o seu início no decorrer da década de 70, no decorrer de políticas públicas implementadas pelo Governo Federal, que visavam a constituição dos setores intermediários e de bens de capital, essenciais para a estruturação do parque industrial brasileiro. Para tanto, foram criadas três subsidiárias pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): a Insumos Básicos S.A. (Fibase), a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec) e a Investimentos

---

*VC funds are increasingly looking towards earlier stage investments, contrarily to what observed in Europe and the US". OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019. p. 82.*

<sup>85</sup> LIN, Lin, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China (February 21, 2017). **Columbia Journal of Asian Law**, Vol. 30, No. 1, 2017, p. 160-220. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2643311>. Acesso em: 10 abr. 2019. p. 201-211.

<sup>86</sup> Para mais desenvolvimentos acerca do surgimento do capital de risco no Brasil, ver: MACULAN, Anne-Marie; PAVANI, Claudia. New Perspectives on Risk Capital in Brazil. **Latin American Business Review**, v. 6, n. 2, p. 19–38, 2005. p. 19 Disponível em: [http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1300/J140v06n02\\_02](http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1300/J140v06n02_02). Acesso em: 05 abr. 2018.

Brasileiros S.A. (Ibrasa). Em 1982, as três subsidiárias foram unificadas, constituindo a BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), com a eliminação da segmentação setorial antes existente<sup>87</sup>. Destaca-se, também, o início da atuação da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), no ano de 1974, no apoio e estímulo ao empreendedorismo, e no desenvolvimento de empresas inovadoras e da cultura de capital empreendedor no Brasil<sup>88</sup>.

No ano de 1976, foi constituída a primeira gestora privada de capitais de risco, a BRASILPAR. Mas somente no ano de 1986 – por conta da publicação do Decreto-Lei nº 2.287, de 23 de julho de 1986<sup>89</sup>, regulamentado pela Resolução do Banco Central do Brasil nº 1.184 de 04 de setembro de 1986<sup>90</sup>, e posteriormente alterada pela Resolução nº 1.346 de 18 de junho de 1987<sup>91</sup> – é que as sociedades de capital de risco foram institucionalizadas e vieram a receber um tratamento fiscal diferenciado. Entretanto, por conta de falhas na concepção dos instrumentos legais, o desenvolvimento e crescimento da atividade foi inviabilizado.

Outras entidades tentaram se aventurar no setor, mas somente após a estabilização econômica e monetária resultante da aprovação do Plano Real é que o cenário econômico tornou o ambiente de negócios atrativo para os investidores, e a edição da Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994<sup>92</sup>, institucionalizou a atividade de capital de risco, dando início ao grande ciclo do setor, com forte expansão no período 1999-2001<sup>93</sup>.

---

<sup>87</sup> PINTO, Luciane F. Gorgulho. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p.151-184, jun. 1987. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11176/1/RB%2007%20Capital%20de%20risco%20-%20uma%20alternativa%20de%20financiamento%20C3%A0s%20pequenas%20e%20m%C3%A9dias%20empresas%20de%20base%20tecnol%C3%B3gica\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11176/1/RB%2007%20Capital%20de%20risco%20-%20uma%20alternativa%20de%20financiamento%20C3%A0s%20pequenas%20e%20m%C3%A9dias%20empresas%20de%20base%20tecnol%C3%B3gica_P_BD.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018. p. 168-169.

<sup>88</sup> ABVCAP. **Saiba mais sobre o setor de Private Equity & Venture Capital**. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2018.

<sup>89</sup> BRASIL. Decreto-Lei nº 2.287, de 23 de julho de 1986. Altera dispositivos da Lei nº 7.450, de 23 de dezembro de 1985, e dá outras providências. Brasília, DF, Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del2287.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2287.htm). Acesso em: 10 dez. 2018.

<sup>90</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 1.184, de 04 de setembro de 1986. Brasília, DF, Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res\\_1184\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1184_v1_O.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018.

<sup>91</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 1.346, de 18 de junho de 1987. Brasília, DF, Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res\\_1184\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1184_v1_O.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018.

<sup>92</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Brasília, DF, Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst209.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2018.

<sup>93</sup> MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JUNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base

Em Portugal, a introdução dessa atividade de investimento decorre do enquadramento jurídico da figura societária das Sociedades em Capital de Risco (SCR's), a “banca de risco”<sup>94</sup> e o objeto de atuação das mesmas, com a entrada em vigor do Decreto-Lei nº 17/86, de 5 de fevereiro<sup>95</sup>.

Inicialmente, o desenvolvimento do capital de risco está apoiado essencialmente em iniciativas públicas ligadas ao IAPMEI e ao PEDIP II. Entretanto, essa forma de investimento vem a tornar-se mais presente no dia a dia empresarial, consolidando-se como uma fonte de aconselhamento e financiamento da atividade, ainda mais para as pequenas e médias empresas, e empresas ligadas ao setor das tecnologias – as *startups*<sup>96</sup>.

Atualmente, o capital de risco está definido no artigo 3º do Regime Jurídico do Capital de Risco, aprovado pela Lei nº 18/2015, de 4 de março, alterado pelo Decreto-Lei nº 56/2018, de 09 de julho, que o define: “Considera-se investimento em capital de risco a aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização”.

Em Espanha, a Ley nº 22/2014, de 12 de novembro, que regula as Entidades de Capital de Risco e outras entidades de investimento coletivo, em seu preâmbulo define capital de risco como aquelas estratégias de investimento que canalizam o financiamento de forma direta ou indireta para as empresas, com vista a maximizar seu valor, e gerando, além dos ganhos financeiros, também a consultoria administrativa e profissional, por forma a obterem altos ganhos de capital com o desinvestimento. No conceito de capital de risco, inclui-se o que tem sido denominado de *venture capital*, voltado para os estágios iniciais de desenvolvimento do negócio, bem como o *private equity*, forma de investimento em empresas maduras com histórico consolidado de lucratividade, mas que necessitam de uma

---

tecnológica. **Gestão e Produção**, São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, abr. 2008. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0104-530X2008000100003&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-530X2008000100003&lng=pt&nrm=iso). Acesso em 04 dez. 2018.

<sup>94</sup> Além dessa referência ao modo de atuação das sociedades de capital de risco, mais em linha com os empréstimos bancários, o Autor ressalta que as empresas de capital de risco não correspondem em Portugal a uma história de sucesso, por conta do modo como eram gerenciadas, com extrema cautela, o que fez com que elas apenas se envolvessem apenas em operações de baixo risco. ATHAYDE, Augusto de; ATHAYDE, Augusto Albuquerque de; ATHAYDE, Duarte de. **Curso de Direito Bancário**. 2. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. v.1. p. 271-272.

<sup>95</sup> No Item 2.4 faremos um estudo da evolução legislativa do capital de risco em Portugal.

<sup>96</sup> PINA, Carlos Costa. **Instituições e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2005. p. 436.

reestruturação societária de larga escala, e que às quais o capital de risco se presta a financiar<sup>97</sup>.

## 2.2. CARACTERIZAÇÃO

O capital de risco (compreendendo as duas modalidades praticadas no meio negocial, o *private equity* e o *venture capital*) é um processo complementar dos modos tradicionais de financiamento da atividade empresarial, como são o financiamento bancário, mais praticado na Europa, e o mercado público de ações, mais desenvolvido nos países de origem anglo-saxã.

Trata-se de uma atividade de investimento que oferece aos investidores a oportunidade de financiarem o desenvolvimento das empresas e beneficiarem do seu eventual sucesso. A valorização da empresa permitirá aos investidores obterem retorno – o lucro –, com a venda da participação adquirida – o desinvestimento – no médio ou longo prazo. Corresponde a um financiamento, mediante contribuições em capitais próprios ou por instrumentos de capitais alheios em projetos em que se vislumbra um elevado potencial de crescimento no decorrer do investimento; e proporciona liquidez às sociedades que não dispõem de capitais, nem tampouco perspectivas de acesso aos comuns empréstimos, por ausência de património para garantir.

A busca desse tipo de financiamento provém tradicionalmente de empresas que possuem um grande potencial de crescimento, com limitações a nível do acesso aos mercados de capitais, enquanto a oferta de capital de risco provém de investidores dispostos a assumirem elevados graus de risco, em troca de uma remuneração potencialmente superior à média do capital próprio investido.

Por se tratar de uma forma de investimento, consiste simplesmente na gestão profissional de capitais com o propósito específico de realizar a aquisição de participações societárias em empresas privadas, que apresentam altos potenciais de crescimento e

---

<sup>97</sup> ESPANHA. Ley nº 22, de 11 de novembro de 2014. Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Madrid, Disponível em: <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/11/12/22/con>. Acesso em: 20 dez. 2018.

valorização, com uma estratégia de saída bem definida e, após certo prazo, a venda das participações adquiridas<sup>98</sup>.

Nos mercados em que a atividade já se encontra mais amadurecida, este tipo de investimento contribui para o financiamento de novas empresas, promove o empreendedorismo, fomenta a inovação e, por consequência, sustenta a geração de empregos e renda.

Sinteticamente, o investimento opera-se por meio de um complexo arranjo contratual e societário, permitindo o aporte de recursos em troca de uma participação minoritária em empreendimentos de elevado risco; após um período previamente acordado, dá-se a saída do capitalista de risco, regra geral via mercado de capitais, e a consequente recuperação do investimento. Os aportes financeiros são realizados em estágios pré-determinados e de acordo com a necessidade da sociedade<sup>99</sup>.

Conforme exposto por CHARLES R. KORSMO, o General Georges Doriot, co-fundador da *American Research & Development*, descreveu o capital de risco que por si foi estruturado nos moldes atualmente utilizados como tendo as seguintes características: ênfase em novas tecnologias, produtos e técnicas; participação ativa, por vezes mesmo controladora, do capitalista de risco na gestão efetiva da empresa; investimento em pessoas excepcionais (os empresários), pelo menos tanto como em planos de negócios excepcionais; investimento numa fase inicial de desenvolvimento, mas após a propriedade intelectual ter sido garantida; um horizonte temporal entre um ano ou dois e dez anos, seguido de uma "saída" através de uma oferta pública inicial de ações ou venda da totalidade da empresa; e investimentos em que o capitalista de risco pode acrescentar valor através de conhecimentos técnicos, financeiros e de gestão. Para além da citada descrição, o Autor acrescenta ainda mais três atributos à lista apresentada pelo General Doriot:

Primeiro, o financiamento de capital de risco tende a ser feito em “rodadas”, com capital adicional sendo aportado em estádios determinados, e pode variar consoante o tipo

---

<sup>98</sup> MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital?. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 16, n. 1, p. 45, 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=321962>. Acesso em: 10 abr. 2019. p.1.

<sup>99</sup> SCHAPIRO, Mario Gomes. **Banco de desenvolvimento, regulação e auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco**. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV), 2011. (FGV DIREITO SP - Artigos Acadêmicos). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/7965>. Acesso em: 20 mar. 2018. p.13.

de negócio que se está a financiar; inicia com o capital semente as rodadas intermediárias e, por fim, uma rodada de investimento do tipo *mezzanine* que tem por finalidade financiar a empresa até que o investidor possa sair e realizar o desinvestimento, seja por meio de uma oferta pública ou pela venda a terceiros.

Em segundo lugar, por projeto ou por acidente, o investimento em capital de risco tende a apresentar uma proposta de tudo ou nada, onde alguns investimentos geram enormes ganhos, e esses ganhos superam os insucessos, onde a empresa investida nunca é lucrativa e o capitalista de risco perde tudo ou a maior parte do investimento.

Por fim, o "capital" que financia o capital de risco tende a ser altamente concentrado. Empresas de capital de risco limitam o número de investidores para evitar uma regulamentação mais severa por parte das entidades reguladoras do mercado.<sup>100</sup>

Para ALDO FRIGNANI, o capital de risco, é o financiamento através da aquisição de uma participação em empresas novas, ou recém-criadas, com potencial de desenvolvimento ou crescimento, e com o intuito de desinvestir no médio ou longo prazo, lucrando com os ganhos advindos da venda dessas participações após a valorização da empresa. O potencial de desenvolvimento e os consequentes lucros estão atrelados à inovação que é colocada no mercado<sup>101</sup>.

De um lado, há o empreendedor que possui uma boa ideia de negócio, geralmente em áreas de tecnologia, mas não tem o capital suficiente para desenvolver o produto e/ou comercializá-lo, nem tampouco as habilidades e experiências necessárias para gerir uma empresa. Do outro lado, existe um capitalista de risco – um financista, uma pessoa física ou, mais frequentemente, uma empresa que agrupa, gerencia e representa poupadores individuais. O capitalista de risco, depois de avaliar a qualidade da ideia ou produto, decide financiar a empresa, adquirindo uma participação na sociedade já estabelecida, ou que será constituída, esperando lucrar não com os dividendos, mas com a venda da participação adquirida.

---

<sup>100</sup> KORSMO, Charles R.. Venture Capital and Preferred Stock. **Brooklyn Law Review**, New York, v. 78, n. 4, p.1163 - 1230, 2013. Disponível em: <http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/brklr78&collection=journals&id=1199&startid=&end=1266>. Acesso em: 16 out. 2018. p. 1169-1170.

<sup>101</sup> FRIGNANI, Aldo. **Venture Capital**. Torino: Utet, 1987. 29 p. (Estratto dall'Appendice del Novissimo Digesto Italiano). p. 3-5.

A definição trazida pelo Autor diz respeito às operações de *venture capital*. De acordo com a lógica do *private equity*, seria o investimento em negócios já consolidados; mas, sob a perspectiva das análises dos investidores, ele apresenta uma oportunidade de valorização nos anos subsequentes ao investimento.

Em Portugal, âmbito de atenção do presente trabalho, alguns autores avançaram com a delimitação do conceito de Capital de Risco. Destacamos os seguintes:

De acordo com DAMIÃO VELLOZO FERREIRA, que definiu a atividade sob a égide do Decreto-Lei nº 17/86, de 5 de fevereiro, é: “um meio de financiamento sob a forma de participação no capital próprio de novas sociedades ou de sociedades já existentes”<sup>102</sup>. O financiamento via participação no capital social caracteriza-se: (i) pela assunção da figura de parceiro do empresário por parte do investidor, se dispondo a correr os riscos da empresa e, como resultado, partilhar os riscos, seja nos ganhos ou nas perdas; (ii) por ser uma participação minoritária, pois o investidor não tem o intuito de dominar e nem de se envolver numa única empresa, o objetivo é conseguir uma mais valia no momento do desinvestimento; (iii) por ser uma participação de forma temporária, o lucro do investimento decorre das mais-valias resultantes da venda das participações societárias<sup>103</sup>.

Nas palavras de LUÍS TELES DE MENEZES LEITÃO, constitui um processo de financiamento através da dotação às empresas dos capitais próprios e necessários ao exercício da sua atividade, mediante a participação temporária e (normalmente minoritária) de investidores no seu capital. Caracteriza-se pelo fato de o investidor assumir altíssimos riscos com o investimento, ao aportar capitais em sociedades às quais, regra geral, não será assegurada a gestão, com o intuito de, ao lado do empresário dirigente, realizar avultados resultados de modo a compensar os riscos assumidos<sup>104</sup>.

Sinteticamente, para MARIA SILVA MONTEIRO “o capital de risco consiste simplesmente em disponibilizar recursos financeiros imediatos às empresas (*rectior*, às

---

<sup>102</sup> Ressalta-se que, hoje em dia, por força do artigo 3º Regime Jurídico do Capital de Risco, Lei nº 18/2015, de 4 de março, o investimento pode ser realizado via capitais próprios, ou pela utilização dos inúmeros instrumentos de capital alheio.

<sup>103</sup> FERREIRA, Damião Vellozo. **Sociedades de factoring; Sociedades de capital de risco**. Lisboa: Rei dos Livros, 1990. p. 56.

<sup>104</sup> LEITÃO, Luís Teles de Menezes. **Estudos de direito fiscal**. Coimbra: Almedina, 1999, p. 50 e ss..

peças colectivas) em contrapartida de participação temporária no capital social destas”<sup>105</sup>. Entretanto, não é só capital que é disponibilizado às empresas. O investimento em capital de risco não se resume apenas a disponibilização monetária, de modo a engordar os caixas das empresas. O investidor de capital de risco corre o risco da empresa junto com o fundador, aportando, além dos valores monetários, toda a expertise que possui para tornar a empresa próspera. No caso específico das *startups*, o investidor auxilia o fundador, o detentor do projeto, a estruturar a empresa e a torná-la lucrativa; a tirá-lo do papel e tornar o negócio rentável.

Desde a origem da atividade de capital de risco, não é só capital que é aportado às sociedades. Se assim fosse, a banca se bastaria como financiadora da atividade empresarial; mas quando há demasiados riscos, nem a banca nem os investidores tradicionais se mostram dispostos a corê-los. O que há de mais valorizado no investimento em capital de risco é a disponibilização da vivência empresarial que o investidor tem e de que deve dispor no auxílio da gestão do negócio. É o seu conhecimento negocial, a disponibilidade para gerir o negócio de modo conjunto, assumindo todos os riscos intrínsecos a atividade empresarial, que diferencia o investimento em capital de risco das outras modalidades de financiamento empresarial.

Esse é o entendimento mais corrente na doutrina. De acordo com PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, as operações de investimento em capital de risco caracterizam-se como a aquisição por um período de tempo limitado<sup>106</sup> de participações sociais na sociedade financiada, envolvendo além dos aportes de capitais, um aporte ao nível da gestão e a assunção do risco da empresa financiada. Essas operações têm por finalidade a valorização da sociedade financiada, para posterior alienação das participações sociais do investidor, que virá a ser remunerado pelo ganho das mais valias alcançadas com o desinvestimento<sup>107</sup>.

Compartilhando do mesmo entendimento, PAULO CÂMARA define o investimento em capital de risco como as operações de financiamento ou aquisição de empresa que

---

<sup>105</sup> MONTEIRO, Marisa Silva. Fontes Reais e Irreais de Funding Empresarial: Do mútuo aos Business Angels. *In*: BOTELHO, Maria de Deus. **Capitalização de empresas**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 85-125. p. 102.

<sup>106</sup> Saliente-se que a questão da temporalidade do investimento em capital era um imperativo legal. Hoje já não o é, após a alteração que o Regime Jurídico sofreu com o Decreto-Lei 56/2018, de 09 de julho de 2018, que será abordado de seguida.

<sup>107</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. *In*: ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p.158.

envolvem uma influência na gestão e a assunção do risco da empresa adquirida ou financiada tendo em vista a valorização e posterior alienação das participações detidas; envolvem também a prestação de serviços de assistência no aprimoramento, reorganização, promoção ou racionalização da estrutura e atividade empresária<sup>108</sup>.

Do mesmo modo, para ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, o capital de risco é a subscrição ou aquisição de participações sociais, de modo temporário, numa dada empresa em fase de instalação (aqui na vertente *venture capital*) ou de reestruturação (aqui se apresenta como *private equity*), financiando-a por meio das entradas realizadas, com o intuito de valorizar a empresa para posterior alienação das participações e, por consequência, obter as mais-valias<sup>109</sup>.

O sucesso do investimento dependerá do sucesso da própria empresa, e é justamente neste ponto que reside a diferença entre as outras formas de financiamento. Aqui não há, e nem pode haver, nenhuma garantia de retorno do capital investido, ao contrário do que ocorre com as modalidades de crédito tradicionais.

É, portanto, uma forma de investimento com alto grau de incerteza e altíssimo risco para o investidor, sendo pouco atrativo para o investidor tradicional, avesso aos altos riscos intrínsecos às operações desse tipo, com o propósito de financiar empresas com elevado potencial de crescimento e rentabilidade, dotando-as dos meios próprios de que necessitam, sem que com isso haja um aumento no seu endividamento<sup>110</sup>.

Nesse tipo de investimento busca-se não a maximização do valor por ação, mas sim elevar ao máximo o valor de mercado da empresa, para obter os maiores retornos financeiros através de uma das formas de desinvestimento pela venda das participações sociais adquiridas no momento do investimento.

Uma crítica a esse tipo de investimento foi proferida por ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, pois, na prática, essas operações operaram como um esquema de financiamento com mais um intermediário, porquanto exigiam aos empresários garantias

---

<sup>108</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 845.

<sup>109</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 71-72.

<sup>110</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015, p. 51-52.

pessoais para a possibilidade de reaverem o capital que subscreveram, com juros, desmerecendo deste modo a ideia de “risco” inerente à sua designação. Essa utilização subvertida do instituto, de acordo com o Autor dá uma “dimensão leonina”<sup>111</sup>.

Outros argumentos em desfavor do instituto foram apresentados por FRANCISCO BANHA, mesmo sendo o autor favorável a uma maior democratização do capital de risco. O ceticismo com relação ao capital de risco está atrelado ao fato de que os primeiros investimentos realizados utilizando esse instrumento financeiro foram feitos em empresas que se encontravam num estado financeiro precário. O investimento aplicado de forma errônea, junto de outros fatores – falta de tradição e experiência, existência de garantias de recompra, regulamentação legal e fiscal desadequada, peso do Estado, e a mentalidade portuguesa –, fez com que não ocorresse o devido desenvolvimento, face ao negativismo criado em relação ao setor. Contudo, o cenário está a mudar, havendo uma maior profissionalização do setor, com uma substituição da imagem de “hospital de empresas” para um parceiro ativo de negócios, envolvendo além da participação no capital a participação também na gestão da empresa investida<sup>112</sup>.

Tais críticas já não fazem mais sentido nos dias de hoje. O desenvolvimento do setor, com a conseqüente profissionalização dos capitalistas de risco fez com que alcançássemos os padrões internacionais na negociação dos investimentos. A atuação dos capitalistas de risco está hoje em consonância com a descrição trazida por PAUL ALAN GOMPERS, segundo a qual a atuação não se resume somente no aporte de capitais; ela também comporta a redução dos riscos dos empreendimentos, proporcionando uma maior perspectiva de sucesso. É essa a lógica porque, enquanto o empreendedor está atrelado às questões técnicas

---

<sup>111</sup> CORDEIRO, António Menezes. **Direito Bancário**. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 1307. Conforme salientado por Luciane Gorgulho, na perspectiva da experiência brasileira, a forma de financiamento tradicionalmente oferecida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, devido à exigência de garantias, não se mostrou a mais adequada para as empresas menores e que buscam a inovação; a implementação de um programa voltado para o financiamento, através de capital de risco, das pequenas e médias empresas (PME) de base tecnológica, o Contec/BNDES representou uma tentativa de oferecimento de uma alternativa de financiamento do processo de inovação. PINTO, Luciane F. Gorgulho. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p.151-184, jun. 1997. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev706.pdf](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev706.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018. p. 153.

<sup>112</sup> BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. **Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar**. Venda Nova: Bertrand Editora, 2000. p. 63 ss..

e de produção, o investidor contribuiu significativamente com sugestões e propostas em relação ao gerenciamento da empresa<sup>113</sup>.

Além da explicitada vocação como financiador dos primeiros estádios de vida de uma sociedade, o capital de risco pode também desempenhar um papel de extrema importância no campo da recuperação/reestruturação empresarial<sup>114</sup>. Em princípio, atuando como financiador da atividade empresarial, e injetando capitais próprios sem qualquer exigência de satisfação imediata dos valores investidos. Na recuperação empresarial, o capital de risco além de fornecer os capitais necessários, fornece acima de tudo, por conta da ingerência na gestão, credibilidade e confiança aos agentes envolvidos, através da coordenação da ação de todos os parceiros<sup>115</sup>.

As particularidades do investimento em capital de risco são, portanto, o fato de ser fundamentalmente um investimento de curto a médio prazo que se propõe à valorização da sociedade investida para ulterior venda das participações adquiridas com as mais-valias pelo incremento proporcionado pelo investimento.

Por fim, os investimentos em capital de risco apresentam, duas características básicas: do ponto de vista da empresa financiada (*venture-backed company*), representa uma fonte de financiamento e liquidez alternativa aos tradicionais empréstimos bancários; por parte dos capitalistas de risco, trata-se de um investimento de aquisição de participações sociais ou instrumentos de dívidas convertíveis, que lhe permitem intervir na estrutura societária, cabendo ao investidor contribuir para o aperfeiçoamento da gestão societária e a maximização do valor da empresa – incrementando, deste modo, os ganhos que serão obtidos no futuro desinvestimento<sup>116</sup>.

---

<sup>113</sup> GOMPERS, Paul Alan. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **The Journal Of Finance**, [s.l.], v. 50, n. 5, p.1461-1489, dez. 1995. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/2329323>. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2329323>. Acesso em: 10 fev. 2019.

<sup>114</sup> Para mais considerações acerca da utilização do capital de risco na reestruturação empresarial ver: SERRA, Catarina. Investimento de Capital de Risco na Reestruturação de Empresas. *In: IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2016. p. 321-359.

<sup>115</sup> RODRIGUES, Ana Maria; PASCOAL, Telmo Manuel Rebola. A Recuperação Empresarial: Capital de risco - Uma Solução? **Revista de Contabilidade e Comércio**, Porto, v. 57, n. 226, p.333-357, 2000. p. 350-351.

<sup>116</sup> SOARES, António de Almeida Ferreira. Breves Notas Sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, v. 15, p. 233-241, dez. 2002. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffASoares.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018. p. 233- 234.

### 2.3. FIGURAS PRÓXIMAS DO CAPITAL DE RISCO: A COMENDA E A ASSOCIAÇÃO EM PARTICIPAÇÃO

O capital de risco como forma de financiamento da atividade empresária pode ser visto como um avanço de instrumentos jurídicos já há muito conhecidos e utilizados no financiamento das atividades empresariais. Do mesmo modo que olhamos para trás e identificamos situações históricas como típicas operações de capital de risco, conseguimos olhar para alguns tipos contratuais típicos do tráfego comercial e aproximá-los de contratos de capital de risco.

Segundo PEDRO PAIS DE VASCONCELOS<sup>117</sup>, o investimento de capital de risco, busca inspiração na antiguidade e se assemelha à figura da comenda. As comendas, representavam essencialmente contratos nos quais o mercador obtinha capital através de financiadores para uma determinada empresa/empreitada e no final partilhava os lucros obtidos.

Podemos apontar similitudes entre as duas figuras, nomeadamente: quanto ao carácter temporário do investimento, à incerteza no que toca ao sucesso ou insucesso do negócio investido e, por fim, quanto ao retorno do investimento realizado no final.

Entretanto, existe uma clara diferença entre o investidor de capital de risco de hoje em dia e a figura do comendador de antigamente; enquanto este apenas fornecia os meios necessários à execução do projeto sem intervir diretamente na sua gestão, de modo diverso, aquele intervém diretamente na gestão da sociedade investida, aportando também aquilo que se convencionou chamar de *smart money*<sup>118</sup>.

Outra figura contratual que se assemelha ao capital de risco, como forma de financiar a atividade empresarial é o contrato de associação em participação<sup>119</sup>, regulado pelo Decreto-

---

<sup>117</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de. O Accionista de Capital de Risco. *In: II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 159.

<sup>118</sup> A expressão *smart money* refere-se aos aportes de capital acompanhados de aconselhamento na gestão, exigência de *governance* e acesso a canais de negócio que sozinho os empresários não conseguiriam sem o investimento realizado pelos capitalistas de risco. BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. *Revista de Direito das Sociedades*, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 593.

<sup>119</sup> Segundo Raul Ventura: “Parafrazeando um autor alemão, direi que o Contrato de associação em participação pode interessar aos contraentes por tantos motivos que nem faz sentido dar exemplos. Tratar-se-á sempre de aproveitar, em benefício directo duma ou de ambas as partes, a separação que o contrato produz entre as relações externas, concentradas no associante, e as relações internas entre os contraentes, além das vantagens que para estes possam apresentar os elementos típicos do contrato associativo, no qual, a meu ver,

Lei nº 231/81 de 28 de julho<sup>120</sup>. A associação em participação, numa longa evolução histórica a partir da comenda, pode ser definida como o contrato pelo qual uma pessoa se associa à atividade econômica exercida por outra pessoa, podendo a primeira participar nos lucros ou nos lucros e nas perdas que desse exercício resultar para a segunda. A participação nos lucros da atividade é relativa ao investimento realizado pelo associado.

Ou, como refere FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, há uma ligação entre o contrato de associação em participação e o capital de risco, sendo possível até asseverar que este é a versão dos novos tempos daquele, mesmo não o substituindo integralmente<sup>121</sup>.

O contrato de associação em participação implica a existência de pelo menos dois contratantes: um deles normalmente (mas não necessariamente) comerciante, que obtém o financiamento e mantém o exclusivo controle da sua atividade, sendo o único a surgir nas relações externas (associante) e (pelo menos um) outro, que não tem de exercer uma atividade comercial e realiza um investimento remunerado na atividade do primeiro (associado).

Ambos os contratos prestam a finalidade de serem modos de financiamento direto à empresa, sendo a principal diferença entre os dois tipos contratuais o fato de que na associação em participação, a não ser que haja expressa estipulação contratual, ao investidor não sejam garantidos os poderes de administração, como pode vir a ocorrer com o investimento em capital de risco. Até porque a associação em participação por se constituir de uma forma de cooperação empresarial, sem constituir uma nova sociedade e tão pouco possuir personalidade jurídica.

Do mesmo modo que ocorre com o investimento em capital de risco, na associação em participação o que se busca é o retorno do investimento feito. Contudo, diferentemente

---

este negócio se integra”. VENTURA, Raul. **Associação em Participação (Anteprojecto e Notas justificativas) Associação à quota (anteprojecto)**. Lisboa: Ministério da Justiça, 1970. 239 p. Separata do «Boletim do Ministério da Justiça» nº 189 e 190. p. 42-43.

<sup>120</sup> PORTUGAL. Decreto-lei nº 231, de 28 de julho de 1981. Estabelece o regime jurídico dos contratos de consórcio e de associação em participação. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/579479/details/normal?jp=true>. Acesso em: 05 out. 2017.

<sup>121</sup> SANTOS, Filipe Cassiano Nunes dos. **O Direito Comercial na actualidade e o sentido de um (novo) Código Mercantil**: dos mecanismos clássicos aos novos mecanismos e a persistência de um núcleo irredutível e alargado de mercantilidade – os Casos dos contratos de associação em participação e de capital de risco. 2016. 57 f. Sumário desenvolvido da Lição, apresentado no âmbito das provas para Atribuição do Título de Agregado - Curso de Direito, Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra, 2016. p. 13.

do que ocorre com o primeiro, neste não há o interesse de participar no exercício da atividade empresarial e tampouco na gestão da mesma; cabe ao associado impor regras rígidas de controle para não ver diluído nas mãos do empresário o investimento realizado, uma vez que não há a intenção de participar da estrutura empresarial. No caso do capitalista de risco, ao decidir financiar o projeto empresarial ele assume a posição de sócio e, no mais das vezes, exige por meio de cláusulas contratuais que terá o direito de exercer a gestão do negócio, mesmo detendo uma participação minoritária do capital social.

#### **2.4. EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL: DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO AO REGIME JURÍDICO DO CAPITAL DE RISCO.**

A legislação relativa ao capital de risco em Portugal percorreu um longo processo de evolução e amadurecimento, desde a inserção das sociedades de capital de risco (SCR's) pelo Decreto-Lei nº 17/1986, de 5 de fevereiro, para enfim chegar ao advento do Regime jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado, pela Lei nº 18/2015, de 4 de março, recentemente alterada pelo Decreto-Lei nº 56/2018, de 9 de julho<sup>122</sup>.

O capital de risco surge em Portugal por conta do enquadramento legal e a introdução da figura societária das sociedades de capital de risco pelo Decreto-Lei nº 17/1986, de 5 de fevereiro. O diploma legal veio a prescrever o objeto a ser perseguido, e também as operações permitidas e as vedadas de serem realizadas por aquelas. O principal objeto prescrito era o do apoio e promoção do investimento em inovação tecnológica em projetos ou empresas, através da participação temporária no respectivo capital social (artigo 1º, nº 1); acessoriamente, podiam prestar assistência na gestão das sociedades participadas (artigo 3º, nº 3).

Veio também dispor sobre os aspectos formais a serem respeitados para a constituição das sociedades de capital de risco (SCR's), tais como: o capital social mínimo,

---

<sup>122</sup> Para mais esclarecimentos quanto à evolução legislativa do capital de risco, ver: ATHAYDE, Augusto de; ATHAYDE, Augusto Albuquerque de; ATHAYDE, Duarte de. **Curso de Direito Bancário**: Vol. I. 2. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. p. 271-273; CORDEIRO, António Menezes. **Direito Bancário**. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 1305-1037; PINA, Carlos Costa. **Instituições e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2005. p. 436-437.

a sede, os objetos acessórios, a representação, entre outros. Estabelecia ainda, no artigo 15º, a aplicação subsidiária das normas relativas às sociedades de investimento.

Com esse diploma legal, a finalidade do legislador foi a de o utilizar como contributo importante para a modernização do mercado de capitais, e como instrumento de promoção do investimento em inovações tecnológicas e consequente criação de empregos. Para tanto, além de estabelecer o respectivo enquadramento legal da atividade de investimento, o legislador ainda ofereceu benefícios fiscais, como o incentivo econômico às Sociedade e Fundos de Capital de Risco<sup>123</sup>.

A essas operações inicialmente permitidas, em decorrência da alteração ao artigo 4º, pelo Decreto-Lei 111/89, de 13 de Abril<sup>124</sup>, alargou-se o âmbito de atuação com a possibilidade de as sociedades de capital de risco adquirirem créditos em empresas sujeitas a processos de reestruturação financeira, através da aquisição de créditos, por cessão ou sub-rogação, aos quais corresponda a emissão de títulos ou participações no capital das mesmas sociedades, ou de obrigações convertíveis em ações.

Com o Decreto-Lei n.º 187/91, de 17 de maio<sup>125</sup>, foi inserida no ordenamento nacional a figura dos fundos de investimento de capital de risco como um novo tipo de fundo de investimento mobiliário. Sendo caracterizado como um fundo fechado de investimento mobiliário, o seu património tem por fim o investimento na aquisição de participações no capital de sociedades não cotadas em bolsa de valores, com elevado potencial de crescimento e de valorização.

Com a inserção da figura dos fundos de investimento em capital de risco, passou-se de uma realidade em que o investimento era realizado apenas por organismos sob a forma societária para o investimento realizado por organismos de investimento sob a forma contratual: os fundos de capital de risco<sup>126</sup>.

---

<sup>123</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 76.

<sup>124</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei n.º 111, de 13 de abril de 1989. Altera uma disposição do Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, relativo às sociedades de capital de risco. Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/615462>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>125</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei n.º 187, de 17 de maio de 1991. Cria os fundos de investimento de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/187/1991/05/17/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>126</sup> VIEIRA, Ana Isabel. Conflitos de Interesse e Capital de Risco. **Revista de Direito Civil**, Coimbra, Ano II, n. 4, p.1021-1048, 2017. p. 1026-1027.

A esse regramento inicial seguiu-se o Decreto-Lei n.º 433/1991, de 7 de novembro<sup>127</sup>, que procedeu à unificação dos regimes das sociedades de capital de risco (SCR's) e das sociedades de fomento empresarial, que as integrou como uma subcategoria daquelas, até então consideradas como um tipo autónomo de sociedade financeira<sup>128</sup>.

Na sequência, o Decreto-Lei n.º 175/1994, de 27 de junho<sup>129</sup>, veio adaptar o regime das sociedades de capital de risco, por conta da adoção do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei 298/1992, de 31 de dezembro<sup>130</sup>. Tais alterações versaram sobre aspectos formais a serem observados na constituição das sociedades de capital de risco<sup>131</sup>.

Visando acompanhar a evolução do setor, o Decreto-Lei n.º 230/1998, de 22 de julho<sup>132</sup>, teve por intento alterar alguns aspectos do enquadramento da atividade das sociedades de capital de risco, dotando-as de instrumentos financeiros mais eficazes e diversificados de atuação, com a finalidade de otimizar o êxito das operações desenvolvidas.

Logo de seguida, o Decreto-Lei n.º 58/1999, de 2 de março<sup>133</sup>, buscou consagrar um regime próprio para os fundos de investimento de capital de risco (FCR's), afastando a aplicação subsidiária das normas gerais relativas à constituição e funcionamento dos fundos de investimentos mobiliários. Essa aplicação subsidiária conduzia, em alguns casos, a uma regulação excessiva; em outros, apresentava soluções que se foram revelando incompatíveis com o exercício da atividade. Procedeu o legislador no intento de reduzir o grau de

---

<sup>127</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei n.º 433, de 07 de novembro de 1991. Funde os regimes jurídicos das sociedades de capital de risco (Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro) e das sociedades de fomento empresarial (Decreto-Lei n.º 248/88, de 15 de Julho). Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/433/1991/11/07/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>128</sup> LEITÃO, Luís Teles de Menezes. **Estudos de direito fiscal**. Coimbra: Almedina, 1999, p. 54.

<sup>129</sup> PORTUGAL. Decreto-lei n.º 175, de 27 de junho de 1994. Altera o Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro (funde os regimes jurídicos das sociedades de capital de risco e das sociedades de fomento empresarial). Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/175/1994/06/27/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>130</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei n.º 298, de 31 de dezembro de 1992. Aprova o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/298/1992/12/31/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>131</sup> Para melhor análise do momento legal reportado, ver: VEIGA, Vasco Soares da. **Direito Bancário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 1997. p. 181-185.

<sup>132</sup> PORTUGAL. Decreto-lei n.º 230, de 22 de julho de 1998. Altera o Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, diploma que rege a actividade das sociedades de capital de risco e de fomento empresarial. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/230/1998/07/22/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>133</sup> PORTUGAL. Decreto-lei n.º 58, de 02 de março de 1999. Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/58/1999/03/02/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

regulamentação legal e, por decorrência, possibilitou uma flexibilização da atividade. Com isso, os fundos passaram a poder estabelecer as regras de funcionamento nos regulamentos de gestão, desde que compatíveis com os limites prescritos pela legislação. Ao mesmo tempo que afastou a aplicação subsidiária da regra geral dos fundos de investimento, o legislador entendeu por bem partilhar o presente regime com os fundos de internacionalização empresarial, tendo estes passado a uma categoria especial.

Face à evolução do mercado de capital de risco, o Decreto-Lei nº 319/2002, de 28 de dezembro<sup>134</sup>, veio a proceder à revisão do regime jurídico do capital de risco, apresentando um novo quadro legal e fiscal para a atividade, necessário para a modernização da economia portuguesa. Foram reforçados os poderes das entidades gestoras dos fundos de capital de risco em matéria de gestão dos referidos fundos, tornando tal regime mais próximo do existente em outras jurisdições onde a atividade dos fundos de capital de risco se encontra mais desenvolvida<sup>135</sup>.

As alterações dignas de nota foram: (i) simplificação no processo de constituição das sociedades de capital de risco; (ii) supressão da distinção que havia entre sociedades de capital de risco e sociedades de fomento empresarial; (iii) redução do montante mínimo para o capital social das sociedades de capital de risco; (iv) desqualificação das sociedades de capital de risco como sociedades financeiras, posto que deixam de estar autorizadas à prática de atividades exclusivas de instituições de crédito e sociedades financeiras e, seguindo o que já sucede em outros países europeus, passam unicamente a estar sujeitas a registro junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)<sup>136</sup>; (v) redução das proibições a que estão adstritas as sociedades de capital de risco, ao mínimo indispensável, com a finalidade

---

<sup>134</sup> PORTUGAL. Decreto-lei nº 319, de 28 de dezembro de 2002. Altera o regime jurídico das sociedades de capital de risco e de fomento empresarial, constante do Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, e o regime jurídico dos fundos de capital de risco, constante do Decreto-Lei n.º 58/99, de 2 de Março. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/319/2002/12/28/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>135</sup> Para mais esclarecimentos, ver: SOARES, António de Almeida Ferreira. Breves Notas Sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, v. 15, p.233-241, dez. 2002. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffASoares.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018.

<sup>136</sup> De acordo com Paulo Câmara, embora até ao ano de 2002 elas fossem qualificadas como sociedade financeira, tal denominação não se tornou favorável, por impor um sobrepeso excessivo na disciplina do capital de risco. CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p.852.

de assegurar que se concentrem na prossecução da atividade para que foram constituídas; (vi) unificar o regime dos fundos de capital de risco nesse mesmo diploma legal<sup>137</sup>.

Além das citadas alterações, o regime jurídico dos fundos de capital de risco foi substancialmente alterado. O diploma legal estabeleceu dois tipos distintos de fundo de capital de risco, classificados em função dos respectivos destinatários: fundos de capital de risco cujas unidades de participação destinadas à comercialização unicamente junto de investidores institucionais qualificados (FIQ); e fundos de capital de risco com as unidades de participação destinadas à comercialização junto do público (FCP).

Para os primeiros foi estabelecido que: as unidades de participação são representadas através de títulos de crédito nominativos, designados como certificados; a constituição dos fundos depende apenas de registro junto à CMVM. Com relação aos fundos de capital de risco que tem por destino a comercialização junto do público (FCP), as unidades de participação foram consideradas como valores mobiliários suscetíveis de negociação em mercados organizados e, para a sua constituição necessária a obtenção de autorização da CMVM, além de ser necessária a elaboração de um prospecto contendo informação detalhada sobre cada fundo e respectiva entidade gestora. Outra particularidade é que os fundos destinados à comercialização junto do público, por necessidade de proteção dos adquirentes, a constituição e gestão obrigatoriamente ficava a cargo das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário ou instituições de crédito.

O Decreto-Lei nº 151/2004, de 29 de Junho<sup>138</sup>, dois anos após a introdução do novo regime, veio incorporar novas alterações, visando sobretudo flexibilizar o enquadramento dos fundos de capital de risco (FCR's) para investidores qualificados; harmonizar os regimes dos fundos de capital de risco (FCR's) e das sociedades de capital de risco (SCR's); e clarificar o poder de supervisão da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM), em especial sobre as sociedades de capital de risco (SCR's). A referida legislação teve por

---

<sup>137</sup> Para mais considerações acerca dessas alterações, verificar: SOARES, António de Almeida Ferreira. Breves Notas Sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, v. 15, p.233-241, dez. 2002. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffASoares.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018.

<sup>138</sup> PORTUGAL. Decreto-lei nº 151, de 29 de junho de 2004. Altera o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, que disciplina a constituição e actividade das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/151/2004/06/29/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

intento simplificar os correspondentes procedimentos, sobretudo para evitar a duplicação de custos e a heterogeneidade das condições de exercício da atividade de capital de risco.

As alterações introduzidas nos anos de 2002 e 2004 pretenderam dinamizar o setor. Deste modo, criou-se uma nova regulamentação, que se traduziu na simplificação dos procedimentos com a desburocratização da constituição e funcionamento das estruturas institucionais de capital de risco.

No ano de 2006, no prosseguimento da transposição da Directiva nº 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, e da Directiva nº 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, o Decreto-Lei nº 52/2006, de 15 de Março<sup>139</sup> procedeu à alteração dos artigos 42º e 46º do regime jurídico vigente, respectivamente, no tocante à subscrição pública das unidades de participação e, quanto à emissão de unidades de participação por fundos de capital de risco qualificados, que passa a ser aprovada junto com a emissão da concessão de funcionamento do fundo qualificado.

A grande transição no regime do capital de risco, desde a criação no ano de 1986, ocorreu com o Decreto-Lei nº 375/2007, de 8 de novembro<sup>140</sup>, que trouxe relevantes alterações ao regime jurídico do capital de risco, com maior destaque para a introdução e regulamentação da figura dos *business angels*, entre nós, os Investidores de Capital de Risco (ICR's); bem como a inclusão da figura das Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco (SGFCR's), que tem objeto exclusivo a gestão de Fundos de Capital de Risco (FCR).

Acarretou também significativas modificações no tocante aos limites mínimos de capital social das sociedades de capital de risco (SCR's), e tratou de desburocratizar matérias

---

<sup>139</sup> PORTUGAL. Decreto-lei nº 52, de 15 de março de 2006. Altera o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, que disciplina a constituição e actividade das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/52/2006/03/15/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>140</sup> PORTUGAL. Decreto-lei nº 375, de 08 de novembro de 2007. Regula o exercício da actividade de investimento em capital de risco através de sociedades de capital de risco, de fundos de capital de risco ou de investidores em capital de risco e revoga o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/375/2007/11/08/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

relacionadas com os veículos de investimento em capital de risco, exigindo um único ato de registro para o início de atividade de qualquer entidade de capital de risco.

Procedeu ainda à supressão da distinção, até então vigente, no que toca aos fundos de capital de risco, que antes eram classificados em função do tipo de investidor que poderia adquirir as unidades de participação.

Atualmente, a atividade de capital de risco encontra-se regulada pelo Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Alternativo Especializado (RJCR), Lei n.º 18/2015, de 4 de março, alterada pelo Decreto-Lei n.º 56/2018, de 9 de julho. E é o Regulamento da CMVM n.º 3/2015, de 15 de outubro, sobre Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Alternativo Especializado, o diploma normativo que desenvolve o regime trazido pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março.

O Regulamento CMVM n.º 3/2015<sup>141</sup> traz, nomeadamente, as regras que regem os aspectos do investimento em capital de risco, sobre a avaliação dos ativos, a constituição dos patrimônios, a comercialização (quem é considerado investidor qualificado, como ser investidor qualificado a pedido, entidades comercializadoras de unidades de participação, comercialização junto de investidores não qualificados) e a informação<sup>142</sup>.

Contudo, antes de nos adentrarmos na análise do diploma legal vigente, convém observar o enquadramento comunitário do tema, posto que as instituições comunitárias cada vez mais têm envidado esforços para harmonizar as diversas regulamentações e apresentar soluções e reformas para que de fato se estabeleça um mercado de capital de risco único.

E, por conta dessa diligente atuação da Comissão, são transpostas para o ordenamento interno as Diretivas 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho<sup>143</sup>, relativas aos gestores de fundos de investimento alternativos (DGFIA), a

---

<sup>141</sup> COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Regulamento n.º 3, de 15 de outubro de 2015. Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Alternativo Especializado. Lisboa, Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Documents/20151015-RegulamentoCMVM-3-2015.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>142</sup> MARTINS, Alexandre de Soveral. Sociedades de empreendedorismo social e fundos de empreendedorismo social: a Lei 18/2015, de 4 de Março. **Cooperativismo e Economía Social**, Vigo, n. 38, p.375-386, 2015-2016. p. 378.

<sup>143</sup> UNIÃO EUROPEIA. Diretiva n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, de 8 de junho de 2011. Relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Directivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>. Acesso em: 10 fev. 2018.

Diretiva 2013/14/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013<sup>144</sup>, que asseguram a execução, na ordem jurídica interna, do Regulamento (UE) n° 345/2013, do Parlamento e do Conselho, de 17 de abril<sup>145</sup>, e também o Regulamento (UE) 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril<sup>146</sup>. Procede-se assim à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de capital de risco e, por consequência, à aprovação do Regime Jurídico do Capital de Risco.

#### **2.4.1. O Enquadramento Comunitário**

A Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, doravante designada DGFIA, estabelece o quadro geral relativo à autorização de funcionamento, atividade e transparência da atuação dos gestores de fundos de investimento, e o Regulamento n° 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho é responsável pelo estabelecimento dos requisitos e condições quanto ao uso da denominação “EuVECA”, a qual caracteriza especificamente as entidades gestoras de fundos europeus de capital de risco.

O Regime introduzido pela DGFIA, surge no contexto de uma maior regulação para os fundos de investimento pós-crise financeira. Estabelece um regramento harmonizado no âmbito comunitário, no que concerne ao regime de autorização, funcionamento e supervisão dos gestores de fundo de investimento alternativo (GFIA) que gerem e/ou comercializem fundos de investimentos alternativos (FIA) na União Europeia, não qualificados como OICVM’s, e que não estejam sob o regramento da Diretiva 2009/65/CE, incluindo assim as

---

<sup>144</sup> UNIÃO EUROPEIA. Diretiva n° 2013/14/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, de 21 de maio de 2013. Que altera a Diretiva 2003/41/CE relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais, a Diretiva 2009/65/CE que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) e a Diretiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos no que diz respeito à dependência excessiva relativamente às notações de risco. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013L0014>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>145</sup> UNIÃO EUROPEIA. Regulamento n° 345/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013. Relativo aos fundos europeus de capital de risco. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013L0014>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>146</sup> UNIÃO EUROPEIA. Regulamento n° 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013. Relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX:32013R0346>. Acesso em: 10 fev. 2018.

entidades gestoras de fundos de capital de risco (*venture capital e private equity*), *hedge funds* e fundos imobiliários<sup>147</sup>.

O alvo de regulação da DGFIA são os gestores dos fundos de investimento alternativo, e não os fundos em si; esses continuam a ser objeto de regulação pelos estados-membros. Isso porque, até então, a liberdade de atuação dos gestores de fundos de investimento alternativo era relativamente grande, e os riscos a que estão expostos e os danos que porventura podem causar são grandes – vejam-se, por exemplo, os danos sistêmicos causados com a crise que afetou o sistema financeiro no início do século XX<sup>148</sup>.

Veio, ainda, criar um regime de passaporte europeu permitindo que um gestor de fundo de investimento alternativo (GFIA) autorizado num Estado-membro possa vir a comercializar e gerir fundos de investimento alternativo (FIA's) em qualquer outro Estado-Membro mediante a simples notificação às autoridades competentes, aplicando-se tal regime também ao capital de risco.

O Regulamento (UE) nº 345/2013 veio a introduzir a designação “EuVECA” para os fundos de capital de risco. Trata-se de um passaporte europeu em moldes semelhantes ao introduzido pela DGFIA, que permite aos fundos de capital de risco comercializarem os seus fundos e angariarem capital no mercado interno.

Trata-se de uma alternativa ao rigoroso regime imposto pela DGFIA, posto que os investimentos realizados via capital de risco são em valores menores aos aplicados por outros tipos de fundos, numa base mais alargada de sociedades, e é reduzido o risco de que venham a causar danos sistêmicos na economia, como os ocorridos na década anterior à regulamentação imposta pela DGFIA.

O objetivo de estabelecer um regramento comum para os fundos de capital de risco, de acordo com o Considerando (13), “consiste em apoiar o crescimento e a inovação nas pequenas e médias empresas (PME) da União. Investimentos em empresas em carteira

---

<sup>147</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 79.

<sup>148</sup> MARTINS, Alexandre de Soveral. DGFIA, Hedge Funds e Governação das Sociedades Anónimas. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, v. 18, n. 9, p.121-154, nov. 2017. Semestral. p. 133-134.

elegíveis estabelecidas em países terceiros podem canalizar mais capital para fundos de capital de risco qualificados e beneficiar assim as PME da União”<sup>149</sup>.

Para receber a qualificação “EuVECA”, os fundos de capital de risco devem, primeiramente, amoldar-se ao regime de um fundo de investimento qualificado<sup>150</sup> e cumprir com os requisitos estipulados no Capítulo II do referido Regulamento.

#### **2.4.2. O Regime Jurídico do Capital de Risco – Lei nº 18/2015.**

Feita a análise legislativa, importa agora observar quais as relevantes inovações introduzidas pelo legislador e o que difere do regime anterior no que concerne ao capital de risco, posto que a presente lei introduz outras categorias de investimento.

O Regime Jurídico atual, recentemente alterado pelo Decreto-Lei nº 56/2018, de 09 de julho, insere no ordenamento jurídico, sujeitando à sua disciplina e regramento, três diferentes atividades de investimento: em capital de risco, em empreendedorismo social, e o investimento especializado.

De início, convém observar a novidade trazida pelo RJCR no que toca à inserção dos fundos de capital de risco europeus, designados pela sigla EuVECA, na alínea d), Artigo 1º, do RJCR, como um organismo de investimento em capital de risco. Os outros tipos de investidores em capital de risco, já anteriormente previstos, foram mantidos, quais sejam: as sociedades de capital de risco (SCR’s) e as suas qualificações; os fundos de capital de risco

---

<sup>149</sup> Considerando (13), do Regulamento (UE) N° 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia. UNIÃO EUROPEIA. Regulamento n° 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013. Relativo aos fundos europeus de capital de risco. Estrasburgo, Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CE LEX:32013L0014](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CE%20LEX%3A32013L0014). Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>150</sup> Os fundos de capital de risco qualificados são aqueles que se estabelecem de acordo com a alínea b), do artigo 3º do Regulamento (UE) n° 345/2013:

“Artigo 3º.

Para efeitos do presente regulamento, entende-se por:

b) «Fundo de capital de risco qualificado»: um organismo de investimento coletivo que: i) tencione investir pelo menos 70 % do total das suas entradas de capital e do seu capital subscrito não realizado em ativos que constituem investimentos elegíveis, calculados na base dos montantes investíveis após dedução de todos os custos relevantes, disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa, dentro do prazo previsto no seu regulamento interno ou nos seus documentos constitutivos, ii) não utilize mais de 30 % do total das suas entradas de capital e do seu capital subscrito não realizado na aquisição de ativos que não sejam investimentos elegíveis, calculados na base dos montantes investíveis após dedução de todos os custos relevantes, disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa, iii) esteja estabelecido no território de um Estado-Membro”. UNIÃO EUROPEIA. Regulamento n° 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013. Relativo aos fundos europeus de capital de risco. Estrasburgo, Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CE LEX:32013L0014](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CE%20LEX%3A32013L0014). Acesso em: 10 fev. 2018.

(FCR's); e os investidores de capital de risco, que na terminologia corrente são denominados de *businesses angels*. Para o exercício da atividade de investimento é obrigatório o registro junto à CMVM, nos termos de quanto disposto no artigo 7º do RJCR.

No que concerne às sociedades de capital de risco (SCR's), o legislador, ainda que tenha mantido boa parte do regime anterior, optou por lhes alargar o objeto social. Além da atividade de investimentos em capital de risco, elas podem agora gerir Fundos de Investimento Alternativo Especializado (FIAE's), e também Fundos de Empreendedorismo Social (FES's). Estabeleceu também a possibilidade de comercialização na União Europeia de fundos de capital de risco e de fundos de empreendedorismo social, com as designações "EuVECA" e "EuSEF", respectivamente, prevendo para o efeito um regime de passaporte<sup>151</sup>.

A vantagem da qualificação de um FCR como EuSEF e/ou EuVECA traduz-se na possibilidade da respectiva comercialização em outros Estados Membros, ao abrigo do regime vertido nos respectivos Regulamentos<sup>152</sup>.

Outra alteração digna de nota diz respeito à redução do capital social mínimo das sociedades de capital de risco (SRC's) para os €125.000<sup>153</sup>. Anteriormente, as entradas dos sócios deveriam garantir um capital social mínimo de €750.000, caso a sociedade realizasse o investimento por conta própria; ou então €250.000, caso o objeto da sociedade de capital de risco (SCR) consistisse exclusivamente na gestão de fundos de capital de risco (FCR's).

Entretanto, por conta da redução do capital social há a previsão de uma obrigação de constituição de fundos próprios a depender do valor líquido global das carteiras sob gestão, nos termos do artigo 12º. Se, porventura, o valor líquido global das carteiras sob gestão das sociedades de capital de risco (SRC's) ultrapassarem os € 250.000.000, estas estão obrigadas a constituir fundos próprios de valor igual a 0,02% do montante em que o valor líquido

---

<sup>151</sup> PLMJ Sociedade de Advogados, RL. **Novo Regime do Capital De Risco**. Disponível em: <https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2015/Marco/Novo-Regime-do-Capital-de-Risco-Mercado-de-Capitais.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>152</sup> BENTO, André Fernandes. **Novo Regime do Capital de Risco Parte II – Novos Tipos de OICs**. 2015. Disponível em: [https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Destaque\\_Capital\\_de\\_Risco\\_-\\_II\\_OICs.pdf](https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Destaque_Capital_de_Risco_-_II_OICs.pdf). Acesso em: 15 fev. 2018.

<sup>153</sup> De acordo com o número 3, do artigo 11º do Regime Jurídico do Capital de Risco, Lei nº 18, de 04 de março de 2015. Disponível em: [https://dre.pt/home/-/dre/66655590/details/maximized?p\\_auth=mZetOQ4D](https://dre.pt/home/-/dre/66655590/details/maximized?p_auth=mZetOQ4D). Acesso em: 25 fev. 2018.

global das carteiras sob gestão exceda esses € 250.000.000, de acordo com o artigo 12º do Regime Jurídico do Capital de Risco<sup>154</sup>.

Seguramente, a maior inovação trazida pelo diploma legal diz respeito à previsão de dois regimes para as entidades que exercem a atividade de capital de risco: um simplificado, que está disposto entre os artigos 6º e 43º, do Regime Jurídico do Capital de Risco; e um qualificado, para as entidades que não se enquadrem neste, previsto no artigo 44º e seguintes. O critério de distinção entre os regimes está atrelado à quantidade de ativos sob gestão.

O regime simplificado é aplicável às sociedades que detenham ativos sob gestão que não excedam no total o limiar de 100 milhões de euros adquiridos através de recurso ao efeito de alavancagem<sup>155</sup>, ou 500 milhões de euros, quando as carteiras não incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem e em relação às quais não existam direitos de reembolso que possam ser exercidos durante um período de cinco anos a contar da data do investimento inicial<sup>156</sup>.

De acordo com o disposto no nº 1, do artigo 6º do RJCR, estão sujeitas ao regime simplificado as sociedades de capital de risco (SCR's) e fundos de capital de risco (FCR's) sob gestão daquelas, bem como os investidores em capital de risco ("ICRs"). Este regime apresenta poucas diferenças em relação ao regime anterior, sendo permitido às sociedades de capital de risco (SCR's) a atividade de investimento direto próprio em capital de risco (CR), além da gestão de outros organismos de capital de risco (CR).

Por imposição do nº 4, do artigo 6º, do RJCR, caso a sociedade de capital de risco tenha sob gestão ativos que excedam os limites estabelecidos no nº 2, do artigo 6º, do RJCR,

---

<sup>154</sup> BENTO, André Fernandes. Novo Regime do Capital de Risco Parte I – Regime Simplificado. 2015. Disponível em: [https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Novo\\_Regime\\_do\\_Capital\\_de\\_Risco\\_I\\_II\\_RRC.pdf](https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Novo_Regime_do_Capital_de_Risco_I_II_RRC.pdf). Acesso em: 15 fev. 2018.

<sup>155</sup> De acordo com o nº 3, do artigo 6º, do Regime Jurídico do Capital de Risco, “considera-se existir efeito de alavancagem quando a posição em risco da carteira própria ou dos fundos em capital de risco é aumentada por qualquer método, seja através da contração de empréstimos em numerário ou em valores mobiliários, do recurso a posições sobre derivativos ou por qualquer outro meio”. Lei nº 18, de 04 de março de 2015. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/lei/18/2015/03/04/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 set. 2017. No mesmo sentido, alínea v, do nº 1, do artigo 4º, da Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho De 2011, Relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos.

<sup>156</sup> PINTO, Tomás Vaz; AMARO, Ricardo Andrade. **Alterações Ao Regime Jurídico Do Investimento Em Capital De Risco**. 2015. Disponível em: [https://www.mlgt.pt/xms/files/Publicacoes/Newsletters\\_Boletins/2015/Alteracoes\\_ao\\_Regime\\_Juridico\\_do\\_Investimento\\_em\\_Capital\\_de\\_Risco.pdf](https://www.mlgt.pt/xms/files/Publicacoes/Newsletters_Boletins/2015/Alteracoes_ao_Regime_Juridico_do_Investimento_em_Capital_de_Risco.pdf). Acesso em: 10 fev. 2018.

deverá comunicar à CMVM assim que extrapolar o citado limiar, e regularizar tal situação no prazo de 30 dias.

Caso opte a sociedade de capital de risco (SCR) por não regularizar a situação no prazo estabelecido, estará então, de acordo com o nº 5, do artigo 6º, do RJCR, sob a égide de um regramento mais rigoroso no que toca às regras de autorização, funcionamento, transparência e supervisão<sup>157</sup>. Deste modo, no prazo de 30 dias contados da data em que excedeu os limiares, deve a sociedade apresentar junto da CMVM um pedido de autorização para operar como (i) sociedade gestora de fundos de capital de risco (SGFCR); ou como (ii) sociedade de investimento em capital de risco (SICR). Os dois tipos societários diferem, pois o objeto social das primeiras limita-as à gestão de organismos de investimento em capital de risco; já quanto às segundas, o objeto social é limitado à realização de investimento em capital de risco.

As sociedades de capital de risco sujeitas ao regime simplificado possuem objeto social amplo, isto é, podem acumular as atividades de gestão de carteira própria (gestão interna) e de gestão de fundos de capital de risco (FCR) (gestão externa).

As sociedades que estão sujeitas ao regime qualificado possuem, por norma, objeto único, qual seja a realização de investimentos em capital de risco por carteira própria, vedando-se portanto que essa atividade acumule com a gestão de fundos de capital de risco; além de estarem sujeitas a um regime mais exigente do que as outras, quanto à autorização, funcionamento, transparência e supervisão, especialmente no tocante às regras de avaliação de ativos, política de conflito de interesses, política de remuneração, regras de subcontratação, nomeação de depositários e deveres de transparência e reporte.

O início do exercício da atividade em capital de risco depende de registro prévio junto à CMVM, que exige a apresentação e comprovação de extensa lista de requisitos, nos termos do nº 1, do artigo 7º. No que toca às sociedades gestoras de fundos de capital de risco (SGFCR) e às sociedades de investimento em capital de risco (SICR), o nível de exigências

---

<sup>157</sup> PINTO, Rita Oliveira. **Novo Regime do Capital de Risco Parte III – Regime Complexo**. 2015. Disponível em: [https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Novo\\_Regime\\_do\\_Capital\\_de\\_Risco\\_I\\_II\\_RRC.pdf](https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Novo_Regime_do_Capital_de_Risco_I_II_RRC.pdf). Acesso em: 15 fev. 2018.

a serem cumpridas é notadamente maior, e a constituição destas depende de autorização prévia da CMVM<sup>158</sup>.

Por fim, outra novidade digna de nota, diz respeito ao fato de o n.º 1 do artigo 25 do RJCR permitir expressamente que os fundos de capital de risco geridos por sociedades de capital de risco sejam divididos em compartimentos patrimoniais autónomos, designados de “subfundos”. Deste modo, apesar de o fundo de capital de risco ser administrado por um único regulamento de gestão, cada um destes compartimentos terá autonomia patrimonial e, por consequência, estará sujeito a uma política de investimento diferente, bem como a avaliações autónomas com base no seu valor líquido global. Os participantes poderão subscrever categorias de unidades de participação referentes a cada um dos compartimentos do FCR, sendo também possível estabelecer no regulamento de gestão as condições aplicáveis à transferência das unidades de participação entre esses compartimentos.

Além de toda a legislação acima citada, cabe ressaltar que outros diplomas legais são aplicáveis, mesmo que de forma subsidiária, à atividade de investimento em capital de risco.

Primeiramente, convém destacar a observância das normas inscritas no Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente, a alínea *f*), do número 1, do artigo 30.º, que qualifica as entidades de capital de risco como investidores qualificados e, também, a alínea *h*), do número 1, do artigo 359.º, que dispõe estarem sujeitas à supervisão da CMVM os capitalistas de risco.

Destaca-se, ainda, a aplicação das normas que regem as sociedades no geral e, principalmente, as que se referem à constituição das sociedades, pois as sociedades de capital de risco devem imperativamente adotar o tipo de sociedade anónimas; ou, relativamente aos investidores de capital de risco que devem constituir uma sociedade por quotas unipessoal para poder atuarem no mercado, bem como o preceito relativo aos acordos parassociais que, intrinsecamente, estão ligados ao investimento em capital de risco<sup>159</sup>.

---

<sup>158</sup> A lista de exigências a serem cumpridas está disponível no site da CMVM no seguinte endereço: <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/DossierDeRegisto/InvestimentoColectivo/Documents/Autoriza%C3%A7%C3%A3o%20para%20constitui%C3%A7%C3%A3o%20de%20SGFCR.pdf> Acesso em 28 de jun. 2018.

<sup>159</sup> Corroborando a questão de as sociedades de capital de risco serem sociedades comerciais: FERREIRA, Damião Vellozo. **Sociedades de factoring ; Sociedades de capital de risco**. Lisboa: Rei dos Livros, 1990. p.65-66.

No que toca aos contratos que irão constituir a relação de investimento são aplicadas as normas relativas aos contratos comerciais e, conseqüentemente, o Código Comercial; no silêncio deste, aplicam-se as regras do Código Civil.

O Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), aprovado pela Lei nº 16/2015, de 24 de fevereiro<sup>160</sup>, será aplicado de modo subsidiário se, porventura, as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário gerirem acessoriamente nos termos do nº 6 do artigo 68º organismos de investimento em capital de risco<sup>161</sup>.

## **2.5. OS ORGANISMOS DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO: OS CAPITALISTAS DE RISCO.**

O Regime Jurídico do Capital de Risco prevê, nas alíneas *a*) a *e*), do Artigo 1º, as entidades e os organismos a que é permitido exercer a atividade de investimento em capital de risco: *(i)* as sociedades de capital de risco (SCR's)<sup>162</sup>; *(ii)* sociedades gestoras de fundo de capital de risco (SGFCR's); *(iii)* sociedades de investimento em capital de risco (SICR's); *(iv)* fundos de capital de risco (FCR's) e, por fim, *(v)* os investidores em capital de risco (ICR's), são os organismos de investimento em capital de risco (OICR's).

Com esse novo Regime, procedeu-se à unificação sob um mesmo conceito de organismos de capital de risco, quer tenha base societária – as sociedades de capital de risco, como também os de base contratual – fundos de capital de risco<sup>163</sup>. Por conta do número 2,

---

<sup>160</sup> PORTUGAL. Lei nº 16, de 24 de fevereiro de 2015. Transpõe parcialmente as Diretivas n.os 2011/61/UE e 2013/14/UE, procedendo à revisão do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo e à alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e ao Código dos Valores Mobiliários. Lisboa, Disponível em: [https://dre.pt/home/-/dre/66581992/details/maximized?p\\_auth=dM2I2R7s](https://dre.pt/home/-/dre/66581992/details/maximized?p_auth=dM2I2R7s). Acesso em: 10 out. 2018.

<sup>161</sup> Neste sentido, CORDEIRO, António Barreto Menezes. O Depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo. In: CÂMARA, Paulo. **O Novo Direito do Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 281-295. (Governance Lab). p. 285. É de salientar ainda a previsão de aplicação do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), aprovado pela Lei nº 16/2015, no tocante aos investimentos em capital de risco no nº 4, do art. 46, Regime Jurídico de Capital de Risco.

<sup>162</sup> No que concerne às sociedades de capital de risco e às outras formas em que elas podem ser constituídas, opta-se por unificar a exposição sob o desígnio de sociedade de capital de risco, pois partilham do mesmo regime com algumas poucas especificidades como já retratado no item 2.4.2.

<sup>163</sup> VIEIRA, Ana Isabel. Conflitos de Interesse e Capital de Risco. **Revista de Direito Civil**, Coimbra, Ano II, n. 4, p.1021-1048, 2017. p. 1030.

do artigo 3º do RJCR, são considerados organismos de investimento alternativo fechados, designados como organismos de investimento em capital de risco<sup>164</sup>.

Os organismos de investimento em capital de risco (OICR's), como a própria denominação revela, são caracterizados pelo tipo de investimento que podem realizar: o investimento em participações acionárias de sociedades cuja atividade oferece perspectivas incertas de êxito econômico, são particularmente sociedades dedicadas a projetos de investigação e desenvolvimento, ou outros projetos empresariais sem nenhuma garantia concreta de sucesso<sup>165</sup>.

De acordo com ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, as sociedades de capital de risco e os fundos de capital de risco formariam o denominado mercado formal de capital de risco e, para além deste, ter-se-ia o mercado informal de capital de risco, mais próximo dos investidores de capital de risco ou *business angels*<sup>166</sup>. Os *business angels* são investidores profissionais com total compreensão e reconhecimento do elevado risco a que se submetem ao realizarem investimento nesses tipo de sociedades, que pode resultar na perda total do capital aportado<sup>167</sup>.

### 2.5.1. As Sociedades de Capital de Risco

As Sociedades de Capital de Risco – SCR's foram inseridas no ordenamento jurídico pelo Decreto-Lei nº 17/86, de 5 de fevereiro, juntamente com a primeira regulação da

---

<sup>164</sup> Para mais considerações, ver: VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de Investimento Coletivo sob forma societária – Um novo tipo societário?. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano VIII, n. 2, p. 387-426, 2016. p. 394-395.

<sup>165</sup> RODRÍGUEZ-CANO, Alberto Bercovitz [Director]; *et al.* **Sociedades Mercantiles**. 2. ed. Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018. p. 537.

<sup>166</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 72-74. No mesmo sentido, acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa da lavra de Ondina Carmo Alves: “O investimento no capital de risco (*private equity*) pode ser efectuado por duas vias, directa ou indirecta. Na primeira não há necessidade de intermediação e os investidores aplicam directamente o capital na empresa visada. O investimento directo contém os contributos principais das Sociedades de Capital de Risco (*private equity firms*) e dos *business angels*. É um sector igualmente importante do mercado informal a par com o *venture capital* num estágio primórdio de capital semente. Ao invés, a via indirecta determina o estabelecimento de uma relação de intermediação entre os investidores institucionais e as empresas a investir, através de fundos de investimento de capital de risco”. PORTUGAL. Tribunal da Relação de Lisboa. Acórdão nº 519/10.5TYLSB-H.L1-2. Relator: ONDINA CARMO ALVES. Lisboa, 06 de abril de 2017. Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/21f5aa745e8020f88025811b002ca076?OpenDocument&Highlight=0,venture,capital>. Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>167</sup> MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 45, 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=321962>. Acesso em: 10 abr. 2019 p. 8.

atividade de capital de risco. São uma subespécie de sociedades comerciais, e os detalhes no que toca à forma jurídica, representação e capital social estão atualmente regulados pelo artigo 11º do Regime Jurídico do Capital de Risco.

Por imperativo legal, são sociedades comerciais e, obrigatoriamente, devem ser constituídas como sociedades anónimas, bem com a sua firma deve incluir a expressão Sociedade de Capital de Risco, ou a abreviatura SCR<sup>168</sup>. Até o ano de 2002, conforme já mencionado, elas eram consideradas sociedades financeiras; logo, estavam também sob a supervisão do Banco de Portugal, o que já não acontece, pois agora é apenas a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários que supervisiona a atividade.

O capital social mínimo para a constituição de uma sociedade de capital de risco é de 125 mil euros, representado por ações nominativas, e as entradas devem ser realizadas através de dinheiro, ou, de acordo com o previsto no número 4, do artigo 11º, do RJCR, podem os titulares optar por realizar as entradas mediante alguma das classes de ativos identificadas na alínea *a*), do nº 1, do artigo 9º.

Em Espanha, o regramento é parecido com o adotado em Portugal. Segundo o prescrito no artigo 26, da Ley 22/2014, de 12 de novembro, as Sociedades de Capital de risco se revestem da forma de sociedades anónimas, sendo-lhes subsidiariamente aplicável o disposto para as sociedades no geral. O capital social para a constituição é de 1.200.000 euros, devendo ser realizado 50% no momento da constituição da sociedade, e o restante em uma ou várias vezes dentro do prazo de três anos da constituição da sociedade<sup>169</sup>.

O Regime Jurídico do Capital de Risco permite que as sociedades de capital de risco adotem alguma das seguintes formas: sociedades de capital de risco, sociedades de investimento em capital de risco, ou ainda sociedades gestoras de fundos de capital de risco. A diferença entre as três modalidades está no fato de o objeto social da primeira ser mais

---

<sup>168</sup> Para mais considerações acerca dos OIC's sob a forma societária ver: VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de Investimento Coletivo sob forma societária – Um novo tipo societário?. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano VIII, n. 2, p. 387-426, 2016. p. 394-395.

<sup>169</sup> ESPANHA. Ley nº 22, de 11 de novembro de 2014. Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Madrid, Disponível em: <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/11/12/22/con>. Acesso em: 20 dez. 2018.

amplo do que as demais; é-lhe dada a faculdade de atuar como investidora direta ou gestora de instituições de capital de risco<sup>170</sup>.

O objeto principal das sociedades de capital de risco é o investimento em capital de risco – investimento em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento –; e também a gestão de fundos de capital de risco, de fundos de empreendedorismo social e de Fundos de investimento alternativo especializado. Ou seja, as sociedades em capital de risco possuem um objeto de atuação limitado, sendo aquele que lhe foi prescrito pela lei.

Se porventura ela atuar como gestora de algum desses organismos de investimento, conforme ANA ISABEL VIERIA, a ela compete promover a constituição, elaboração do regulamento de gestão, seleção dos ativos que devem integrar o patrimônio, adquirir, onerar e alienar esses ativos, entre outras incumbências que lhes estão legalmente atribuídas. Neste caso, as sociedades de capital de risco podem ser eleitas ou designadas e nomear membros para os órgãos de administração das sociedades que os fundos de capital de risco por si geridos participem, podendo também disponibilizar colaboradores para prestarem serviços nessas participadas<sup>171</sup>.

Para além dos investimentos em capital de risco – objeto principal –, as sociedades em capital de risco podem também desempenhar atividades complementares – objeto acessório. De acordo com o número 4, do artigo 9º do Regime Jurídico do Capital de Risco, com a finalidade de as auxiliar na prossecução do objeto principal é permitido que o exercício de atividades se revele necessário ao investimento nas sociedades participadas, sendo elas no geral relativas à prestação de consultoria e apoio à gestão das sociedades participadas, descritas nas alíneas *a)* a *c)* da norma acima referida.

As sociedades de capital de risco cujos ativos sob gestão ultrapassem os limiares permitidos devem adotar, como já aludido acima, a denominação de sociedades gestoras de fundos de capital de risco e utilizar a denominação (SGFCR), ou então, a denominação de sociedades de investimento em capital de risco (SICR's).

As sociedades de investimento em capital de risco (SICR's) são uma figura próxima dos fundos de capital de risco, por serem os veículos constituídos para efetivação dos

---

<sup>170</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 850.

<sup>171</sup> VIEIRA, Ana Isabel. Conflitos de Interesse e Capital de Risco. **Revista de Direito Civil**, Coimbra, Ano II, n. 4, p.1021-1048, 2017. p. 1032.

investimentos em capital de risco. A diferença fundamental reside no fato de que as sociedades de investimento em capital risco possuem personalidade jurídica. Diferem também pelo fato de que as sociedades de investimento em capital de risco são sociedades anônimas, normalmente possuem duração ilimitada, investem os seus próprios recursos na aquisição das participações acionárias. Já os fundos de investimento são patrimônios autônomos, constituídos por um prazo de tempo determinado, em média de sete a dez anos, para o investimento de forma coletiva, com a expectativa de receberem o capital aportado somado às mais valias geradas com o desinvestimento nas sociedades participadas<sup>172</sup>.

Por possuírem personalidade jurídica, podem ser hetero ou autogeridas, diferenciados os dois modos, caso designem ou não uma terceira entidade para realizar a sua gestão. Caso opte por ser heterogerida, a gestão só poderá ser exercida ou por uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário (SGFIM), ou por uma sociedade gestora de fundos de capital de risco (SGFCR), nos termos do nº 6, do artigo, 44, do Regime Jurídico do Capital de Risco.

Se optar por realizar a sua própria gestão, situação em que exerce as funções de entidade gestora, praticando os atos e procedimentos necessários à política de investimento eleita, o regime jurídico do capital de risco, no nº 2, do artigo 46º, impõe a obrigatoriedade da constituição de um capital social mínimo de 300.000 euros, representado obrigatoriamente por ações nominativas, e a sua realização deve ser consoante o estabelecido nos nº 4 e 8 do artigo 11º, do Regime Jurídico do Capital de Risco. Impõe ainda a necessidade de constituição de fundos próprios nos termos do estabelecido pelo artigo 71º do RGOIC, estando a sua fiscalização a cargo da CMVM<sup>173</sup>

Diversamente das sociedades de capital de risco, o objeto social das sociedades de investimento em capital de risco (SICR) é único, e consiste apenas e tão somente na

---

<sup>172</sup> COTELO, Iñigo Erlaiz. Las adquisiciones en el sector del capital riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 362.

<sup>173</sup> De acordo com o nº 4, do artigo 46º do RJCR, essa imposição é aplicável também às sociedades gestoras de fundos de capital de risco. Assim, no que toca às sociedades gestoras de fundos de capital de risco e às sociedades de investimento em capital de risco autogeridas, no que se refere relativamente a requisitos de fundos próprios é aplicável o artigo 71º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei nº 16/2015, de 24 de fevereiro, sendo a competência prevista no nº 6 desse artigo atribuída à CMVM.

realização de investimentos em capital de risco, mediante as operações previstas no n.º 1, do artigo 9.º, não possuindo assim o objeto acessório.

Contudo, por conta da remissão constante no n.º 3, do artigo 45, do Regime Jurídico do Capital de Risco, o âmbito de atividades que elas podem exercer é também o previsto no artigo 66.º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), e está relacionado com a gestão dos ativos em que tenham investido<sup>174</sup>.

Por outro lado, as sociedades gestoras de fundos de capital de risco (SGFCR) possuem por objeto principal a gestão de organismos de investimento em capital de risco (OIC), enquadrando-se aqui as sociedades de capital de risco (SCR) e os fundos de capital de risco (FCR), incluindo-se também os fundos de capital de risco que porventura tenham extrapolado os limiares relevantes de 100 milhões de euros, ou então de 500 milhões de euros. Além dos organismos de investimento em capital de risco (OIC), podem gerir organismos de investimento alternativo especializado, fundos de investimento de longo prazo da União Europeia com a designação "ELTIF", e fundos de capital de risco qualificados com a designação "EuVECA" e, também, os fundos de empreendedorismo social qualificados com a designação EuSEF.

Incumbe-lhes a prática de todos os atos e procedimentos necessários à concretização da política de investimento dos organismos por si geridos, em especial a boa gestão do património; e também podem praticar os atos previstos no n.º 2, do artigo 66.º, do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, assim como as sociedades de investimento em capital de risco.

A grande diferença entre esse dois subtipos de sociedades de capital de risco, as sociedades gestoras de fundos de capital de risco (SGFCR) e as sociedades de investimento em capital de risco (SICR's), reside no fato de que o objeto de atividade das primeiras é a gestão de outros organismos de capital de risco, sendo-lhes permitido o investimento indireto em capital de risco através da gestão de fundos de capital de risco; para a segunda, o objeto social é limitado à realização de investimento em capital de risco.

---

<sup>174</sup> VIEIRA, Ana Isabel. Conflitos de Interesse e Capital de Risco. **Revista de Direito Civil**, Coimbra, Ano II , n. 4, p.1021-1048, 2017. p. 1034.

### 2.5.1. Os Fundos de Capital de Risco

Os fundos de capital de risco só foram inseridos no ordenamento jurídico português com o advento do Decreto-Lei n.º 187/91, de 17 de maio; posteriormente, a regulação da atividade de risco, como um novo tipo de fundo de investimento mobiliário. São patrimónios autônomos tipicamente constituídos para permitirem o investimento de forma coletiva segundo um princípio de divisão de riscos, classificados pela legislação como um tipo de organismo de investimento alternativo fechado.

Atualmente, estão legalmente definidos como fundos de investimento fechados, sem personalidade jurídica, mas com personalidade judiciária, cujo capital é fixo, constituídos com o objetivo de investimento na aquisição de participações no capital de sociedades não cotadas em bolsa de valores, com elevado potencial de crescimento e de valorização.

A sua constituição é realizada com a subscrição de um capital mínimo de 1.000.000€ (um milhão de euros), e na sua denominação tem de constar a expressão “Fundo de Capital de Risco” ou a sigla “FCR”. O montante de capital a ser investido é obrigatoriamente fixado no momento da sua constituição, e da sua composição fazem parte quotas de capital, ações e obrigações, não cotadas em mercado de bolsas. O trabalho de angariação dos fundos para a constituição é da responsabilidade da entidade gestora que promove o fundo, através da recolha dos recursos entre investidores institucionais, entidades financeiras, investidores públicos e, em menor grau, empresas e particulares<sup>175</sup>.

O seu património é representado por unidades de participação sem valor nominal, conforme o número 1, do artigo 22, do Regime Jurídico do Capital de Risco.

Apesar de os fundos de capital de risco não receberem de modo expresso a qualificação de valores mobiliários, no entendimento de PAULO CÂMARA é como tal que devem ser qualificados, com base em diversos traços do Regime Jurídico do Capital de Risco: eles são valores transmissíveis, conforme o estipulado no nº 3, do artigo 22; são agrupáveis em conjuntos fungíveis, constituindo uma categoria, segundo o artigo 23º; por imperativo do artigo 22, eles devem ser nominativos, o que os constitui como uma

---

<sup>175</sup> COTELO, Iñigo Erlaiz. Las adquisiciones en el sector del capital riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 363.

modalidade de valor mobiliário, aplicando-lhes o regime dos valores mobiliários contido no Código, salvo no que for vedado pelo regime especial<sup>176</sup>.

Eles não respondem pelas dívidas dos seus titulares nem das sociedades que os gerem, e são os únicos a responder pelas suas próprias dívidas. Nesse sentido, conforme destaca ANA NUNES TEIXEIRA, é consagrado pelo Regime Jurídico, no artigo 15º, um princípio da autonomia patrimonial dos fundos de capital de risco, numa dupla vertente. Por um lado, eles não respondem pelas dívidas dos seus participantes, da entidade gestora, do depositário, da entidade comercializadora ou de outros fundos; por outro lado, pelas dívidas do fundo apenas responde o património do próprio fundo<sup>177</sup>.

Por serem patrimónios autônomos sem personalidade jurídica, os fundos de capital de risco são obrigatoriamente heterogeridos, ficando a gestão, de acordo com o nº 2 do artigo 17 do Regime Jurídico do Capital de Risco, a cargo de uma sociedade de capital de risco, ou sociedade de desenvolvimento regional; ou por outra entidade legalmente habilitada para gerir organismos e investimentos alternativos fechados. Cumpre destacar que o RGOIC, mesmo que de modo acessório, autoriza a gestão de fundos de capital de risco por uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário<sup>178</sup>. O regulamento de gestão de um fundo de investimento deve obedecer às regras estipuladas pelo artigo 19º e 20º do Regime Jurídico.

Após a constituição do fundo, cabe à entidade gestora identificar as oportunidades e propor os investimentos, de acordo com o previsto no regulamento de gestão. A utilização dos fundos de capital de risco, como forma de canalizar os investimentos, se dá pelo fato de o investimento ser realizado sem os recursos próprios das sociedades de capital de risco, mas antes com os capitais amealhados junto do público em geral (investidores)<sup>179</sup>. Esse montante de dinheiro captado junto ao público, destinado a ser investido na atividade de capital risco,

---

<sup>176</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 853.

<sup>177</sup> TEIXEIRA, Ana Nunes. A gestão de fundos de capital de risco - conflitos de interesse entre a entidade gestora e os participantes. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.559-587, 2018. p. 565.

<sup>178</sup> Nos termos da alínea *a*), do número 6, do artigo 68º, do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo. Lei nº 16, de 24 de fevereiro de 2015. Disponível em: [https://dre.pt/home/-/dre/66581992/details/maximized?p\\_auth=dM2I2R7s](https://dre.pt/home/-/dre/66581992/details/maximized?p_auth=dM2I2R7s). Acesso em: 10 out. 2018.

<sup>179</sup> No mesmo sentido, ver: SOARES, António de Almeida Ferreira. Breves Notas Sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, v. 15, p.233-241, dez. 2002. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffASoares.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018. p. 237.

e que normalmente assume a forma de patrimônios autônomos e despersonalizados, é que constitui os fundos de capital de risco<sup>180</sup>.

A duração do fundo de investimento deve ser preferencialmente por prazo determinado, salvo se nos documentos constitutivos estiver prevista a negociação em mercado regulamentado. É permitida a prorrogação da duração do fundo de capital de risco, uma ou mais vezes, por períodos não superiores ao inicial, desde que obtida deliberação favorável da assembleia de participantes, sob proposta da entidade gestora, por maioria dos votos emitidos, e tomada com uma antecedência de seis meses em relação ao termo da duração do fundo. A entidade gestora comunica à CMVM a prorrogação da duração do fundo de capital de risco no prazo de 15 dias a contar da data da deliberação.

Caso se opte pela não prorrogação, os participantes que votaram de modo contrário a prorrogação podem solicitar o resgate das suas unidades de participação, e o valor da unidade de participação cujo resgate tenha sido solicitado corresponde ao do último dia do período inicialmente previsto para a duração do fundo de capital de risco, devendo existir parecer do auditor, elaborado com uma antecedência não superior a 30 dias em relação à data do resgate, pronunciando-se expressamente sobre a avaliação dos ativos do fundo de capital de risco.

### **2.5.2. Os Investidores em Capital de Risco – *Business Angels***

Os investidores em Capital de Risco foram inseridos no ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei nº 375/2007, de 8 de novembro, como forma de acompanhar o

---

<sup>180</sup> Demaria e Sasso referem que os fundos de investimento são o meio mais utilizado para procederem com o investimento: “Dado o tempo de vida de um fundo de private equity (geralmente dez anos), os maiores riscos assumidos por esse tipo de investimento são: a relativa falta de liquidez dos investimentos e a necessidade de diversificar os investimentos entre os diversos fundos para aplicar uma política de investimento saudável. Por isso, a grande maioria das limited partnership (LPs – sócios limitados) dos subscritores são investidores institucionais, como fundos de pensão, companhias de seguros, bancos ou até endowments. De acordo com o European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, 2012), em 2011 os bancos representaram 15,3% dos 39,7 bilhões de euros (de 8,1% em 2008) coletados por fundos de private equity na Europa, ficando atrás apenas dos fundos de pensão (18,7%), fundos de fundos (14,4%), fundos soberanos (10,5%) e agências governamentais (8,1%)”. DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael de Campos. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Editora Atlas, 2014. p. 33.

desenrolar da atividade de capital de risco mundo fora. Entre nós, são chamados investidores em capital de risco; na prática negocial em todo o mundo são os afamados *business angels*<sup>181</sup>.

Os Investidores em Capital de Risco (ICR's) são considerados sociedades de capital de risco especiais, de acordo com o número 1, do artigo 14º do Regime Jurídico do Capital de Risco, constituídas obrigatoriamente sob o tipo societário de sociedades unipessoal por quotas<sup>182</sup> que têm por finalidade a limitação da responsabilidade do sócio único, e este, segundo o previsto pelo número 2, do referido artigo, só pode ser pessoa singular<sup>183</sup>. Obrigatoriamente, a firma adotada deve conter a expressão “Investidor em Capital de Risco”, ou a abreviatura ICR, e como sociedades por quotas unipessoais regem-se pelos respectivos estatutos e também pelas normas do Código das Sociedades Comerciais, além das normas específicas aplicáveis. Assim, o capital social mínimo é o mesmo fixado para as sociedades por quotas.

Os *business angels* são investidores individuais, no geral empresários com expertise no setor em que estão investindo, exímios conhecedores do ramo de atuação das empresas investidas, investem o seu capital, conhecimento e experiência em projetos inovadores de empreendedores que necessitam de aporte financeiro para tirar a ideia do papel<sup>184</sup>. No geral, esses projetos estão na fase inicial, ou então em fases críticas de crescimento e expansão.

Os investimentos por eles realizados são em empresas e projetos com os quais se identificam, obviamente com um objetivo econômico e, ao contrário dos fundos de capital

---

<sup>181</sup> Para mais considerações acerca dos *business angels* na prática americana, ver: DEGENNARO, Ramon P.. Angel Investors: Who They are and What They Do – Can I Be One, Too? **The Journal Of Wealth Management**, Knoxville, v. 2, n. 13, p.55-60, 1 set. 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1670255>. Acesso em: 05 fev. 2019.

<sup>182</sup> De acordo com Filipe Cassiano Nunes dos Santos, a sociedade unipessoal é um dos casos em que a lei permite que uma sociedade seja constituída por uma só pessoa. Ao contrário das sociedades pluripessoais, que têm origem contratual, àquelas, por terem apenas a participação de um sujeito, têm sua origem assente numa declaração. Do mesmo que nas sociedades pluripessoais, nas unipessoais intenta-se a constituição de uma nova estrutura subjetiva, autônoma relativamente ao seu criador, uma estrutura supra-individual para o exercício de atividades econômicas. O substrato dessa estrutura é um sujeito apenas e, por isso mesmo: “i) não só ele vai ter nela um papel e um relevo distintos dos comuns sócio, como ii) a separação entre estrutura e participante (sócio) tem que ser colocada em moldes não coincidentes com os clássicos da relação de socialidade”. SANTOS, Filipe Cassiano dos. **A Sociedade Unipessoal por Quotas: Comentários e Anotações aos Artigos 270ºA a 270º-G do Código das Sociedades Comerciais**. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. p.40-42.

<sup>183</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 852.

<sup>184</sup> ARONSON, Daniel H.. **Venture Capital: A Practical Guidebook for Business Owners, Managers and Advisors**. New York: Bowne, 2007. 150 p. Disponível em: [https://www.americanbar.org/auth/login/?authSuccessRedirect=%2Fmy-aba%2F%3Ffilename%3D%2FCL930000%2Fsitesofinterest\\_files%2Fbowne\\_venture\\_capital\\_2007.pdf](https://www.americanbar.org/auth/login/?authSuccessRedirect=%2Fmy-aba%2F%3Ffilename%3D%2FCL930000%2Fsitesofinterest_files%2Fbowne_venture_capital_2007.pdf). Acesso em: 10 fev. 2019. p. 57.

de risco, investem os seus próprios recursos e não os de terceiros. Isso faz com que assumam os riscos e os desafios do investimento por conta própria, permitindo também uma maior flexibilidade na gestão da sua própria carteira de investimento. Por conta da limitação de recursos que possuem, modo de atuação no geral solitário ou com auxílio de uma equipe diminuta, os investimentos por eles realizados não são compatíveis com as necessidades de uma empresa em estádios mais avançados de desenvolvimento<sup>185</sup>.

Os *business angels* possuem alguns traços caracterizadores típicos, dos quais ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA destaca os seguintes: são pessoas singulares com elevados rendimentos fazem os investimentos diretamente, por conta própria; logo, não respondem perante outros investidores; assumem um papel ativo na gestão da empresa, dedicando tempo e experiência, e as empresas visadas são, em geral, empresas não cotadas nos mercados de valores regulamentados; por fim, realizam o investimento visando um ganho financeiro, havendo alguns que o fazem de maneira altruísta<sup>186</sup>.

São eles os responsáveis por aportar os seus investimentos em *startups* que estão iniciando suas atividades e por isso ainda têm uma baixa *valuation*. No entanto, com o auxílio de que necessitam, quer seja financeiro ou de gestão, apresentam um potencial de rápido crescimento e expectativas de resultados. Por um lado, fornecem os recursos econômicos para o desenvolvimento da empresa ou projeto, e por outro lado, e com o mesmo propósito, também a sua experiência profissional, conhecimento do setor e contatos. Atuam como o filtro inicial para os próximos investidores, basicamente organizam a empresa para as próximas rodadas de investimento, por conta da disponibilidade que têm em aportar o conhecimento, o denominado capital intelectual ou *smart money*, juntamente com o capital financeiro.

---

<sup>185</sup> ALBORNOZ, Pelayo García-Bernardo et al. Fase de Desarrollo y Expansión del Negocio de la Moda: «Crowdfunding». «Private equity». Angel investors. In: BURGOS, Enrique Ortega et al. **Fashion Law: (Derecho de La Moda)**. Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi, 2018. p. 483-527. p. 520-522.

<sup>186</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. 377 p. 73. No mesmo sentido, de acordo com Guy Kawasaki, os *angels* são indivíduos com boa capacidade financeira que investem o seu dinheiro em *startups* e que, diferentemente dos outros capitalistas de risco, procuram ganhar dinheiro e, talvez, devolver algo à sociedade; os *business angels* querem devolver algo à sociedade e, talvez, ganhar dinheiro. Eles fazem isso de duas formas: auxiliam os mais jovens a arrancar com os seus negócios, e ajudam produtos com significado a chegarem ao mercado. KAWASAKI, Guy. **A Arte da Startup: Como transformar uma boa ideia numa empresa de sucesso no Século XXI**. Amadora: Vogais, 2015. p. 127.

De modo a compensar os altos riscos a que se sujeitam, os investidores em capital de risco buscam investir em projetos com alto potencial de crescimento, extraordinário talento e grau de comprometimento por parte do empreendedor e sua equipe, com o objetivo de uma alta rentabilidade que compense o risco significativo (tipicamente multiplicando por dois dígitos o investimento em um prazo médio de 5-6 anos) a que ficará exposto. Exigem uma elevada taxa de retorno, o que faz com que seja uma fonte de financiamento dispendiosa, embora ofereçam outras vantagens, como a possibilidade de adquirir fundos em momentos em que o acesso a outras fontes de financiamento se torne inviável, possibilidade de adquirir o know-how e a experiência, bem como os contatos que o *business angel* possui no setor de atuação da empresa e, também e mais importante, o acesso a recursos sem necessidade de comprometer o patrimônio pessoal do empresário<sup>187</sup>.

Os outros organismos de investimento, além de possuírem maior disponibilidade de recursos, possuem equipes totalmente dedicadas aos investimentos em determinada sociedade e podem realizá-los tanto em *startups* como nas empresas já consolidadas. O que irá diferenciar esse tipo de investimento é a quantidade de recursos a ser aportada. As *startups*, âmbito de atuação do *venture capital* necessitam de menos recursos; já as empresas em fase mais madura necessitam de grandes aportes de investimento e de mais pessoal para realizar a sua gestão, o âmbito de atuação do *private equity*.

Feita esta análise dos organismos de investimento previstos pelo Regime Jurídico do Capital de Risco, convém salientar que na prática americana, onde a atividade de investimento é mais presente e consolidada, para além da forte presença dos *business angels*, encontram-se outros tipos de organismo de investimento em capital de risco, sendo as *limited partnerships*, que não possuem qualquer correspondência no nosso sistema jurídico, a forma mais utilizada para a realização dos investimentos<sup>188</sup>.

---

<sup>187</sup> ALBORNOZ, Pelayo García-Bernardo et al. Fase de Desarrollo y Expansión del Negocio de la Moda: «Crowdfunding». «Private equity». Angel investors. In: BURGOS, Enrique Ortega et al. **Fashion Law: (Derecho de La Moda)**. Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi, 2018. p. 483-527. p. 521.

<sup>188</sup> Para além das *limited partnerships*, na prática americana estão presentes outras três categorias de investidores em capital de risco: as *small business investment companies*, os *financial venture capital funds*, e os *corporate venture capital funds*. Para mais esclarecimentos, ver: MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 45, 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=321962>. Acesso em: 10 abr. 2019. p. 8-10.

As sociedades de capital de risco, os fundos de capital de risco por elas geridos, e os *business angels* caracterizam-se por diferentes motivações, objetivos, escala e modelos de funcionamento, mas são altamente complementares na estrutura de financiamento das empresas em fase inicial de vida. Os *business angels* necessitam de um mercado de capital de risco profícuo que funcione bem para aportar os capitais necessários para o arranque das empresas. Ao mesmo tempo, um mercado bem desenvolvido cria oportunidades de investimento e aumenta o fluxo de transações para os outros organismos de investimento em capital de risco.

## 2.6. O PRIVATE EQUITY E O VENTURE CAPITAL – AS DUAS FACES DO CAPITAL DE RISCO (PE/VC).

O investimento em capital de risco, conforme prescrito pelo Regime Jurídico, assim como pelos diplomas normativos que o antecederam, abrange sob o seu conceito duas realidades que à primeira vista são semelhantes, mas numa análise mais acurada acabam por possuir traços únicos que as diferenciam. Tal situação ocorre, por conta da definição genérica prescrita no Artigo 3º, do Regime Jurídico do Capital de Risco, de que o capital de risco é o investimento em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento<sup>189</sup>. Incluem-se sob a mesma aceção os investimentos destinados quer às sociedades que estão em fase inicial de atividade, por vezes sem terem sequer existência jurídica nem âmbito de atividade do *venture capital*, como também os investimentos destinados a subscrição ou aquisição de participações sociais numa empresa já instalada no mercado com vista à sua reestruturação, âmbito de atividade do *private equity*<sup>190</sup>.

---

<sup>189</sup> O Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa exarado no julgamento do processo nº 519/10.5TYLSB-H.L1-2 exprime bem essa questão quanto à não existência dessa clara delimitação entre os dois tipos de investimentos abarcados pelo capital de risco tal como descrito na legislação portuguesa. Ressalta-se que o acórdão foi proferido ainda na vigência do Decreto-Lei nº 375/2007, de 8 de Novembro, antes portanto da vigência do Regime Jurídico do Capital de Risco: “O artigo 2º do identificado diploma legal considera investimento em capital de risco “a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização”, não incluindo uma divisão material entre *private equity* e *venture capital*; ou seja, no regime português, a terminologia *capital de risco* engloba todas as situações de investimento protagonizadas pelas duas figuras”. PORTUGAL. Tribunal da Relação de Lisboa. Acórdão nº 519/10.5TYLSB-H.L1-2. Relator: ONDINA CARMO ALVES. Lisboa, 06 de abril de 2017. Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/21f5aa745e8020f88025811b002ca076?OpenDocument&Highlight=0,venture,capital>. Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>190</sup> VIEIRA, Ana Isabel. Conflitos de Interesse e Capital de Risco. **Revista de Direito Civil**, Coimbra, Ano II , n. 4, p.1021-1048, 2017. p. 1026.

Antes de caracterizar as duas vertentes de capital de risco, o *private equity* e o *venture capital*, convém diferenciarmos os adquirentes industriais dos investidores financeiros que têm por foco o investimento em setores empresariais; para o caso, os capitalistas de risco. Os primeiros estão dedicados ao mesmo negócio que a sociedade alvo, conhecem bem o funcionamento do mercado e o interesse é nas sinergias que a aquisição poderá trazer para o seu negócio. Por outro lado, os investidores financeiros estão mais interessados na possível valorização da sociedade alvo, e o interesse é mais na lucratividade que irão obter com o sucesso do investimento do que propriamente na área de negócios em que a empresa atua em particular<sup>191</sup>.

Os investimentos realizados pelos capitalistas de risco são dirigidos a empresas que normalmente apresentam características que tornam os investimentos de alto risco, tais como: baixo nível de ativos tangíveis, perspectiva de vários anos de fluxo de caixa negativo e a incerteza sobre a capacidade de obter empréstimos bancários ou outros tipos de financiamento. A possibilidade de obtenção de altos retornos financeiros e o crescimento da empresa justificam o investimento face aos elevados custos envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento, bem como a baixa liquidez e risco associados ao investimento em empresas de capital fechado ou de baixa capitalização em bolsa de valores<sup>192</sup>.

Por mais que haja uma certa confusão com os termos *Private Equity* e *Venture Capital* serem empregues como sinônimos, as operações que eles revestem são diferenciadas de acordo com o momento em que se concretiza o investimento face à etapa de maturidade da empresa e à finalidade com que é realizado o investimento<sup>193</sup>. A unificação desses

---

<sup>191</sup> COTELO, Iñigo Erlaiz. Las adquisiciones en el sector del capital riesgo. In: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 360.

<sup>192</sup> AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. 1. ed. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2011. p. 102 Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8421>. Acesso em: 10 abr. 2018.

<sup>193</sup> “Os *buyouts* (compra do controlo accionista) são o motor das firmas de *private equity* e diferenciam-se do *venture capital* pelo foco em empresas estabelecidas (e/ou cotadas) no mercado em vez da actuação em empresas jovens (*start-up*). São estratégias usadas para a aquisição de uma empresa (*target*) através do financiamento de dívida e capital próprio providenciado pelas sociedades de *private equity*”. PORTUGAL. Tribunal da Relação de Lisboa. Acórdão n<sup>o</sup> 519/10.5TYLSB-H.L1-2. Relator: ONDINA CARMO ALVES. Lisboa, 06 de abril de 2017. Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497ee-c/21f5aa745e8020f88025811b002ca076?OpenDocument&Highlight=0,venture,capital>. Acesso em: 15 jan. 2019.

conceitos, de modo a abarcar operações diversas acaba por suscitar dúvidas quanto as operações que estão dentro dos limites permitidos pela legislação<sup>194</sup>.

Apesar de o Regime Jurídico do Capital de Risco se referir a investimento em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, isso não quer dizer que só são permitidas as operações de *venture capital*. Se assim fosse, o legislador teria indicado que o investimento se daria apenas em empresas jovens ou que ainda se vão constituir. As operações permitidas são aquelas que têm por destino o investimento em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, e isso não se restringe apenas ao financiamento de *startups* e operações de *venture capital*.

Para PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, o âmbito material de atuação do *private equity* é muito amplo e abrange, sem o esgotar, o investimento em *venture capital*, que em Portugal assim como no resto da Europa continental são designados como *capital de risco*. São dois tipos de investimentos, com contornos pouco nítidos, mas com sentido económico-empresariais díspares. Resumidamente, o *venture capital* tem por foco o investimento de empresas no início ou na aceleração das empresas; o *buy-out* (utilizado como sinónimo de *private equity*), as modificações na composição do universo do complexo dos sócios<sup>195</sup>.

Originariamente, o capital de risco tinha por foco investimentos em participações sociais – *private equity*. Entretanto, de acordo com PAULO CÂMARA, o âmbito de atuação

---

<sup>194</sup> De modo diverso, no preâmbulo da Ley nº 22, de 11 de novembro de 2014, que regula o capital de risco em Espanha, o legislador deixou claro que o termo compreende tanto o *venture capital* como também o *private equity*, como se depreende: “*El capital-riesgo se define como aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores. El capital-riesgo es una fuente de financiación de especial relevancia para todas las etapas de desarrollo de las empresas: desde el desarrollo de una idea donde el capital semilla es crucial, las primeras fases de arranque de la actividad productiva, las etapas de expansión y crecimiento donde la financiación puede permitir dar el salto cualitativo a una dimensión y madurez y competitividad mayores, hasta en los momentos en los que la empresa ya está consolidada donde la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como la salida a bolsa o la reestructuración o la venta de la misma. El capital-riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando venture capital, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como private equity, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital-riesgo a préstamos para poder financiarlas*”. ESPANHA. Ley nº 22, de 11 de novembro de 2014. Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Madrid, Disponível em: <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/11/12/22/con>. Acesso em: 20 dez. 2018.

<sup>195</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. In: ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 157-158.

do capital de risco, vem sofrendo um alargamento do seu âmbito de atuação. Hoje em dia, uma realidade diversa é abarcada pelo conceito de capital de risco, aqui cabendo: o *venture capital* e o *growth capital* que se destinam à criação e ao desenvolvimento de empresas e os *buy-outs* que são as aquisições do domínio de empresas para efetuar alterações na gestão. Ou seja, *venture capital* é um tipo de investimento de *private equity* que, por sua vez, é um tipo alternativo de investimento em ativo financeiro<sup>196</sup>.

O *private equity* é ao mesmo tempo um gênero e uma espécie de investimento, sendo o *venture capital* uma espécie que tem por foco apoiar empresas novas e em estágio inicial; o *private equity* em sentido estrito corresponde às operações destinadas a apoiar o crescimento de empresas consolidadas – *growth capital* – ou a aquisição de empresas – os *buy-outs*.

Caracteriza-se por ser realizado em empresas já constituídas e estabelecidas, normalmente consolidadas no mercado, mas que necessitam de capitais para expandirem suas atividades, ou que encontram em situação de debilidade financeira, ou ainda que necessitam de uma reestruturação corporativa para produzirem melhores resultados. De modo geral, essas empresas necessitam de algo mais do que do capital que lhes vai ser aportado, sendo aqui a expertise dos capitalistas de risco que irá também aportar o capital informacional e de gestão. Essas empresas apresentam um alto potencial de crescimento, ou um baixo desempenho face ao mercado em que atuam, e com uma rápida reestruturação corporativa podem ser transformadas em vista de uma posterior alienação, ou então com a intenção da abertura de capital e suas ações serem negociadas em mercado bolsista. Embora os gerentes de fundos não exerçam controle diário, eles estão ativamente envolvidos na definição e monitoramento da implementação da estratégia da empresa, atuando de forma mais informada do que outros tipos de investidores, impondo fortes controles de modo a exercer influência sobre a administração<sup>197</sup>.

---

<sup>196</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 846.

<sup>197</sup> OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. p. 75  
Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019.

Por outro lado, temos as operações de *venture capital*<sup>198</sup>. São os investimentos que têm por finalidade o financiamento de empresas que apresentam um potencial de crescimento rápido e se encontram nos seus estádios iniciais ou que ainda não foram constituídas, e cujos aportes recebidos serão destinados justamente para estruturar o empreendimento; ou então aquelas recentemente constituídas e que necessitam de capitais e suporte na gestão para se desenvolverem. O foco primordial de atuação são os empreendimentos marcados por inovações tecnológicas de nível disruptivo, com alto potencial de crescimento e que tem por detrás empreendedores com boas ideias, mas conhecimentos limitados de gestão. O seu foco é apoiar as fases de pré-lançamento, lançamento e desenvolvimento inicial das empresas<sup>199</sup>.

De um modo geral, são realizadas no momento em que as empresas ainda não conseguem realizar uma suficiente geração de caixa que cubra os eventuais gastos para iniciar as atividades produtivas, optando assim o empreendedor por realizar uma abertura temporária do capital da empresa a terceiros, dispostos a financiarem o negócio e correrem juntos o risco da empresa.

Os investidores em *venture capital*, assim como os investidores em *private equity*, são ativos na gestão das empresas, participam do conselho de administração e aportam os recursos de acordo com metas previamente definidas. Eles monitoram o progresso das empresas, participam ativamente dos conselhos de administração e realizam os aportes de capital de acordo com um cronograma estabelecido conforme metas estabelecidas. Mesmo não detendo o controle do negócio, eles salvaguardam o direito de nomear os diretores e

---

<sup>198</sup> “However, modern venture capital – defined as a professionally managed pool of money raised for the sole purpose of making actively-managed direct equity investments in rapidly-growing private companies, and with a well-defined exit strategy – is a much more recent financial innovation, and one that has until very recently been almost exclusively American”. MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital? **SSRN Electronic Journal**, 2002. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=321962>. Acesso em: 10 abr. 2019.

<sup>199</sup> “Venture capital has developed as an important intermediary in financial markets, providing capital to firms that might otherwise have difficulty attracting financing. These firms are typically small and young, plagued by high levels of uncertainty and large differences between what entrepreneurs and investors know”. GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p.145-168, 2001. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 10 fev. 2018. p. 145.

remover membros da equipe empreendedora; além disso, fornecem aos empresários suporte de gestão: por ex., acesso a consultores, banqueiros de investimento e advogados<sup>200</sup>.

Apesar de o *venture capital* ser considerado o principal financiador das empresas nos seus estádios iniciais de vida, as firmas de *venture capital* só realizam os investimentos em estágios posteriores<sup>201</sup>. Elas intervêm depois de a ideia de negócio ou produto ter sido testada com sucesso, realizam os aportes para financiar marketing e produção em larga escala, mas os primeiros aportes destinados à estruturação do negócio fica a cargo dos *business angels*. Por vezes, porém, as firmas de *venture capital* acabam por arriscar além do normal para financiarem custos e desenvolvimento de produtos, quando esses custos são substanciais e envolvem estudos clínicos, como na indústria de biotecnologia, por exemplo<sup>202</sup>.

Deste modo, o capital de risco na sua acepção ampla traduz-se no investimento realizado em sociedades que demonstram grande potencial de retorno associado a altos níveis de risco. O alto potencial de retorno traduz-se na capacidade de a empresa que irá receber os aportes de capital ser capaz de aumentar exponencialmente o seu faturamento nos anos subsequentes ao aporte recebido. Os altos níveis de risco estão associados às questões e riscos da atividade empresarial no geral, atreladas ao sucesso dos produtos e modelos de negócios que as empresas irão comercializar, até à captação de recursos para a atividade produtiva.

Há nessas operações, assim como em toda atividade de investimento, a presença de um risco. Ocorre que, diferentemente, o risco a que o investidor está sujeito é aqui o de se colocar na posição de sócio da sociedade, participando conjuntamente de todas as adversidades proporcionadas pelo exercício da atividade empresarial. Ao realizar o financiamento societário, o investidor obterá o retorno do *quantum* investido com as mais valias, de acordo com o sucesso da sociedade, no momento em que optar por deixá-la, o que na prática comercial é qualificado como desinvestimento – *exit*. Caso a sociedade não gere os

---

<sup>200</sup> PFIRRMANN, Oliver; WUPPERFELD, Udo; LERNER, Joshua. **Venture Capital and New Technology Based Firms: An US-German Comparison**. Heidelberg: Physica-verlag, 1997. 153 p. 4.

<sup>201</sup> Neste sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O Papel das Startup na FinTech e o Ciclo de financiamento das startups. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech: Desafios da Tecnologia Financeira**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 237-245. p. 240.

<sup>202</sup> OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019. p. 77-78.

lucros pretendidos, o investidor amargará com o prejuízo havido. Regra geral, esse investimento é caracterizado por ser de longo prazo e com um limite temporal certo.

Em resumo, a grande diferença entre *o private equity* e *o venture capital* é a dimensão do investimento, a quantidade de capital necessário para financiar a sociedade, embora a lógica do investimento pressuponha, em ambos os casos, a aceitação de um elevado risco, em troca da expectativa de um alto retorno no futuro.

Delimitados os âmbitos de atuação, cumpre agora demonstrar as operações que cada um dos âmbitos de investimentos realiza, ou, como se diz no jargão do mercado, os ciclos de investimento.

## **2.7. FASES DO INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO – MODALIDADES E TIPOS DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO.**

O financiamento via capital de risco possui um ciclo de entradas de capital que varia de acordo com o estágio de desenvolvimento da empresa investida. Os ciclos de aportes foram concebidos com a finalidade de que ocorra um equilíbrio financeiro logo nos primeiros estádios de vida da sociedade, o que nem sempre acontece. Torna-se indispensável suprir as necessidades de capital das empresas em vários ciclos, de modo a acompanhar o crescimento. O ganho dos investidores é a diferença entre o valor aportado nas rodadas de investimento e o capital arrecadado com a venda destas ações no desinvestimento<sup>203</sup>.

O processo de crescimento de uma empresa é demarcado por estádios: para cada um desses estádios, formas diferentes de recursos se mostram apropriadas. De acordo com o proposto por CLÁUDIA PAVANI, os estádios são: (i) concepção/criação, (ii) *Startup*; (iii) estágio inicial, (iv) crescimento/expansão; (v) maturidade<sup>204</sup>.

A fase da concepção/criação é o momento em que os esforços se dirigem ao desenvolvimento de estudos, pesquisas preliminares, planos de negócios e projetos de

---

<sup>203</sup> Neste sentido, ver: SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018. p. 475.

<sup>204</sup> PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil: Conceito, Evolução, perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. 97 p. Disponível em: <https://books.google.pt/books?id=Ar7eJB0rwV8C&lpg=PA1&hl=pt-PT&pg=PP1#v=onepage&q&f=false>. Acesso em: 15 mar. 2019. p. 25-28.

pesquisa de mercado, e a constituição jurídica da empresa. Nesta etapa são consumidos recursos, e o faturamento é zero.

Na fase de *startup*, os estudos prévios já estão concluídos, os protótipos estão em finalização e inicia-se a contratação de profissionais e a compra de equipamentos, aprofundam-se as pesquisas de mercado e o desenvolvimento dos produtos e serviços com a procura dos primeiros clientes. A empresa já possui um faturamento, mas ele é baixo e não estável. A empresa necessita de investimentos para cobrir os prejuízos operacionais.

No estágio inicial, os esforços da empresa estão concentrados em estruturar as atividades produtivas, de marketing e de vendas. Há uma grande destinação de recursos para a compra de equipamentos, contratação de profissionais e estruturação dos canais de vendas. Dificilmente será atingido o ponto de equilíbrio da operação, sendo necessário o aporte de recursos para cobrir os eventuais prejuízos operacionais.

Superados esses três estádios, os mais críticos, pois só há dispêndio de recursos, a empresa encontra-se na fase de crescimento/expansão e todos os esforços serão destinados a atividades de marketing, expansão do canal de distribuição, comunicação e consolidação da marca, o desenvolvimento de novos produtos e serviços, e a estruturação das atividades produtivas em escala. De um modo geral, a empresa já terá alcançado um equilíbrio operacional e os recursos serão destinados para geração de caixa, capital de giro.

As atividades de empresas em fase de maturidade e consolidadas no mercado estão direcionadas para a manutenção da competitividade com novos produtos/serviços, fortalecimento da marca, reestruturação e reposicionamento.

O ciclo de investimento acompanha cada uma das fases de desenvolvimento das empresas, de modo a permitir uma maximização na aplicação das competências dos capitalistas de risco, pois diferentes são as abordagens na gestão de uma empresa de grande porte e uma empresa que está a ser constituída.

Três são as principais fases: *a)* os primeiros aportes necessários para a fase de pesquisa e desenvolvimento, o que na indústria se denomina como capital semente ou *seed capital*; *b)* a contribuição de capital necessário para o início das operações, o chamado capital

inicial (*start-up*) ou *early stage capital*; e por fim *c*) o financiamento da fase posterior, que ocorre durante a fase em que o produto já está pronto para ser comercializado<sup>205</sup>.

Os aportes realizados na fase de *seed capital* são geralmente efetuados na forma de um pequeno investimento, feito numa fase pré-operacional com a finalidade de desenvolver o produto a ser comercializado, seja por meio de testes de mercado, ou para os devidos registros de patentes nos órgãos competentes. Na fase *startup stage* ou *early stage*, momentos após a constituição da empresa, os aportes concentram-se na estruturação da empresa, quando as atividades estão a iniciar, visando o lançamento comercial dos produtos. Por fim, na fase de expansão, os capitais aportados são destinados a empresas que já comercializam o produto mas que necessitam de investimento com o intuito de expandir as suas atividades<sup>206</sup>.

Ao desenvolver o tema do ciclo de financiamento das *startups* via capital de risco (*venture capital*), ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>207</sup>, subdivide-o nas seguintes categorias<sup>208</sup>:

a) *Seedfunding* fase em que os recursos são obtidos através dos *3Fs* – *founders, Family and friends*, ou *Family, friends & fools*<sup>209</sup> e os investidores anjos;

---

<sup>205</sup> FRIGNANI, Aldo. **Venture Capital**. Torino: Utet, 1987. 29 p. (Estratto dall'Appendice del Novissimo Digesto Italiano). p. 5.

<sup>206</sup> OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019. p. 76.

<sup>207</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O Papel das Startup na FinTech e o Ciclo de financiamento das startups. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech: Desafios da Tecnologia Financeira**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 237-245. p. 241. Em sentido parecido, DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 222.

<sup>208</sup> Essa divisão é também apresentada por: SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018. p. 479.

<sup>209</sup> *3Fs* é um termo adotado nos países de origem anglo-saxã e que se refere a "amigos, família e loucos" como a fonte de financiamento mais próxima e acessível para o empresário na fase incipiente do seu estabelecimento e, no geral, este é o primeiro recurso a que a grande maioria dos empresários recorre para lançar o seu negócio e obter os recursos necessários para dar esses primeiros passos através do "vale da morte". Para mais considerações acerca das vantagens e desvantagens ao optar por esse tipo de investimento, ver: ALBORNOZ, Pelayo García-Bernardo et al. Fase de Desarrollo y Expansión del Negocio de la Moda: «Crowdfunding». «Private equity». Angel investors. In: BURGOS, Enrique Ortega et al. **Fashion Law: (Derecho de La Moda)**. Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi, 2018. p. 483-527. p. 503-504.

b) *Seed valley of death*, momento em que as injeções de capital têm de ser elevadas e ainda não há nenhum rendimento, ou então ele é irrisório face às necessidades de capital. Superada a fase mais crítica, o vale da morte, as empresas já começam a gerar receitas para cobrir os custos mensais fixos e variáveis, e a partir desse momento atingem o *break even*, momento em que a sociedade se encontra no seu ponto de equilíbrio; ainda não gera os lucros pretendidos, mas deixa de gerar prejuízo. É o ponto em que a renda da empresa é equacionada com seus custos fixos e variáveis, de forma que a previsão mais razoável seja a lucratividade.

c) Alcançado o *break even*, a empresa alcança a *early stage* e torna-se um investimento interessante, ao ponto de entrar no radar de atenção das firmas de *venture capital*. O primeiro aporte realizado por uma firma de capital de risco, fase de investimento que é denominada como “Série A”, é o momento em que a empresa abandona de vez o vale da morte e os aportes seguintes (série B, C, D etc.) são realizados visando o crescimento da empresa, mesmo que isso implique que os lucros líquidos voltem a ser negativos. Os investimentos no *early stage* (série A) são no geral realizados por firmas menores, ao passo que as firmas maiores participam das fases de investimento no momento do *later stage* (série B em diante), acompanhando todo o ciclo de financiamento até ao momento em que a *startup* perde a sua qualidade de *startup*;

d) Por fim, o ciclo de investimento encerra com êxito quando a empresa é vendida com valor rentável; ou abre o seu capital ao investimento público através da cotação em mercado regulamentado de valores mobiliários (*go public*); esta última forma de desinvestimento é a ideal por ser a mais lucrativa para os investidores.

Uma forma descomplicada de compreender as fases de investimento de uma *startup*, sem nos atermos aos detalhes financeiros e jurídicos que envolvem a questão, é apresentada pelo empreendedor Guy Kawasaki<sup>210</sup>:

*Semente = Petisco*: trata-se do primeiro dinheiro externo que os empreendedores obtêm de fontes externas de financiamento, e os montantes variam entre os 100 mil e os 250 mil euros, no geral provenientes de familiares, amigos ou *business angels*.

---

<sup>210</sup> KAWASAKI, Guy. **A Arte da Startup**: Como transformar uma boa ideia numa empresa de sucesso no Século XXI. Amadora: Vogais, 2015. p. 144.

Nesta fase, o empreendedor está a vender sonhos, fantasias e ilusões – noutras palavras, esta fase consiste em petiscos.

*Séria A = Bife*: nesta fase entram em cena os investidores de capital de risco, realizam aportes entre um e três milhões de euros; já não se pode depender de petiscos, há muito dinheiro envolvido. O produto já tem de estar pronto e acabado, e gerar receitas. Em outras palavras, esta ronda de investimento envolve um bife e não um petisco.

*Série B = Esteroides*: agora, a empresa necessita de aportes de capital, ou seja, necessita de uma injeção de esteroides, para chegar aos mágicos 100 milhões de euros de receita por ano. Vai utilizar o investimento para escalar o negócio.

*Série C = Bajulação*: chegada a essa fase já não se necessita de angariar dinheiro junto de investidores externos. As séries adicionais são apenas para o caso de o sistema capitalista colapsar, ou de a Google/Apple/Amazon decidirem entrar no negócio. Nesta fase são os investidores que estão interessados em participar do negócio, em comprar – não é mais a empresa que está à procura de investidores em se vender.

Além da classificação acima, relacionada apenas com o financiamento de *startups* pelas operações de *venture capital*, o capital de risco também pode ser aplicado para financiar outros estádios da atividade empresarial, de acordo com a fase do desenvolvimento empresarial em que o investimento é realizado<sup>211</sup>.

A OCDE divide as operações segundo o estágio de desenvolvimento da empresa em *venture capital* e *other private equity* ou, respectivamente, capital de fase inicial e capital de desenvolvimento<sup>212</sup>. Sob a denominação de *venture capital* estão as seguintes fases: *Pre-Seed/Seed*, que é o financiamento concedido para investigar, avaliar e desenvolver um conceito inicial, antes de uma empresa atingir a fase de arranque; *Start-up/Other Early*

---

<sup>211</sup> AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. 1. ed. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2011. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8421>. Acesso em: 10 abr. 2018 p. 99.

<sup>212</sup> Para mais considerações, ver: PINA, Carlos Costa. **Instituições e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2005. p. 141. Ver também: VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. In: ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 157.

*Stage*, destinado a financiar o desenvolvimento de produtos e o marketing inicial, em que as empresas ainda estão em vias de ser criadas e os produtos ainda não estão disponíveis para comercialização; *Later Stage Venture*, que é o financiamento destinado à expansão de uma empresa já operacional. Por outro lado, os investimentos em *other private equity* são aqueles que se destinam a empresas já consolidadas, e as fases são: *Growth*: é o investimento em empresas relativamente maduras que procuram capital para se expandirem para novos mercados ou reestruturarem operações; *Buyout*: são as operações que visam financiar a aquisição de uma empresa; *Replacement*: é a compra de uma participação minoritária de ações de uma determinada empresa de outro capitalista de risco ou de outro acionista ou acionistas. Por fim, o *Rescue/Turnaround*, que é o financiamento disponibilizado a uma empresa em dificuldade, com vista a restabelecer a prosperidade<sup>213</sup>.

Pela ótica do mercado de capital de risco português, o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação – IAPMEI define e caracteriza as operações de acordo com o seguinte<sup>214</sup>:

- a) *Seed Capital*: o investimento na fase *seed capital* – capital semente –, tem por finalidade financiar os projetos empresariais que estão na fase embrionária de vida – no jargão do mercado: fase de pré-incubação ou incubação; são aportados capitais antes mesmo da viabilização e instalação do negócio. No geral, são empreendedores com ideias originais que carecem de suporte financeiro e de gestão para conceber a empresa. Visa capitalizar os primeiros estádios de vida do negócio, para suportar os custos destinados a determinar a viabilidade de um produto ou serviço, mas também ao desenvolvimento de um produto a partir de projetos ou estudos.

Os investimentos nesta fase são os que oferecem mais desafios para os capitalistas de risco; por norma são realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjos, etc. É a fase

---

<sup>213</sup> Catarina Serra expressa que “o escasso uso ao capital de risco na situação de crise é essencialmente imputável à falta de confiança dos agentes – à resistência dos empresários e ao receio dos investidores”. SERRA, Catarina. Investimento de Capital de Risco na Reestruturação de Empresas. In: **IV Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2016. p. 321-359. p. 332.

<sup>214</sup> IAPMEI (Portugal). **Guia Prático do Capital de Risco**. Lisboa, 2006. 60 p. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Financiamento-para-PME/Capital-de-Risco/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf.aspx>. Acesso em: 10 ago. 2018. p. 10 e ss..

de financiamento que mais estimula a participação do investidor na gestão, por conta de ter de proceder com a toda a organização do projeto empresarial.

- b) *Early Stage* ou *Startup*: É o investimento no capital de empresas que se encontram na fase final de constituição ou foram recentemente constituídas, mas ainda não estão prontas para comercializar os produtos/serviços. O aporte recebido será justamente destinado para continuar o desenvolvimento e os testes do produto/serviço; e para financiar as primeiras ações de marketing e lançamento dos produtos. Tal como nas operações de *seed capital*, os aportes são normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjos, etc.
- c) *Other Early Stage*: Destinado a empresas recentemente instaladas, com a fase de desenvolvimento do produto já completada, e que podem iniciar sua comercialização, mas sem previsão de percepção de lucros, sendo as receitas destinadas à melhoria dos processos de fabrico, comercialização e marketing<sup>215</sup>.
- d) *Expansion Capital*: Também designado de capital de desenvolvimento ou de crescimento, destina-se a auxiliar empresas que já estão consolidadas no mercado mas não têm capacidade própria para expandirem suas atividades.
- e) *Management Buy-out* (MBO); *Management Buy-In* (MBI) e *Buy-in Management Buy-out* (BIMBO): os *Management Buy-out* – MBO's têm por finalidade apoiar a aquisição do controle da empresa pela administração ou por sócios minoritários. Os *Management Buy-in* – MBI's visam financiar a tomada de controle da administração de uma empresa por uma equipe de gestores externa. Já, os *Buy-in Management Buy-out* – BIMBO, destinam-se a permitir o controle da empresa pela administração, auxiliada pela entrada de uma equipe de gestores externa; há aqui uma fusão entre os conceitos de MBO e MBI<sup>216</sup>.

---

<sup>215</sup> De acordo com Paulo Caetano, nos mercados anglo-saxônicos, de modo diverso do observado nos países da Europa continental, há o cumprimento dos verdadeiros fundamentos da atividade de *venture capital*, pelo que é normal os investimentos serem realizados nas fases de capital semente e de startup. Na maioria dos países europeus, com exceção do Reino Unido os investimentos em capital de risco são destinados às empresas em estádios avançados de maturidade da sua atividade, normalmente na denominada fase de expansão, e os aportes são realizados de modo a suportar os projetos de expansão e internacionalização das atividades. CAETANO, Paulo. **Capital de Risco**. Lisboa: Conjuntura Actual Editora, 2013. p. 19.

<sup>216</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 25-26.

- f) *Institutional Buy-Out* (IBO): são os investimentos destinados a permitir à Sociedade de Capital de Risco ou ao investidor de risco tomar o controle da empresa, sendo geralmente precursor de um MBO e implicando um envolvimento extraordinário do investidor, por conta da tomada do controle da empresa.
- g) *Replacement Equity* (Capital de Substituição): é o investimento em capital de risco que permite a algum outro investidor da sociedade (não capitalista de risco) adquirir a participação de outro investidor.
- h) *Bridge Financing*: é o investimento que tem por destino suportar a transição de uma empresa de capital fechado para a sua eventual abertura de capital no mercado bolsista.
- i) *Turnaround* (Resgate): Destinado a empresas que estão em situação de debilidade financeira, por vezes em fase de pré-insolvência, e cujos investimentos são aplicados de forma a proceder a uma reestruturação econômica e financeira.
- j) *Public to Private* (PTOP): Também denominada OPA de exclusão, tem por finalidade a aquisição da totalidade do capital de uma sociedade cotada em mercado bolsista de forma a retirá-la desse mercado. Operações desse tipo não têm qualquer visibilidade no mercado português.

Além das citadas operações, destacam-se outras operações de investimento que por conta da sua natureza se assemelham ao capital de risco, como é o caso: dos investimentos de tipo mezzanine (*mezzanine investment*<sup>217</sup>) que são os investimentos qualificados pelo fato de serem instrumentos de dívida com a particularidade de ser total ou parcialmente conversível em participação acionária; investimento destinado a empresas com potencial de

---

<sup>217</sup> De acordo com Catarina Serra, os instrumentos do tipo *mezzanine* situam-se entre os instrumentos de capital próprio e capital alheio, caracterizam-se por terem um prazo de reembolso mais longo ou mais flexível do que o prazo dos típicos instrumentos de capital alheio. Subdividem-se em: instrumento de híbridos em sentido próprio, instrumento de natureza pública, tais como: as ações preferenciais sem voto, obrigações subordinadas e perpétuas, e as obrigações e outros valores mobiliários convertíveis ou que atribuem direito à aquisição de ações; instrumento reservados a certas pessoas, como os suprimentos e outros empréstimos subordinados. Os investidores que adquirem tais instrumentos podem assumir: a posição de sócio, quando adquirem as ações preferenciais; de quase sócios, quando se tornam titulares de obrigações convertíveis em ações; ou credores subordinados, no caso de titularidade de suprimentos ou de obrigações subordinadas. SERRA, Catarina. Investimento de Capital de Risco na Reestruturação de Empresas. In: **IV Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2016. p. 321-359. p. 343-344.

alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis de várias modalidades e direitos de subscrição. Os *private investments in public equity* – operações que têm por fim a aquisição de participações sociais de forma relevante (mínimo de 20%) de empresas com ações negociadas em bolsa de valores, que possuem baixa liquidez, e onde o capitalista de risco irá obrigatoriamente atuar de forma empenhada na Administração da Sociedade de modo a monitorar e impor a governança corporativa. Há ainda as operações de tipo *greenfield*, normalmente relacionadas com os investimentos imobiliários, florestais e em infraestrutura, para financiar a instalação de uma nova estrutura industrial em áreas com pouca ou nenhuma estrutura física ou instalação pré-existentes<sup>218</sup>.

Seguindo essa mesma relação de conceituação por fases de desenvolvimento da empresa com o momento do investimento, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>219</sup> divide as modalidades de investimento de acordo com a fase de desenvolvimento do projeto em: capital de fase inicial, que inclui o *early stage capital*, subdividido em *seed capital* e em “*startup capital*”; capital de desenvolvimento, atrelado à chamada fase de expansão. O investimento pode também ser feito numa fase denominada de fase de substituição, que inclui os denominados *management buyout* (MBO), *management buy in* (MBI), *buy-in management buyout* (BIMBO), *institutional buyout* (IBO), *replacement equity*, *bridge finance*, *turnaround*, *Public to private* (PtoP).

Os investimentos realizados nas modalidades de *bridge finance*, *turnaround*’ e PtoP, de acordo com a Autora estão relacionados com o motivo do investimento e não tanto com o momento em que se os realiza.

Conforme apontado por DIOGO PEREIRA DUARTE, cada uma das fases representa um perfil diferente de risco de investimento. O investimento na fase semente tem um risco máximo, e o risco vai diminuindo progressivamente à medida em que se atingem diferentes fases de investimento: quanto maior o risco, maior será a lucratividade alcançada pelo

---

<sup>218</sup> AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. 1. ed. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2011. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8421>. Acesso em: 10 abr. 2018. p. 100.

<sup>219</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 82-84.

capitalista de risco; ou seja: “quanto mais cedo for realizado o investimento maiores serão as taxas de retorno de um projeto bem sucedido”<sup>220</sup>.

A divisão por estádios de desenvolvimento da empresa, além de permitir uma maior e melhor aplicação das competências dos capitalistas de risco, tem por fim também reduzir os riscos do investimento e os custos de agência. Na ótica dos capitalistas de risco, essa divisão é uma excelente maneira de controlar o investimento, posto que as perspectivas da empresa são reavaliadas regularmente levando a um panorama que permite a avaliação da gestão da empresa. Com essa atuação informada e diligente, o capitalista de risco tem as informações necessárias para decidir como será estruturado o investimento, qual o montante necessário para o negócio, além de poder escolher o melhor momento para exercer o desinvestimento. Ademais, a divisão em estádios visa sobretudo reduzir potenciais perdas com o investimento, pois em cada período é possível reavaliar se o desempenho do negócio está a gerar os resultados esperados e as expectativas futuras.

---

<sup>220</sup> DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 222.

### 3. A FORAMALIZAÇÃO DO INVESTIMENTO: CARACTERIZAÇÃO E ESTRUTURAÇÃO DO INVESTIMENTO.

---

O investimento em capital de risco caracteriza-se por ser uma operação de financiamento de empresas por um período de tempo limitado. Desde o momento em que inicia as conversações para a realização do investimento, o investidor já não tem a intenção de permanecer na estrutura societária, porquanto a sua fonte de lucro está, não no dividendo que a empresa possa gerar, mas antes na mais valia que pressupõe alcançar no momento do desinvestimento com a venda da participação social adquirida<sup>221</sup>.

Até ao advento do Decreto-Lei 56/2018, de 9 de julho, que alterou partes significativas do Regime Jurídico do Capital de Risco, havia uma vedação, em virtude da alínea c), do nº 1, do artigo 10º, segundo a qual o investimento em capital de risco numa dada sociedade não poderia ser superior a 10 anos, de modo consecutivo ou de modo interpolado.

O que o caracteriza a ideia de investir é a temporalidade subjacente<sup>222</sup>. Como o investimento tem por sua própria natureza a sua realização num prazo de tempo delimitado, desnecessário é, portanto, que essa vedação esteja inscrita no Regime Jurídico. A previsão legal dessa limitação temporal contrariava o regime do direito comercial, sendo aquele onde prevalece a autonomia da vontade das partes, cabendo à lei regular o mínimo possível. Ao legislador em matérias de direito privado cabe apenas e tão somente estabelecer o arcabouço legal para que a atividade se desenrole a contento, tal como atualmente ocorre; não havia razão para regular a limitação temporal se ela já faz parte da ideia do investimento.

Outro fato que corrobora a temporalidade do investimento sem que haja a necessidade da limitação expressa, está previsto no número 1, do artigo 38º, do Regime Jurídico do Capital de Risco, que prevê que os fundos de investimentos de capital de risco

---

<sup>221</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. *In: ALMEDINA. II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 160.

<sup>222</sup> Conforme Iñigo Erlais Coteló: “*El capital riesgo no entra en una sociedad para quedarse en ella indefinidamente, sino para contribuir, junto con los otros socios en su caso, aumentar su valor y salir de ella cuando lo haya conseguido, obteniendo con ello una plusvalía en la salida*”. COTELO, Iñigo Erlais. Las adquisiciones en el sector del capital riesgo. *In: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. Adquisiciones de empresas*. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 370.

devem ter uma duração determinada, salvo se nos documentos constitutivos estiver prevista a negociação em mercado regulamentado, prevendo também a sua prorrogação uma ou mais vezes, por períodos não superiores ao inicial.

O investidor realiza o desinvestimento em um momento previamente determinado pelo contrato, ou no momento em que o projeto já se encontra numa fase de maturação, libertando os capitais investidos para novos investimentos<sup>223</sup>.

Com a revogação da limitação temporal do investimento de no máximo dez anos, foi dada maior liberdade para os investidores desinvestirem no momento que acharem mais oportuno, ou então terem a opção de permanecer como acionistas da empresa recebendo os dividendos, ao invés de retirarem todo o capital investido, conforme autorizado pela alínea e), do número 1, do artigo 9º, do Regime Jurídico<sup>224</sup>.

A doutrina especializada relata que o ciclo de investimento em capital de risco realiza-se por um período de 3 a 7 anos, terminando com o desinvestimento. Para os casos em que o investidor não prevê mais a valorização inicialmente esperada, há mecanismos contratuais previstos para minimizar suas perdas, que podem ser exercidos no momento em que achar mais cômodo.

Assim, três são os momentos vislumbrados numa típica operação de investimento em capital de risco: a entrada ou o momento do investimento na sociedade visada, seja por aquisição ou por aumento de capital; ou algum instrumento de capital alheio que garantam o exercício social; a permanência no capital visado, convivendo normalmente com os outros sócios, muitas vezes não financeiros e no geral sem experiência na gestão empresarial; e a saída do capital de risco, independentemente da fórmula elegida para o desinvestimento. A correta regulação de cada uma destas fases, e em particular a devida proteção dos diferentes interesses envolvidos nas mesmas, delimitando os espaços de conflito com os outros

---

<sup>223</sup> No mesmo sentido: OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 72; e também, PINA, Carlos Costa. **Instituições e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2005. p. 433.

<sup>224</sup> Neste sentido: CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G.. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal Of Banking & Finance*, [s.l.], v. 27, n. 3, p.511-548, 2003. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426602003898>. Acesso em: 15 maio 2019.

parceiros, quando existam, será em grande medida um vetor fundamental do sucesso da operação<sup>225</sup>.

Analisamos de seguida esses mecanismos societários, que garantirão a estrutura jurídica apropriada para que o negócio possa florescer, e as cláusulas contratuais, que irão de um lado garantir e do outro limitar a atuação quer do investidor quer dos fundadores da empresa, de modo a garantir o equilíbrio de forças, permitindo uma convivência harmônica.

### **3.1. ESTRUTURAÇÃO JURÍDICA: A ESTRUTURA SOCIETÁRIA E CONTRATUAL DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO**

Para se compreender como opera o investimento e o funcionamento da indústria de capital de risco é importante demonstrarmos as estruturas jurídicas utilizadas e as entidades que se fazem presentes.

A atividade de investimento em capital de risco se desenvolve através da convivência harmônica de quatro agentes principais: *i*) os investidores; *ii*) os organismos de investimento de capital de risco; *iii*) os veículos de investimento; *iv*) e as empresas investidas. Os organismos de capital de risco captam os recursos junto aos investidores, que os destina para os veículos de investimento por si administrados e esses veículos são os responsáveis pela efetivação dos aportes de capitais nas sociedades alvos. Os investidores podem, por vezes, se confundir com as organizações gestoras dos investimentos realizados de modo direto, são a fonte dos recursos que serão destinados para suportar os investimentos feitos pelos veículos de investimento, e fazem os aportes de capital à medida que lhes é solicitado pelos organismos gestores.

O ciclo de investimento envolve um conjunto de atos jurídicos e materiais para a efetivação dos aportes de capital e consequente financiamento da sociedade, que envolve: *a*) Uma fase preparatória; *b*) uma fase de negociação, de estruturação do arcabouço contratual; *c*) aplicação do programa de investimento; e, por fim, *d*) o desinvestimento<sup>226</sup>.

---

<sup>225</sup> COTELO, Iñigo Erlaiz. Las adquisiciones en el sector del capital riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>o</sup> Álvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 370.

<sup>226</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 846-847.

As fases se desdobram em atos que abrangem: a captação dos fundos pelos gestores junto aos investidores; a detecção da oportunidade de investimento; a criação dos fundos de investimento, se for o caso; a criação dos veículos que irão concretizar os investimento com os aportes de capitais nas sociedades alvos; depois, o monitoramento do investimento e a adição de valor à sociedade investida; o ciclo de investimento encerra-se com o desinvestimento<sup>227</sup>.

A utilização de veículos de investimento por parte dos organismos de investimento ocorre pelo fato de os capitalistas de risco muitas vezes não estarem dispostos a se exporem diretamente ao risco do negócio, e sim, por interposta pessoa. A necessidade de diminuir a exposição ao risco aparece mais frequentemente no ciclo de investimento em *startups*, em que os capitalistas de risco não ingressam diretamente como sócios efetivos da estrutura societária, mas sim de modo indireto pelos veículos de investimento especialmente constituídos para esse fim<sup>228</sup>. É de ressaltar também que a escolha do veículo pelo capitalista de risco é de acordo com as vantagens tributárias que conseguirá obter durante o ciclo do investimento, não levantando maiores questões essa escolha, visto que a finalidade deste tipo de atividade é a maximização dos lucros<sup>229</sup>.

Deste modo, o investimento em capital de risco é realizado por empresas dedicadas a esse tipo de atividade, geridas por profissionais qualificados e especializados nesse segmento. É formalizado por intermédio de veículos especialmente constituídos para esse fim, usualmente os fundos de investimento, por intermédio de uma estrutura societária, seja do tipo *holding*<sup>230</sup>, uma sociedade limitada, ou ainda por intermédio de uma sociedade em

---

<sup>227</sup> GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p.145-168, 2001. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 10 fev. 2018. p. 152.

<sup>228</sup> COELHO, Giuliano Tozzi; CAMARGO, Henrique Cabral; RIGÃO, Romulo de Oliveira. Contrato De Investimento em Startup pela Ótica da Teoria da Agência: Análise de Cláusulas e a Relação com os Conflitos de Agência. **Revista dos Tribunais: RT**, São Paulo, v. 106, n. 976, p. 221-239, fev. 2017. Disponível em: [https://www.revistadostribunais.com.br/maf/app/delivery/offload/get?\\_=1532475115051](https://www.revistadostribunais.com.br/maf/app/delivery/offload/get?_=1532475115051). Acesso em: 25 jul. 2018.

<sup>229</sup> Para mais considerações acerca das vantagens tributárias ver: NABAIS, José Casalta. **Introdução ao Direito Fiscal das Empresas**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. 222 p. 52 ss..

<sup>230</sup> Conforme apontado por Leonardo de Lima Ribeiro, a utilização das holdings como veículos de investimento em capital de risco não se mostra a mais adequada, por conta de algumas deficiências relativas ao tratamento fiscal dos ganhos de capital, duração ilimitada, entre outras. Ainda de acordo com o autor, a flexibilidade das *limited partnerships* fica ainda mais evidente quando se compara a sua estrutura com a de uma sociedade na qual gestores, conselho de administração e acionistas têm papéis bem delimitados. RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São

comandita ou, como no caso da prática anglo-saxã, por intermédio das *limited partnerships*<sup>231</sup>.

Inicialmente, na prática americana os primeiros investimentos realizados no setor valeram-se da estrutura jurídica dos fundos de investimento (*closed-end fund*), ou então por intermédio das *Small Business Investment Companies* (SBICs) para a captação de recursos, conforme acima referido. Atualmente, são realizados por intermédio da utilização da *limited partnership*<sup>232</sup>, uma forma contratual típica dos países de origem anglo-saxã, que por conta das características que lhe são concedidas pela legislação torna-se o veículo ideal para a reunião dos recursos para o investimento.

Uma *limited partnership* apresenta-se como um instrumento de intermediação entre os investidores e as sociedades investidas, baseia-se num contrato, denominado de *limited partnership agreement*, que vincula os *limited partners* e o *general partner*. Os primeiros são os investidores, pessoas naturais ou jurídicas que irão aportar os recursos financeiros para o patrimônio da *limited partnership*; não possuem quaisquer responsabilidades pelos negócios realizados pela *limited partnership*, além do montante que investiram. O *general partner* corresponde aos gestores ou à entidade gestora da *limited partnership*, responsável por captar os recursos a serem investidos, e selecionar e realizar os investimentos a partir do patrimônio amealhado. Normalmente, os *general partners* contam com uma equipe ou entidade altamente especializada na gestão dos investimentos, denominados de *managers*<sup>233</sup>. As empresas escolhidas para receberem os recursos são denominadas *target companies*

---

Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>. Acesso em: 10 mai. 2018.

<sup>231</sup> Segundo Ana Perestrelo de Oliveira, a *limited partnership* é uma forma de organização empresarial não societária, de responsabilidade ilimitada de um ou mais *general partners* e responsabilidade limitada do ou dos outros restantes (*limited partner*). OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 18.

<sup>232</sup> Para mais considerações acerca da utilização das *limited partnership*, ver: MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 45, 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=321962>. Acesso em: 10 abr. 2019. p. 12 e ss.

<sup>233</sup> Segundo William A. Sahlman, os *general partners* possuem responsabilidade ilimitada, pelo que podem imaginar que perdem muito mais do que se comprometem em capital. As consequências da responsabilidade ilimitada são, no entanto, pouco significativas, uma vez que as parcerias de capital de risco não contraem empréstimos, nem estão expostas ao risco de terem passivos superiores aos ativos. SAHLMAN, William A. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473 - 521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018. p. 490.

(companhias alvo). Por conta dessa limitação de responsabilidade, o investidor tem a garantia de que não irá perder mais do que o capital investido<sup>234</sup>.

As vantagens apontadas para a utilização da *limited partnership* está relacionada com o fato de receber um tratamento diferenciado no tocante à sua tributação, mais apropriado à prática dos investimentos em capital de risco; é que elas não estão sujeitas ao imposto sobre o rendimento. Só os investidores, os *limited partners*, é que estão sujeitos ao pagamento de imposto sobre o rendimento, e é coletado no momento em que recebem de volta os recursos que destinaram para investimento com as mais valias, pagando a alíquota à qual está sujeito. Os investidores isentos do pagamento de impostos sobre o rendimento são beneficiados<sup>235</sup>.

Outra vantagem, conforme salientado por MARIO GOMES SCHAPIRO, está relacionada com a previsão do prazo de validade das *limited partnerships*, que atua como uma garantia para os investidores e estabelece um horizonte temporal para os aportes financeiros, evitando assim a ocorrência de prejuízos desmesurados, causados por aportes sucessivos de recursos em empreendimentos malsucedidos<sup>236</sup>.

Estabelece-se assim, portanto, como em outras estruturas de investimento em capital de risco, duas relações jurídicas: a primeira entre o investidor e o gestor do veículo utilizado para formalizar o investimento; e a segunda é firmada entre o gestor e a empresa investida. A relação entre o investidor e o gestor é no geral à distância: sendo o investidor um *limited partner*, não lhe cabe atuar na governança da estrutura; a sua função se resume a aplicar os

---

<sup>234</sup> CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A.. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. 2. ed. London: Elsevier, 2014. 756 p. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/C2012-0-06081-4>. Acesso em: 10 fev. 2019. p. 81.

<sup>235</sup> Conforme apontado por William Sahlman, para beneficiar dessa fiscalidade mais favorável, as *limited partnerships* precisam de estar configuradas da seguinte forma: (i) ter uma duração pré-determinada e estabelecida antes da assinatura do contrato; (ii) restrição na revenda das cotas, ao contrário da maioria dos títulos registrados, estes não podem ser facilmente comprados e vendidos, (iii) vedado o resgate de cotas antes do término do prazo de duração; (iv) os *limited partners* têm de manter-se distantes da gestão cotidiana do fundo, se a sua responsabilidade for limitada ao montante investido. SAHLMAN, William A. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018. p.489 e ss..

<sup>236</sup> SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia: Persistência e Dinâmica na Atuação do BNDES em uma Economia Baseada no Conhecimento**. 2009. 326 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Departamento de Direito Econômico e Financeiro, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023>. Acesso em: 15 mar. 2018. p. 198.

recursos, e delega a outrem a sua gestão. No final do período de investimento, o investidor tem a expectativa de receber as mais valias do capital que investiu<sup>237</sup>.

Na experiência portuguesa, a estrutura eleita é a dos fundos de investimento e das sociedades anônimas, escolha que pode ter sido motivada pelo fato de ser uma estrutura mais flexível quanto à mobilidade dos quadros sociais; para os investidores em capital de risco, a forma de sociedade unipessoal.

No entanto, o veículo ideal para a realização dos investimentos em capital de risco é, de acordo com PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, a estrutura do tipo societário da comandita, prevista no artigo 465º do Código das Sociedades Comerciais. O autor elege essa alternativa por conta de as comanditas serem as herdeiras da comenda e, como tal, estão mais próximas da estrutura típica do capital de risco; aduz ainda que é a que corresponde às *limited partnerships*<sup>238</sup>.

A estrutura social típica das comanditas é a reunião de duas categorias diferentes de sócios: os comanditados, àqueles que entram com a indústria, os empreendedores para o caso do financiamento em capital de risco; e os comanditários, que realizam os aportes de capital, os sócios investidores. O número 1, do artigo 465º, prevê que os sócios comanditários não respondem pelas dívidas da sociedade, e os sócios comanditados respondem perante os credores sociais pelas dívidas da sociedade.

A posição do comanditário corresponde tipicamente à do sócio que realiza os aportes de capital: para o caso, os capitalistas de risco. No que toca à questão do seu afastamento da gestão, não são encontrados maiores empecilhos no regime típico desse tipo societário. Os capitalistas de risco, por mais que entrem na estrutura societária na posição de sócios, atuam mais como gestores profissionais e não como sócios propriamente ditos, pois a saída dessa estrutura social é o objetivo mediato deles. Quanto à questão da responsabilidade ilimitada do comanditado, há formas de se ultrapassar esse empecilho, como por exemplo pela

---

<sup>237</sup> SCHAPIRO, Mario Gomes. **Banco de desenvolvimento, regulação e auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco**. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV), 2011. (FGV DIREITO SP - Artigos Acadêmicos). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/7965>. Acesso em: 20 mar. 2018. p. 13.

<sup>238</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. *In*: ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 162

intervenção nessa posição social de uma sociedade por quotas, ou de uma outra estrutura societária de responsabilidade limitada<sup>239</sup>.

Por fim, a principal vantagem da adoção da comandita no investimento em capital de risco está em evitar o recurso a suprimentos, que geralmente se fazem necessários no caso da escolha dos tipos das sociedades por quotas ou da sociedade anônima. E maiores problemas não se apresentam com relação ao investimento e desinvestimento – atos iniciais e finais –, nesse tipo societário, porquanto a transformação das sociedades não é uma operação complicada – além de poder constituir-se uma nova sociedade em comandita, na qual a sociedade a financiar seria colocada na posição de comanditada, o sócio que responde ilimitadamente pelas dívidas da sociedade<sup>240</sup>.

No entanto, segundo ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, o funcionamento do capital de risco em Portugal é bem semelhante à estrutura encontrada no mercado estadunidense. Por lá, a estrutura escolhida é a das *limited partnerships*; cá, os fundos de investimento são o típico modo de investimento, constituídos pelos investidores e por uma empresa especializada em investimento, responsável por gerir o fundo, e que atua nos mesmos moldes da figura do *general partner*<sup>241</sup>.

### **3.2. O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO: OPERAÇÕES PERMITIDAS OU FORMAS DE ENTRADA NO CAPITAL DA SOCIEDADE INVESTIDA**

O artigo 3º do Regime Jurídico do Investimento em Capital de Risco define que as operações de investimento podem ser realizadas de duas maneiras: via investimento em instrumentos de capitais próprios ou capitais alheios. Não caracteriza de modo expreso quais são as operações aptas a concretizar a atividade, e tampouco os instrumentos

---

<sup>239</sup> Neste sentido, de uma outra sociedade ser sócia de uma sociedade em comandita, RAMOS, Maria Elisabete. Comentários ao Artigo 465º - Noção. In: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**: Volume VI (Artigos 373º a 480º). Coimbra: Almedina, 2013. p. 1037-1047. p. 1043.

<sup>240</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. In: ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170. p. 163.

<sup>241</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 76.

contratuais adequados de serem pactuados entre as partes, deixando a cargo da criatividade dos contraentes a escolha pelo modo em que irão realizar a operação.

Ainda que não esteja prescrita a forma em que será permitida a efetivação do investimento, da leitura da lei é possível obter várias indicações dos contratos aptos para serem pactuados como forma de preceder com o investimento. Ou seja, não há um típico contrato de investimento de capital de risco, não há a estipulação legal de uma forma contratual para essas operações; o que há são cláusulas inscritas nos contratos que irão reger essa relação jurídica e que facilitam a determinação do negócio jurídico realizado como sendo uma típica operação de capital de risco.

Deste modo, e de acordo com o estabelecido no artigo 9º, do Regime Jurídico do Capital de Risco, é permitido ao capitalista de risco investir mediante a aquisição de participações sociais, valores mobiliários ou direitos convertíveis permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição; ou então investir por intermédio de instrumentos de capital alheio, incluindo empréstimos e créditos, das sociedades em que participem ou em que se proponham participar; instrumentos híbridos das sociedades em que participem ou em que se proponham participar<sup>242</sup>; prestar garantias em benefício das sociedades em que participem ou em que se proponham participar.

O financiamento realizado via atividade de capital de risco pode ser realizado de inúmeras maneiras, sintetizadas por ANTÓNIO DE ALMEIDA FERREIRA SOARES em três formas: (i) via subscrição de capital da sociedade que explora a empresa, reforçando assim os capitais próprios; (ii) via concessão de financiamento à entidade que explora a empresa; (iii) via concessão de garantias em benefício da entidade que explora a empresa, para que aquela consiga aceder às formas de financiamento, nomeadamente os bancários, em benefício desta<sup>243</sup>.

---

<sup>242</sup> A título de exemplo, Ana Perestrelo de Oliveira destaca as seguintes formas híbridas de financiamento: ações preferenciais sem voto; *tracking stock*; obrigações convertíveis e outros convertíveis; obrigações com *warrant*; obrigações perpétuas; obrigações ou empréstimos subordinados (ou *junior*); obrigações ou empréstimos participados (*participating loans*); empréstimo PIK (*Payment in Kind*); *credit linked notes* ou valores mobiliários condicionados por eventos de crédito. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 152.

<sup>243</sup> SOARES, António de Almeida Ferreira. Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, v. 15, p.233-241, dez. 2002.

E os negócios jurídicos utilizados e eleitos pelos capitalistas de risco para o investimento são, entre outros, os seguintes: (i) aquisição de participações acionárias (i.e., o capitalista de risco pode adquirir ações ordinárias e/ou preferenciais e bônus de subscrição); (ii) dívida: o capital recebido pela empresa é contabilizado como exigível a longo prazo, tendo como financiador o veículo que realizou o investimento; (iii) dívida convertível com a aquisição por parte do capitalista de risco de um instrumento de capital alheio<sup>244</sup>.

Importa, então, definir o que vem a ser o capital próprio – corresponde às participações sociais –, e o capital alheio – corresponde ao crédito. Trata-se das duas formas clássicas de financiamento das sociedades, e é em torno desses conceitos que se dá o investimento em capital de risco. Mas, para além dessas duas formas extremas, há na prática entre uma e outra uma multiplicidade de soluções híbridas<sup>245</sup>.

Segundo ALEXANDRE MOTA PINTO, o “capital próprio é constituído pelas entradas dos sócios e pelas reservas da sociedade, ao passo que o capital alheio é constituído pelos fundos com que terceiros, estranhos à sociedade, a financiaram”<sup>246</sup>. De acordo com o Autor, o capital próprio é disponibilizado à sociedade pelos sócios; não possui uma remuneração certa, pois depende da lucratividade; permanece por tempo indeterminado; só pode ser restituído aos sócios depois de satisfeitos os credores sociais. A sua distribuição só pode ser realizada por deliberação dos sócios, nos termos do número 1, do Artigo 31º do Código das Sociedades Comerciais, e essa deliberação só é válida se o património líquido da sociedade não for, nem se tornar, por conta da distribuição, inferior à soma do capital social e das reservas legais, ou estatutárias, conforme o estipulado pelo artigo 32º do Código das Sociedades Comerciais.

Por outro lado, o capital alheio é fornecido à sociedade por terceiros estranhos ao quadro social, de modo transitório, e a sua remuneração é de forma certa, mesmo que a

---

<sup>244</sup> A previsão da emissão de obrigações convertíveis em ações está prevista no Artigo 365º e seguintes, do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>245</sup> ALCARVA, Paulo. **O financiamento bancário de PME**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 43-44.

<sup>246</sup> No mesmo sentido: OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 39.

sociedade não aufera lucros.<sup>247</sup>. Em outras palavras: é o financiamento realizado nos mesmos moldes do mútuo oneroso<sup>248</sup>.

Para além dessas duas formas de financiamento, há ainda os capitais quase-próprios, que são o modo utilizado pelos sócios para financiar a sociedade com a utilização de instrumentos de capitais alheios. Daí a denominação de formas híbridas: prestações acessórias, prestações suplementares, e suprimentos. Constituem financiamento mediante instrumentos de dívidas efetuados pelos sócios com uma ordem de prioridade de reembolso inferior face à dívida sênior<sup>249</sup>.

No entanto, as formas híbridas podem também ser utilizadas como financiamento, para além dos quadros sociais, pois são ativos financeiros, assim caracterizados porque representam simultaneamente dívida para a empresa e uma obrigação desta, enquanto apresentam também características de capital próprio, dada a possibilidade de conversão, em certas circunstâncias, em participações sociais. As ações preferenciais, juntamente com a dívida convertível, são exemplos típicos de formas híbridas<sup>250</sup>.

A emissão de ações preferenciais, está prevista nos artigos 341º e seguintes, do Código das Sociedades Comerciais, são caracterizadas como instrumentos híbridos, pois conferem direito a um dividendo prioritário; a esse direito acresce o direito de ser cumulativo, ou seja, se não for pago no ano em que era devido, cumula-se com os dois anos seguintes, com o limite de 3 anos; admite-se a sua emissão sem voto, desde que prevista no contrato social; e conferem direito a reembolso prioritário, em caso de liquidação face às ações ordinárias<sup>251</sup>.

Conforme exposto por JOSH LERNER, os capitalistas de risco preferem realizar o investimento sob a forma de aquisição de ações preferenciais, ao invés de ações ordinárias.

---

<sup>247</sup> PINTO, Alexandre Mota. **Do Contrato de Suprimento**: O Financiamento da sociedade entre capital próprio e capital alheio. Coimbra: Almedina, 2002. p. 20-22.

<sup>248</sup> DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II**: Novos estudos sobre tecnologia financeira. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 220.

<sup>249</sup> DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II**: Novos estudos sobre tecnologia financeira. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 220

<sup>250</sup> ALCARVA, Paulo. **O financiamento bancário de PME**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 61.

<sup>251</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 158-159.

Optam por esta forma como forma de resguardar o investimento e diminuir o risco à exposição, para o caso de a empresa ser liquidada ou ter de devolver dinheiro aos acionistas. As ações preferenciais são pagas antes das ações ordinárias que detêm os empreendedores, bem como outros investidores menos privilegiados. Além disso, os investidores em capital de risco acrescentam inúmeras cláusulas e disposições restritivas às ações preferenciais. Podem, por exemplo: ser capazes de bloquear futuros financiamentos se não estiverem satisfeitos com a avaliação; substituir o empresário na condução da empresa; ter um determinado número de representantes no conselho de administração; ou até, deter o controle do conselho. Desta forma, se algo inesperado acontecer (que é a regra, e não a exceção, no caso das empresas empreendedoras), o investidor de capital de risco pode assumir o controle. Estas condições variam com a ronda de financiamento, sendo as mais exigentes reservadas para as fases mais precoces de financiamento<sup>252</sup>.

A emissão de ações preferenciais possibilita o financiamento da sociedade emitente através de capital próprio não remunerado, isto é, por intermédio de meios que são fornecidos à sociedade por tempo indeterminado, sem garantir aos investidores qualquer remuneração para além dos dividendos a que têm direito; o que faz com que tenha um custo significativamente menor para a sua obtenção, face à emissão de obrigações<sup>253</sup>.

A emissão de dívida convertível, ou obrigações convertíveis em ações, está prevista nos artigos 365º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais, e combina as características das obrigações com as do valor mobiliário a converter. De acordo com PAULO CÂMARA, elas concedem dois direitos principais ao titular: por um lado, incorporam o direito à restituição do capital mutuado e aos respectivos juros; e, por outro, pressupõe a atribuição de um direito, e não de um dever, de o seu titular poder proceder à conversão da sua obrigação em ação ou outro valor mobiliário emitido pela sociedade

---

<sup>252</sup> LERNER, Josh. **Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed —and What to Do About It.** New Jersey: Princeton University Press, 2009. p. 53. Em sentido parecido: WILLIAMS, Spencer. Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, New York, v. 1, n. 23, p.105-172, 2017. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/fjcf23&i=111>. Acesso em: 26 abr. 2018. p. 123 e ss. Em Portugal: BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. **Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar.** Venda Nova: Bertrand Editora, 2000. p. 123 e ss..

<sup>253</sup> FARTO, Daniela Baptista. Ações Preferenciais sem Voto (em particular, as detidas por investidores qualificados). In: **IV Congresso Direito das Sociedades em Revista.** Coimbra: Almedina, 2016. p. 411-440. p. 415

emitente<sup>254</sup>. Ou, como refere ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, elas trazem consigo a faculdade de optarem, de acordo com certas condições e em determinado prazo, entre o reembolso, total ou parcial, do capital investido na subscrição das obrigações e a aquisição da qualidade de acionistas da sociedade emitente. A opção pela conversão pode ser exercida tanto pelo investidor (*convertibles*), como pela sociedade emitente (*reverse convertibles*)<sup>255</sup>.

Com esses conceitos em mente, já é possível perceber que a atividade de investimento implica a assunção da posição de sócio ou de direitos que confirmam o exercício de atos próprios dos sócios. Por ser uma operação de investimento, que visa o financiamento da empresa societária, o aporte de capital tem por destino a própria empresa e não os seus sócios; mesmo que a aquisição dos instrumentos de capitais próprios tenha por titularidade os sócios, os valores arrecadados têm por destino financiar a própria sociedade.

Por isso, a regra é a aquisição de participações detidas pela própria sociedade, que resultarão em operações de aumento de capital; ou então, na aquisição de quotas ou ações próprias, e destaca-se a particularidade de que a aquisição é tipicamente minoritária; o capitalista de risco tem o interesse de valorizar a empresa, mas não o de liderá-la<sup>256</sup>.

Essa liberdade é conferida porque o intento é regular a atividade de investimento, e não a configuração jurídica em que será efetivada. Sendo assim, qualquer modo que consiga a aquisição de participações sociais, ou qualquer negócio jurídico que seja passível de o investidor aportar capital e se colocar na posição de credor da sociedade, desde que se coadune com o estabelecido no Regime Jurídico do Capital de Risco, é apto para concretizar a operação.

Na sequência do aporte dos capitais, surge a necessidade de adequação do tipo societário. Isso ocorre por conta dos aportes de capital recebido, e normalmente há que alterar a estrutura societária, se ela já existir<sup>257</sup>. Dá se, com isso, ou a constituição de uma

---

<sup>254</sup> CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 164.

<sup>255</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 160.

<sup>256</sup> Neste sentido, é a informação obtida junto ao sítio da *internet* da Portugal Ventures, responsável pelo investimento público de capital de risco de tipo *venture capital* em Portugal: “A Portugal Ventures investe através de aumento de capital social, o que provoca a diluição das participações dos atuais acionistas. Esta diluição será tanto maior ou menor, de acordo com a valorização que a Portugal Ventures vier a fazer da Sociedade”. PORTUGAL VENTURES (Portugal). **FAQ**. Disponível em: <https://www.portugalventures.pt/investimento/faq/#1553536294398-98458a1e-c5ec>. Acesso em: 30 maio 2018.

<sup>257</sup> Conforme Guy Kawasaki, o desejável da estrutura societária de uma *startup* é que possua três características: *i*) familiar, para que os investidores se sintam confortáveis; *ii*) vendável a outras empresas ou

nova sociedade que irá absorver a estrutura societária existente, ou então a transformação da sociedade já existente: no geral, uma sociedade por quotas, para uma sociedade anônima<sup>258</sup>.

Resumidamente, o investimento em capital de risco é a aquisição de uma participação acionária por certo período de tempo. Caracteriza-se, portanto, por um negócio suscetível de proceder com a aquisição de participações sociais ou de instrumentos de dívida que garantam ao investidor a sua atuação como se fosse sócio, e permitam a sua conversão em participações sociais. A aquisição das participações sociais é juridicamente definitiva, mas está-lhe implícita a intenção de as revender, no momento em que o investidor aufera os lucros com a valorização dessas participações.

### **3.3. O FINANCIAMENTO E A VALORAÇÃO DA SOCIEDADE: A PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL SOCIAL DO EMPREENDEDOR E DO INVESTIDOR.**

A valoração da empresa é uma das questões centrais do acordo, assim como a forma em que se dará o aporte de capitais, porque irá refletir-se no tamanho da participação social que irá corresponder a cada uma das partes envolvidas na operação. É na discussão desses valores que os investidores e os empreendedores ajustam os termos do contrato e, como apontado por SPENCER WILLIAMS<sup>259</sup>, são discutidos os aspectos econômicos e de controle do negócio. Os aspectos econômicos referem-se aos termos que determinam o valor da empresa, e qual a percentagem que caberá a cada uma das partes; enquanto os aspectos

---

em mercado bolsista; *iii*) capaz de oferecer incentivos aos funcionários. KAWASAKI, Guy. **A Arte da Startup: Como transformar uma boa ideia numa empresa de sucesso no Século XXI**. Amadora: Vogais, 2015. p. 35

<sup>258</sup> A questão da alteração do tipo societário para sociedade anônima encontra-se no sítio da internet da Portugal Ventures, no modelo de documento intitulado “Ficha Técnica de Investimento não Vinculativa”, onde consta o seguinte: “Item 2. A ... (a SOCIEDADE) é uma sociedade por quotas (a transformar em sociedade anónima), com o NIPC ..., matriculada na Conservatória do Registo Comercial de ..., e tem a sua sede em ...”. PORTUGAL VENTURES (Portugal). **Ficha Técnica de Investimento não Vinculativa**. Disponível em: [https://www.portugalventures.pt/wp-content/uploads/2019/03/Term-Sheet\\_VF\\_janeiro-2019.pdf](https://www.portugalventures.pt/wp-content/uploads/2019/03/Term-Sheet_VF_janeiro-2019.pdf). Acesso em: 30 maio 2019.

<sup>259</sup> Ainda, de acordo com o Autor: há um ditado comum no Vale do Silício (muitas vezes considerado o coração do mundo dos empreendimentos), "você pode ter economia ou controle, mas não ambos". Acredita-se que os empreendedores de primeira viagem se concentram mais nos aspectos econômicos, enquanto os empreendedores mais experientes entendem a importância de deter o controle da sociedade. WILLIAMS, Spencer. *Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms*. **Fordham Journal Of Corporate And Financial Law**, New York, v. 1, n. 23, p.105 - 172, 2017. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/fjcf23&i=111>. Acesso em: 26 abr. 2018. p. 124 e ss..

referentes ao controle determinam como as decisões relativas à empresa são tomadas e quem tem o poder de as fazer.

Conforme refere PAULO BANDEIRA<sup>260</sup>, o montante aportado num investimento em capital de risco seria suficiente, na esmagadora maioria dos casos, para adquirir a maioria ou até a quase totalidade do capital social da sociedade investida e, dessa forma, deter a maior parte das suas participações sociais e os direitos econômicos adstritos, e assumir o controle do conselho de administração. Mas não é isso o que ocorre no investimento em capital de risco. A lógica por detrás desse investimento é a da promoção do desenvolvimento sustentado muito rápido da sociedade investida, procurando que uma ideia passível de ser globalizada possa ser escalada de forma muito acelerada por intermédio do investimento aportado. Com isso, quem primeiro se instala tem vantagem competitiva, mesmo que a ideia possa ser replicada por outros agentes econômicos, desde que consiga rapidamente colocar o seu produto em vários mercados.

Deste modo, o valor relevante a fixar no tocante às percentagens de participação correspondente a cada umas das partes, não é tanto o valor atual da sociedade, mas sim a valorização que ela poderá alcançar no futuro. Para tanto, no momento do investimento importa considerar, não o resultado exposto no balanço da sociedade, mas o que, em conjunto com o plano de negócios, a contribuição dos fundadores, dos sócios não investidores e da equipe gestora que pode vir a ser gerada, até porque há investimentos que são realizados em fases incipientes em que ainda nem sequer existe estrutura societária. O investidor reconhece que os empreendedores possuem conhecimento e experiência excepcionais, e o investimento é feito na capacidade que estes têm de gerar lucro e no valor intangível que aportam ao projeto, na capacidade que possuem de diretamente converter esse conhecimento e experiência em valor acrescentado para a sociedade e, indiretamente, num aumento do valor das suas ações. A possibilidade de a sociedade se valorizar será tanto maior quanto mais o produto tiver características singulares ou de difícil reprodução por terceiros, e a equipe gestora tiver capacidades adequadas ao seu desenvolvimento. Nestes casos, será necessário não só avaliar a sociedade visada, mas também, para o fim de fixar e distribuir as percentagens de participação entre os investidores e os empreendedores, valorar e quantificar

---

<sup>260</sup> BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. *Revista de Direito das Sociedades*, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 594.

a contribuição imaterial que irão aportar, e que consistirá na capacidade de gerarem valor para a sociedade. Em função desse conhecimento único que o empreendedor possui é que é valorada a sua participação no capital social da sociedade.

No entanto, conforme observa IÑIGO ERLAIZ COTELO<sup>261</sup>, a impossibilidade de integralizarem o seu conhecimento como contribuições de indústria, de acordo com o regime das sociedades por quotas e das sociedades anónimas<sup>262</sup>, faz com que a contribuição dos gestores não seja formalizada normalmente como uma contribuição não monetária e que adquiram a sua participação no capital social em condições privilegiadas, com direito a subscrição sem os aporte de capital, pelo valor nominal ou por um valor inferior, situação a que se dá o nome de “*promoted stock*”<sup>263</sup>.

Uma das formas de se alcançar tal situação é pela subscrição de uma categoria de ações pelos empreendedores às quais são conferidos direitos qualificados de voto sobre determinadas matérias; neste caso, teriam no capital social uma percentagem minoritária mas qualificada e, portanto, protegida. A existência de diferentes categorias tem por vantagem a proteção da posição dos empreendedores no capital social, contra a diluição da

---

<sup>261</sup> COTELO, Iñigo Erlaiz. Las adquisiciones en el sector del capital riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 371-377.

<sup>262</sup> Respectivamente, de acordo com o previsto no número 1, do Artigo 202º, e com o número 1, do Artigo 277º, do Código das Sociedades Comerciais. Acerca da justificação da vedação às entradas em indústria nas sociedades de capitais, Paulo de Tarso Domingues justifica que está fundamentalmente presente a função de garantia, que não seria obtida com as entradas em serviços. É a finalidade de tutela de terceiros credores que determina a inadmissibilidade, nas sociedades de capitais, das entradas em indústria. Contudo, o Autor refere que há que repensar essa temática referente às entradas em indústria, porquanto a função de garantia do capital social está em crise e sendo posta em causa, uma vez que já não está a desempenhar, ao menos de forma eficaz, essa função. E, ademais, na hodierna atividade econômica, os serviços e conhecimentos que certas pessoas podem prestar ao desenvolvimento de um determinado projeto assume cada vez mais relevância. Por isso tudo, há que repensar essa proibição, de modo a permitir para tais sociedades as entradas em indústria. DOMINGUES, Paulo de Tarso. Comentários ao Artigo 202º - Entradas. *In*: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 225-240. p. 227-229. Para o caso específico das Sociedades por Ações, em todo o espaço comunitário há a proibição desse tipo de entrada, por força da Diretiva 2017/11332/EU, do Parlamento e do Conselho, de 14 de julho de 2017. DOMINGUES, Paulo de Tarso. Comentários ao Artigo 277º - Entradas. *In*: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2018. p. 104-117. p. 106.

<sup>263</sup> A operação pode ser concretizada pela utilização da figura do ágio, situação em que o investidor aporta a maior parte de recursos, para ao final deter uma participação minoritária no capital social. SANSIVIERO, Adriana Piraíno; YUNES, Lutfé Mohamed. Estruturação de Investimentos em Startups - Aspectos Legais e Negociais. *In*: MEDEIROS NETO, Elias Marques de; SIMÃO FILHO, Adalberto. **Direito dos Negócios Aplicado, volume. III : dos direitos conexos**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 215-231. p. 230.

sua participação em futuros aumentos de capital que possam ser necessários para satisfazer as necessidades de financiamento da sociedade.

Para o caso das operações que têm por fim a aquisição de uma dada sociedade, e em que a estrutura contratual acordada se dê através de um subsequente aumento de capital diretamente na empresa adquirida, ou se a aquisição for realizada por um veículo criado para esse propósito, o aumento de capital se dará neste; e os investidores poderão renunciar ao direito de exercer seus direitos preferenciais de subscrição em favor da equipe de gestão, para poderem subscrever a percentagem de participação que lhes foi prometida.

Ou, por fim, com a utilização dos instrumentos de *equity ratchets*, que têm por finalidade alinhar os interesses e resolver os problemas resultantes do fato de ser atribuída aos sócios não investidores uma participação muito superior à que lhes seria devida face à sua contribuição monetária. Os *equity ratchets* são incentivos que normalmente se concedem materializados na subscrição de participações sociais em favor dos fundadores ou da equipe de gestão, por conta da obtenção de resultados ou lucros num período de tempo previamente acordado. Podem também ser configurados numa orientação negativa, obrigando os sócios gestores a vender partes das suas participações sociais se os resultados esperados não forem alcançados nos prazos previstos; são os denominados sistemas de *vesting*<sup>264</sup>, ou de consolidação da propriedade ou dos direitos de ações. É o sistema pelo qual as participações sociais são atribuídas ao empreendedor ou à equipe gestora no momento do investimento, mas a aquisição dos plenos direitos políticos e económicos sobre essa participação está ligada à sua permanência na empresa e à realização de determinados objetivos. Estas ações estão sujeitas a restrições quanto à sua transmissibilidade e a um acordo de recompra (opção de compra) por parte da sociedade ou dos restantes acionistas. Os sistemas através dos quais estas ações são libertadas destes encargos (restrições à transferência e opção de compra) são principalmente dois, ambos ligados à sua permanência na estrutura societária: o primeiro, e menos usual, prevê a opção de compra por parte da sociedade e dos acionistas (e a opção de venda paralela normalmente concedida ao administrador) em qualquer momento, mas o

---

<sup>264</sup> A cláusula prevendo o *vesting* está presente, por exemplo, no documento intitulado “Ficha Técnica de Investimento não Vinculativa”, encontrada no sítio da internet da Portugal Ventures, no qual consta o seguinte: “Item 10. *Vesting* dos Fundadores *Vesting* dos Fundadores em 4 anos em condições a definir no Acordo Parassocial”. PORTUGAL VENTURES (Portugal). **FAQ**. Disponível em: <https://www.portugalventures.pt/investimento/faq/#1553536294398-98458a1e-c5ec>. Acesso em: 30 maio 2018.

preço da aquisição no exercício da referida opção varia em função do tempo decorrido e do cumprimento dos objetivos previstos. O segundo sistema de aquisição de direitos, mais comum do que o anterior, é aquele em que as restrições são liberadas por ação – ou seja, do total de ações de propriedade do administrador, sobre uma determinada percentagem ele adquire plenos direitos políticos e econômicos, e assim por diante ao longo dos anos<sup>265</sup>.

A discrepância entre o capital aportado pelo investidor e os direitos de controle é natural e presumível, porquanto o que em primeiro lugar se busca com o investimento é dotar a sociedade dos meios necessários para iniciar as atividades de forma estável e alcançar o seu crescimento do modo mais rápido possível e atingir etapas de desenvolvimento impensáveis se esse crescimento fosse desempenhado de modo orgânico.

Para que isso ocorra, é preciso que sejam os empreendedores a gerir a empresa, ao invés de se tornarem trabalhadores por conta de outrem e, firme-se com isso, uma parceria estratégica entre investidor e empreendedor, de modo que sejam preenchidas as lacunas que poderiam levar o empreendimento ao fracasso<sup>266</sup>.

Os riscos a que os capitalistas de riscos se expõem quando decidem investir em *startups* e em empresas ligadas à área da inovação e do conhecimento são maiores mas, em contrapartida, a possibilidade de retornos mais altos sobre o valor investido também é maior, prevalecendo a incerteza, ainda que de certa maneira contemplada.

Deste modo, PAULO BANDEIRA aponta que o modelo ideal de investimento implica por regra que: o investidor de capital de risco, mesmo aportando valores muito acima dos já integralizados na sociedade, assuma uma posição minoritária do capital social; não assuma o controle do conselho de administração; tenha direitos econômicos apropriados à

---

<sup>265</sup> Neste sentido, também: GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p.145-168, 2001. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 10 fev. 2018. p. 157.

<sup>266</sup> Conforme exemplificado por Spencer Williams: “Practitioners frequently describe the venture investing relationship as a marriage between the entrepreneur and the investors”. WILLIAMS, Spencer. Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, New York, v. 1, n. 23, p.105-172, 2017. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/fjcf23&i=111>. Acesso em: 26 abr. 2018. p. 124.

percentagem de capital detido, exceto no desejável cenário de desinvestimento bem sucedido ou no cenário de liquidação<sup>267</sup>.

O fato de não deter uma posição dominante do capital social e não assumir a gestão da sociedade, não quer dizer que o investidor não possa exercer a supervisão da administração da sociedade ou mesmo vir a exercer o direito de veto em determinadas matérias consideradas críticas para o desenvolvimento da sociedade. O exercício desses direitos é possível através da apropriada regulação contratual do investimento, equilibrando o conhecimento do empreendedor com as forças capitalísticas do investidor, de modo a mitigar os riscos envolvidos e criar um ambiente harmonioso de convivência entre os futuros sócios para gerar uma condição de ganha-ganha.

### **3.4. A REGULAÇÃO DA RELAÇÃO DE INVESTIMENTO: AS CLÁUSULAS CONTRATUAIS QUE REGEM O INVESTIMENTO E O DESINVESTIMENTO.**

A regulação interna do investimento em capital de risco está atrelada a um complexo arcabouço contratual, que irá prever direitos e obrigações para os envolvidos, havendo sempre também, juntamente com o contrato de investimento, um acordo parassocial, o contrato pelo qual se procurará regular toda a relação dos sócios com a sociedade<sup>268</sup>. De acordo com MARIA DA GRAÇA TRIGO, esses acordos celebrados entre os sócios apresentam duas características: primeiro, a autonomia e independência relativamente ao contrato de sociedade e, também, a existência de uma ligação funcional com este último que configura um nexo de acessoriedade<sup>269</sup>.

---

<sup>267</sup> BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 595.

<sup>268</sup> Por conta da celebração do contrato parassocial, Paulo Câmara refere que o centro regulador do comportamento dos sócios multiplica-se, havendo regimes diferentes a aplicar à sua vinculação social e à sua vinculação parassocial. CÂMARA, Paulo. Acordos Parassociais: estrutura e delimitação. *In*: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (Org.). **Estudos em memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches**: Vol. II Direito Privado, Processual e Criminal. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 783-817. p. 784.

<sup>269</sup> TRIGO, Maria da Graça. **Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto**. 2. ed. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 2011. p. 13. Ainda segundo a Autora, os acordos parassociais no geral são celebrados para versar sobre o exercício do direito de voto. Entretanto, para além destes, outros acordos com as mais diversas configurações podem vir a ser celebrados em função dos interesses que as partes pretendam regular no convívio societário, como por exemplo: os acordos celebrados para restringir à transmissibilidade das participações sociais, denominados de *acordos de bloqueio*; ou os acordos que procuram regular as relações

Os acordos parassociais<sup>270</sup> estão previstos no artigo 17º, do Código das Sociedades Comerciais. De acordo com o número 1, são negócios jurídicos celebrados entre os sócios (todos ou alguns) e os seus efeitos, como refere CAROLINA CUNHA, irão repercutir no âmbito das relações societárias. Entretanto, de acordo com a letra da lei, essa concepção é superada por uma concepção mais alargada, sobretudo no que concerne aos sujeitos outorgantes, entre os quais podem figurar terceiros ao lado dos sócios, e até a própria sociedade; sua celebração pode preceder a criação da sociedade, ser-lhe contemporânea, ou ocorrer em momento posterior; a sua duração pode ser determinada, ou então se prolongar no tempo<sup>271</sup>.

Ao mesmo tempo em que são admitidos, são-lhes impostos limites acerca do conteúdo das matérias que podem versar. No número 2, do artigo 17º, do Código da Sociedades Comerciais, está prescrito vedar-se a criação de estipulações que permitam aos sócios dirigir instruções aos membros dos órgãos de administração e fiscalização, fora do âmbito que as legitime, isto é, ao arrepio da via deliberativo-social. Outros limites estão previstos no número 3, especificamente no que se refere aos acordos de voto. A alínea *a*), comina de nulidade os acordos que obriguem o sócio a votar seguindo sempre as instruções da sociedade ou de um dos seus órgãos – para o caso, o conselho de administração e representação, ou o órgão de fiscalização. A alínea *b*) prevê a nulidade dos acordos que obriguem os sócios a aprovar sempre as propostas feitas pelos órgãos da sociedade. Nesse caso, não há sequer necessidade de uma instrução. Por fim, a alínea *c*) proíbe a denominada

---

de natureza comercial, financeira, ou outra situação que pretendam estabelecer na relação entre a sociedade e os sócios que firmam o acordo; ou *acordos de consulta prévia*, firmados com a intenção de se reunirem para debater os assuntos da ordem do dia antes de cada assembleia da sociedade; os *acordos sobre acesso a informações societárias*, em que os sócios alargam os direitos legalmente e estatutariamente previstos quanto ao acesso às informações da sociedade; por fim, os acordos que visam alterar o regime da responsabilidade dos sócios contraentes ou as regras de distribuição dos lucros entre eles. TRIGO, Maria da Graça. **Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto**. 2. ed. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 2011. p. 24 -27.

<sup>270</sup> Conforme apontado por M<sup>a</sup> Luisa Aparicio Gonzales, “(...) *esa atención no es caprichosa, sino que obedece una realidad práctica, que nos revela que los pactos existen en prácticamente toda empresa que adopte a forma de sociedad mercantil, porque sus socios, todos o algunos de ellos, deciden, en un momento dado, asumir compromisos, al margen de los Estatutos sociales, que tienen por objeto aspectos concretos de la actividad social.*” GONZÁLEZ, María Luisa Aparicio. Pactos Parasociales y Protocolos Familiares. In: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Alvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor: Aranzadi/thomson Reuters, 2013. Cap. 12. p. 609-629.

<sup>271</sup> CUNHA, Carolina. Comentários ao Artigo 17º - Acordos Parassociais. In: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**: Volume I (Artigos 1º a 84º). 2. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 303-335. p. 305-307.

venda de votos; é lícito o sócio vincular-se a votar segundo uma orientação, mas não é aceitável que o faça em contrapartida de vantagens especiais<sup>272</sup>. Ultrapassados esses limites, além de outros, como a boa-fé, de acordo com COUTINHO DE ABREU são de considerar total ou parcialmente esses acordos<sup>273</sup>.

Nos acordos parassociais<sup>274</sup> o investidor normalmente incluirá cláusulas contratuais com previsão de mecanismos gerais de proteção e, também, mecanismos de liquidez, que decorrem, por exemplo, das cláusulas contratuais sobre *use of proceeds*, exercício de direitos sociais, informação, anti-diluição, pactos de permanência, *bad leaver clauses*, resolução de conflitos, direitos de preferência, *tag along*, *drag along*, preferência na liquidação, *option pools*<sup>275</sup>.

Pelo lado do investidor visam, de acordo com FRANCISCO BANHA, garantir o comprometimento dos sócios numa gestão fortemente empenhada no bom funcionamento e desenvolvimento da empresa, e também acautelar os seus interesses; pelo lado dos sócios não investidores, pretendem que estejam definidos de forma clara e precisa todos os direitos e deveres respeitante à sua relação com os investidores e em que circunstâncias se dará a saída deles<sup>276</sup>.

A regulação da relação entre estes dois tipos de parceiros que conviverão juntos durante todo o investimento é absolutamente necessária: o investidor tem interesses mais financeiros, rentabilizar a empresa num período de tempo relativamente curto, atuando na sua gestão apenas em casos específicos, para enfim liquidar o investimento de forma a maximizar o seu retorno e cumprir os compromissos assumidos com os seus parceiros ou

---

<sup>272</sup> Para mais considerações acerca das limitações do conteúdo dos acordos parassociais, ver: TRIGO, Maria da Graça. **Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto**. 2. ed. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 2011. p. 147 e ss..

<sup>273</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. CURSO DE DIREITO COMERCIAL: Das Sociedades. Volume 2. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2019. p. 156-157.

<sup>274</sup> Conforme, William A. Sahlman: “The basic document that governs the relationship between the venture-capital firm and the venture is the stock-purchase agreement”. SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018. p. 503.

<sup>275</sup> DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 226.

<sup>276</sup> BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. **Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar**. Venda Nova: Bertrand Editora, 2000. p. 116.

participantes da melhor forma possível; enquanto os empreendedores têm a pretensão de ver a sua ideia fora do papel, vendo a empresa produtiva. As cláusulas exigidas pelos investidores visam sobretudo proteger o valor do seu investimento, permitir a sua intervenção na tomada de decisões quando esse investimento estiver comprometido e facilitar uma saída que lhe permita cumprir o seu objetivo de maximizar as mais-valias obtidas com o investimento. Por isso, faz-se necessária uma cuidadosa regulação nos contratos, com a previsão de cláusulas específicas que protejam os interesses de ambas as partes, algumas protegendo interesses dos investidores e outras protegendo os interesses de não-investidores; sejam incluídos mecanismos para evitar que esse choque de interesses resulte num conflito. Em última instância, caso tais mecanismos de prevenção de conflitos sejam insuficientes, incluir um sistema eficaz de resolução que garanta que não se paralisa ou dificulta a gestão sadia e eficaz da sociedade<sup>277</sup>.

No caso das operações de investimento em capital de risco, PAULO BANDEIRA destaca que os direitos ali vertidos podem ser de maior ou menor extensão, a depender do mercado em que o investidor opera, embora nos mercados de matriz anglo-saxã sejam atribuídos menos direitos que nos de matriz continental, que têm por costume serem mais centralizadores; ou conforme a natureza pública ou privada do capitalista de risco, sendo certo que os primeiros são mais exigentes e centralizadores<sup>278</sup>.

Algumas das preocupações que os empreendedores e os investidores visam regular por intermédio dos contratos parassociais, e que surgem por conta da negociação do contrato de investimento e necessitam de uma correta regulação para o sucesso do investimento e a boa convivência entre as partes, são de um modo geral as seguintes: *i*) a manutenção do controle político (de voto) da sociedade por parte do empreendedor; *ii*) se não detiver o controle político, lhe seja preservado o direito de condução estratégica e operacional do negócio, deixando sob controle dos investidores as decisões de natureza financeira; *iii*) a garantia da obrigatoriedade por parte do investidor de realizar os aportes quando acordados em parcelas, para o caso de o primeiro aporte ser via mútuo e não via aquisição de

---

<sup>277</sup> COTELO, Iñigo Erlaiz. Las Adquisiciones en el Sector del Capital Riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de Empresas**. 4. ed. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 384-385.

<sup>278</sup> BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 595.

participação social, seja assegurado que o investidor converterá a dívida em capital ou de alguma maneira se disponha a não a exigir; *iv*) se o empreendedor exercer cargos de administração, o que ocorre no geral, a previsão de uma contraprestação pelos serviços prestados a favor da sociedade, e exigência por parte do investidor de dedicação exclusiva por parte do empreendedor ao negócio, em tempo integral e com cláusula de não concorrência durante a sua gestão e por um período após a sua saída, além de um período mínimo de permanência no cargo e de não comercialização de sua participação acionária (cláusula de *lock-up*); *v*) limitação de que o investidor faça outros investimentos em atividades diretamente concorrentes com o negócio; *vi*) garantia de equilíbrio entre a parcela de lucro a ser distribuída e reinvestida no negócio, para que o apetite do investidor por lucro não coloque a empresa em estado de debilidade financeira; *vii*) previsão de um período mínimo de permanência do investidor no negócio para, caso o investidor queira vender sua participação e sair da sociedade antes do prazo, e se o fizer, além do direito de preferência do empreendedor, a previsão de um direito de veto quanto ao ingresso de determinados sócios – isso tudo, claro, mediante critérios objetivos (são as cláusulas de preferência) – ; *viii*) para o momento do desinvestimento, a previsão da obrigação de venda conjunta, para o caso de o comprador condicionar a aquisição a 100% do negócio (*drag along*), e o investidor não ver frustrada a chance de obter as maias valias pela vontade do empreendedor em não querer vender a sua parte, ou a garantia da fixação de um valor mínimo para se desfazer da sua participação de modo conjunto ou, pelo lado do empreendedor, em garantir o direito de vender sua participação nas mesmas condições do investidor (o denominado direito de venda conjunta ou *tag along*); *ix*) estipulação de mecanismos de saída recíprocos, em caso de conflito, o que passará por cláusulas de opção de compra (*call option*), opção de venda (*put option*), e até mesmo cláusulas do tipo *buy-sell/shotgun*; *x*) previsão de cláusulas para o caso de o empreendedor não deter o controle político, com a garantia de que não será excluído da sociedade por arbitrariedade do controlador; *xi*) para o caso de sociedades do tipo limitada, a previsão de cláusulas de sucessão por morte, incapacidade ou ausência, sendo certo que tais situações preocupam mais o investidor do que o empreendedor, porquanto aquele investe na figura deste e exige a sua presença como executivo do negócio; *xii*) previsão de métodos claros de avaliação do negócio para apuração de haveres, reembolso do capital investido ou compartilhamento dos prejuízos, seja para o caso de falecimento, ausência ou incapacidade,

seja nos casos de retirada – espontânea ou à força – de um sócio; *xiii*) a escolha entre arbitragem ou foro<sup>279</sup>.

Sob a ótica do investidor, as questões que pretende ver reguladas estão relacionadas com o risco de perder o capital investido, ou o risco de vir a perder para além do valor investido e, em certas circunstâncias, ter o seu património exposto, por conta da má gestão exercida pelo empreendedor. Esse risco pode ser limitado com sua participação somente com capital sem direito a voto, por intermédio das ações preferenciais; a não participação nos órgãos de administração da sociedade; e, por fim, a existência de mecanismos que permitam que a sua retirada da estrutura social se dê de modo descomplicado, como por exemplo com a previsão da outorga a ele de uma opção de venda ao empreendedor. Para o caso em que o exercício do controle político está nas mãos do empreendedor, e o investimento tenha sido realizado por intermédio de ações preferenciais, pode haver a estipulação de direitos de veto pelo investidor, de modo a equilibrar o desejo do empreendedor em desenvolver o negócio, e de o investidor ter certo controle sobre os aspectos financeiros da sociedade. Para o caso do investimento realizado via mútuos, é expectável a exigência por parte do investidor de cláusulas de que seu crédito seja convertível em participações sociais, e que a decisão pela conversão ou não conversão fique a seu critério. Por fim, o investidor sempre buscará manter a sua liberdade total para exercer o direito de desinvestir, aliada à obrigação do empreendedor de desinvestir em conjunto ou independentemente das condições de venda pactuadas, ao mesmo tempo desobrigando-se de dar ao empreendedor o direito de venda conjunta<sup>280</sup>.

Será por meio de cláusulas contratuais devidamente pensadas para dirimir os possíveis conflitos que será possível proceder com a concreta regulação do investimento. Certo é que as cláusulas são pensadas e negociadas para, em cada contrato específico, a depender em grande medida das circunstâncias presentes em cada transação, existir um conjunto de cláusulas, algumas que protegem os interesses dos investidores e outras que

---

<sup>279</sup> SANSIVIERO, Adriana Piraíno; YUNES, Lutfé Mohamed. Estruturação de Investimentos em Startups - Aspectos Legais e Negociais. In: MEDEIROS NETO, Elias Marques de; SIMÃO FILHO, Adalberto. **Direito dos Negócios Aplicado, volume. III : dos direitos conexos**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 215-231. p. 225-228.

<sup>280</sup> SANSIVIERO, Adriana Piraíno; YUNES, Lutfé Mohamed. Estruturação de Investimentos em Startups - Aspectos Legais e Negociais. In: MEDEIROS NETO, Elias Marques de; SIMÃO FILHO, Adalberto. **Direito dos Negócios Aplicado, volume. III : dos direitos conexos**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 215-231. p. 229-231

visam a proteção dos sócios não investidores, os quais, pela importância que desempenham, estão normalmente presentes em quase todos os investimentos.

Uma classificação dessas cláusulas pode ser avançada em virtude da função que desempenham na regulação da relação intrasocietária. Seguindo a classificação proposta por DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE<sup>281</sup>, há as (i) cláusulas de governo societário, que visam definir as regras acerca da gestão da sociedade, no que toca aos processos decisórios e aos direitos das partes interessadas; (ii) cláusulas de permanência, que pretendem assegurar o engajamento dos sócios fundadores ao projeto alvo do investimento; (iii) cláusulas de preservação do valor do investimento e, por fim, (iv) cláusulas de liquidez<sup>282</sup>. Pela enunciação do núcleo problemático, essas cláusulas se reconduzem a: cláusulas que incidem sobre a gestão societária; cláusulas restritivas de liberdades empresariais e laborais; cláusulas de limitação do risco empresarial e cláusulas de transmissão automática de participações<sup>283</sup>.

*a) Cláusulas de Governo Societário:*

A primeira cláusula de permanência, comumente presente nos acordos parassociais, é a *use of proceeds*, que visa comprometer os sócios fundadores no sentido de que a utilização dos meios financeiros decorrentes do aporte de capital realizados pelos investidores terá por destino um ou vários projetos específicos relativos ao modelo ou tecnologia por eles detido. Alguns investidores são rigorosos e procuram assegurar um maior grau de comprometimento na aplicação dos recursos a uma estratégia definida de gestão, ou de acordo com objetivos de gestão determinados de acordo com o *business plan* utilizado para obter o investimento. Essas cláusulas, a depender do seu conteúdo, podem se mostrar

---

<sup>281</sup> DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 226 e ss..

<sup>282</sup> Algumas dessas cláusulas são também descritas por: SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473-521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018. p. 503-506.

<sup>283</sup> Em sentido muito próximo, Iñigo Erlaiz Cotelos apresenta essas cláusulas e para maiores considerações ver: COTELO, Iñigo Erlaiz. Las Adquisiciones en el Sector del Capital Riesgo. In: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de Empresas**. 4. ed. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425.

incompatíveis com o preceito do número 2, do artigo 17º, do Código das Sociedades Comerciais, por versarem sobre matérias de gestão da sociedade, o que só será possível saber na análise caso a caso.

Uma outra cláusula geralmente presente em contratos de investimento em capital de risco é a que procura prever a eleição e o funcionamento dos órgãos sociais, pelos quais os investidores procuram garantir o direito de participar nos órgãos sociais, independentemente da eleição pelo órgão competente. Tem por finalidade assegurar a participação tanto na mesa da assembleia-geral como no órgão de fiscalização, mas objetivamente a intenção é a de garantir a participação no órgão de administração, onde o investidor procura pelo menos garantir um papel de observador, tendo direito de veto relativamente a algumas matérias mais sensíveis. Problemas podem advir dessa cláusula se ela versar sobre questões de funcionamento do órgão de administração, o que contraria o regime dos acordos parassociais. Estão ainda incluídas nessas vedações as matérias que, não respeitando às competências do órgão de administração, põem em causa o modo como essas competências são exercidas.

Outra previsão que os investidores costumam impor nos contratos diz respeito à informação e ao modo como ela será obtida. Estas cláusulas têm por finalidade alargar o acesso a informação societária que será disponibilizada ao investidor, tendo em conta que a prescrição legal sobre o direito a informação pelo Código das Sociedades Comerciais é a garantia de um conteúdo mínimo.

Há ainda a previsão de cláusulas de resolução de impasses, com que se busca prever mecanismos de resolução desses impasses, pois a existência de um impasse pode traduzir-se numa perda acentuada de valor da sociedade. São também denominadas cláusulas de

*deadlock*<sup>284</sup>, e apresentam-se nas mais variadas configurações, sendo as mais conhecidas: Roleta Russa, *Texas shoot-out*, *Mexican shoot-out*, Escolha Múltiplas<sup>285</sup>.

b) *Cláusulas de Permanência:*

De seguida, as cláusulas de permanência, que têm por finalidade evitar o afastamento dos empreendedores da sociedade mediante transmissão da sua participação social e, por outro lado, o seu afastamento das funções de gestão. Tem-se assim a previsão de esquemas de incentivo ao compromisso com a sociedade e de alinhamento de interesses de longo prazo, de modo a assegurar a presença do empreendedor no projeto, embora como já referido, a sua presença seja, no geral, determinante para o sucesso do negócio. A previsão de *option pools*, que é a alocação de participações a compensar e incentivar a equipe de gestão, se ainda não previstas antes da entrada do investidor na estrutura societária, será regulada no acordo parassocial, constando na *cap table* que venha a ser definida.

Os investidores procurarão assegurar, por meio de cláusulas contratuais, uma proibição de transmissão da participação social, evitando alterações no quadro social sem a sua anuência. É frequente a estipulação da cláusula de *bad leaver*, que sujeite o empreendedor a perda total ou parcial da sua participação social, no caso de deixar de exercer as funções de gestão que lhe foram incumbidas sem a concordância dos investidores, num período de tempo previamente acordado<sup>286</sup>. Pactuadas essas cláusulas, pode estipular-se

---

<sup>284</sup> Conforme exposto por Marcelo Dourado Cox, as *deadlock provisions* são uma forma de resolução de impasses societários. Por conta dessas cláusulas, cada sócio se obriga, de forma irrevogável e irretroatável, a, ocorrida determinada situação fática, ceder sua participação ao outro sócio, ou a aceitar a cessão da participação do outro sócio para si, mediante o pagamento de preço justo determinado por critérios pré-estabelecidos. O teor das cláusulas pode variar de caso a caso, mas eis os pontos comuns entre elas: *i*) são irrevogáveis e irretroatáveis: caso o sócio recuse fazer a transferência das participações sociais, ela poderá ser feita contra a sua vontade; *ii*) asseguram ou procuram assegurar uma avaliação da empresa a preço de mercado; *iii*) alteram a composição societária de forma que o controle antes compartilhado passa a ser exercido por integralmente por um número menor de sócios. COX, Marcelo Dourado. **Deadlock Provisions: Resolução Contratual de Conflitos Societários**. São Paulo: Almedina, 2017. 106 p. 43 e ss..

<sup>285</sup> Para mais considerações, ver: COX, Marcelo Dourado. **Deadlock Provisions: Resolução Contratual de Conflitos Societários**. São Paulo: Almedina, 2017. 106 p. p. 63 e ss. De acordo com o Autor, não há qualquer consenso doutrinário ou qualquer consistência em relação aos nomes das cláusulas de compra e venda forçada.

<sup>286</sup> Os Autores expõem que a perda da participação poderá ocorrer pelo menos de duas formas diferentes: ou a realização do investimento implica a transmissão da participação do *founder* para o investidor e a sua recuperação faseada, em determinados montantes, através do exercício de opções de compra; ou, em caso de saída não consentida do *founder*, o investidor poderá fazer sua, total ou parcialmente, a participação do *founder* no período que esteja fixado. DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 231.

também a previsão de que o *vesting* dos direitos sobre as participações será acelerado na ocorrência de alterações de controle ou outro evento de liquidez.

c) *Cláusulas de Preservação do Valor do Investimento:*

As cláusulas que visam a preservação do valor do investimento apresentam-se de seis maneiras diferentes:

A primeira delas diz respeito às representações e garantias, que têm a finalidade de evitar ou mitigar desconformidades entre as estimativas da avaliação da sociedade e a realidade ou condutas posteriores que ponham em causa essa avaliação. Caso haja divergências, pode ser estipulada uma alteração implícita no investimento, de modo que leve à recomposição das participações sociais pelo exercício de uma opção de compra sobre a participação dos sócios.

As cláusulas anti-diluição, por vezes denominadas de *most favored nation* ou *full ratchet*, por sua vez, têm por fim proteger a posição do sócio investidor em futuras fases de investimento com uma avaliação implícita da sociedade, inferior àquela em que ocorre o financiamento.

De seguida, são previstas cláusulas de sigilo e não concorrência. Tendo em conta o caráter inovador do modelo de negócio que está a ser financiado, é necessário garantir, pelo menos durante algum tempo, que seja só a empresa a atuar no segmento. Deste modo, haverá cláusulas prevendo a obrigação de sigilo e não concorrência e, em caso de violação, a previsão do exercício de opção de compra em valores previamente definidos, equivalente pelo menos ao montante do aporte realizado no investimento<sup>287</sup>.

Outra forma de garantir a proteção é com a previsão de cláusulas que garantam uma preferência no recebimento de fundos provenientes de um evento de liquidez, incluindo uma alteração do controle. Desta forma, estipula-se que os fundos advindos desse evento de liquidez sejam prioritariamente atribuídos aos sócios investidores, até ao valor do

---

<sup>287</sup> Os Autores apontam que essas cláusulas são na verdade mecanismos de desinvestimento, muito embora são previstas como método de regulação da proteção do valor do investimento. DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248. p. 233.

investimento; caso seja excedido esse valor, será rateado por todos. Na verdade, são uma cessão de crédito e não apresentam problemas maiores de validade.

Por fim, temos as cláusulas de afastamento do empreendedor, que visam assegurar ao investidor determinados mecanismos de saída. São as cláusulas que mais representam o investimento em capital de risco, e acarretam duas situações problemáticas: uma no que respeita à sua aptidão para limitar o risco empresarial, e outra no que respeita ao regime da sua transmissão automática. O afastamento do empreendedor ocorre por via da consagração de uma opção de compra a favor do investidor, verificado determinado evento previsto contratualmente, que geralmente será de incumprimento ou de manifesta incapacidade do empreender para gerir a sociedade. Por vezes, ao invés de uma opção de compra, o que é acordado é uma promessa de aquisição, sendo previsto inclusive o recurso à execução específica; o preço de exercício será meramente simbólico, sendo certo que as partes gozam de autonomia para a sua fixação.

*d) Cláusulas de Liquidez<sup>288</sup>:*

As cláusulas que prevêm os mecanismos de liquidez são, segundo PAULO BANDEIRA, uma forma de compensar o investidor de capital de risco pelo fato de ter abdicado do controle da sociedade. No exercício dos mesmos, receberá um múltiplo significativo do valor investido, do qual receberá o mesmo prioritariamente face aos outros acionistas<sup>289</sup>.

Pela cláusula de opção de venda – *put option* – os empreendedores atribuem aos sócios investidores um direito irrevogável e incontestável de determinar a transmissão das participações detidas por esses em favor daqueles, verificado determinado evento contratualmente previsto, que pode ser apenas o decurso do prazo, o que justifica investimento em capital de risco, dada a sua natureza de investimento temporário. Também

---

<sup>288</sup> Algumas dessas cláusulas, além de outras, são expostas também por Armin Schwiembacher, que explorar-se-á de seguida: SCHWIENBACHER, Armin. *Venture Capital Exits*. In: EXITS, *Venture Capital* (Ed.). **Investment Strategies, Structures, and Policies**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. Cap. 18. p. 389-405. (The Robert W. Kolb Series in Finance). p. 391 e ss. São apresentadas também por: COTELO, Iñigo Erlaiz. *Las Adquisiciones en el Sector del Capital Riesgo*. In: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de Empresas**. 4. ed. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 409-421.

<sup>289</sup> BANDEIRA, Paulo. *Estratégias de Saída*. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 596.

aqui costumam as partes convencionar, não uma opção de venda, mas uma promessa de aquisição, com a possibilidade de recurso à execução específica. O preço a ser pago no caso de exercício da opção é também previamente estipulado, podendo corresponder no mínimo ao montante do capital aportado, com a previsão ou não de uma taxa de capitalização.

Outra cláusula apontada como prevendo um evento de desinvestimento é a opção de compra conferida ao empreendedor para que adquira as participações sociais dos sócios investidores por um valor pré-determinado, que pode ser equivalente ao valor do investimento acrescido de uma taxa de capitalização, sendo possível o seu exercício a qualquer tempo e de acordo com o seu interesse.

A cláusula de venda forçada – ou *drag along* – é também uma cláusula de liquidez, que prevê, para o caso de um terceiro, apresentar ao investidor uma proposta de aquisição das suas participações sociais por si detidas, com valor global acima de certo valor previamente definido; o investidor terá o direito de incluir na venda as participações sociais detidas pelo empreendedor.

Por fim, temos a cláusula de venda conjunta – ou *tag along* –, que estabelece o direito de o investidor acompanhar o empreendedor para o caso de ter recebido uma proposta de terceiro para a transmissão de suas participações sociais. É geralmente prevista, caso o terceiro ofertante não pretenda adquirir toda a sociedade, a possibilidade de o sócio investidor poder vender a sua parcela com prioridade, o denominado *right of first sale*; pode ainda ser prevista a venda de um lote proporcional à participação de todos os sócios.

De acordo com ARMIN SCHWIENBACHER, sob uma perspectiva mais financeira do que jurídica, na negociação dos contratos de investimento de capital de risco, os investidores buscam por um lado a proteção do seu investimento contra o insucesso, e por outro valorizar ao máximo o negócio para beneficiarem do seu sucesso e obterem as mais valias. Procuram também garantir o direito de se retirarem da sociedade assim que ela atingir a fase de prosperar por conta própria e, assim, liquidarem as participações detidas por conta do investimento. Os direitos de controle e as garantias de redução dos riscos estão incluídos nos contratos sob a forma de cláusulas específicas que atribuem ao investidor o direito de

intervenção para proteger os seus interesses, e que podem constar nos acordos parassociais<sup>290</sup>.

Além das cláusulas já expostas, o Autor apresenta outras cláusulas importantes incluídas nos contratos de investimento, que são as seguintes:

A denominada cláusula *right of first refusal* (também chamada *right of first offer*), que garante aos sócios investidores o direito de numa fase subsequente de financiamento, adquirir ações antes da venda a outros investidores externos;

A cláusula de *preemptive rights*, que concede o direito de o acionista adquirir uma percentagem pré-determinada de participações sociais quando há a emissão de ações por parte da sociedade.

É pactuada também uma cláusula de *buy-back provisions*, que prescreve um direito, normalmente detido pelos empreendedores, de readquirir as ações num certo momento futuro (p. ex., quando os investidores desejam sair).

As cláusulas que preveem os *vesting schedules* fixam o momento em que aquelas opções específicas se tornam exercíveis e quando as ações adquiridas através de *stock options* podem ser vendidas. Estes compromissos são geralmente impostos aos empreendedores e empregados-chave, e são destinados a evitar uma saída precoce com todas as ações que lhes foram concedidas.

As *non-compete clauses* são cláusulas incluídas nos contratos de trabalho e têm a finalidade de evitar que antigos empregados trabalhem para os concorrentes da sociedade em questão por um determinado período de tempo e, dessa maneira, penalizar os empregados que saem prematuramente.

Relacionada com os eventos de liquidez, além das já acima apontadas, o autor ainda apresenta a cláusula denominada *registration right* (ou *demand right*) que garante o direito de o investidor forçar a cotação (*listing*) da sociedade no mercado bolsista, sendo certo que a listagem no mercado bolsista é a forma preferida de saída eleita pelos investidores, por lhes garantir ganhos maiores.

---

<sup>290</sup> SCHWIENBACHER, Armin. Venture Capital Exits. In: EXITS, Venture Capital (Ed.). **Investment Strategies, Structures, and Policies**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. Cap. 18. p. 389-405. (The Robert W. Kolb Series in Finance). p. 390-391.



#### 4. A SAÍDA DO INVESTIDOR DA SOCIEDADE INVESTIDA: O DESINVESTIMENTO OU *EXIT*.

---

Aqui chegados, presumir-se-á, que o investimento realizado pelo capitalista de risco, obteve o sucesso esperado e o desinvestimento é a atitude correta ser tomada, até porque, se assim não fosse, o investidor já teria se retirado o negócio com a utilização de alguns dos mecanismos contratuais acima referidos. O desinvestimento coincide com o período de amadurecimento da empresa, na fase em que já apresenta condições de se estabelecer no mercado e atuar por conta própria.

Até à alteração do Regime Jurídico do Capital de Risco, acima mencionada, o desinvestimento era uma obrigação legal, e os investidos eram obrigados a realizar as operações de desinvestimento até ao prazo máximo de 10 anos<sup>291</sup>. Entretanto, já não é mais assim. O momento do desinvestimento passou a ser uma escolha, uma opção a ser exercida pelo investidor, faculdade que ele pode exercer no momento que achar mais conveniente e lucrativo, sendo possível desinvestir de apenas uma parte do investimento realizado e permanecer como acionista da empresa recebendo os dividendos a que todos os acionistas têm direito<sup>292</sup>.

As opções de desinvestimento mais usuais no mercado, segundo apontado por ARMIN SCHWIENBACHER, são: *i*) abertura do capital da sociedade para comercialização em mercado regulamentado, para que a capitalista de risco possa também vender as suas participações sociais ao público<sup>293</sup>; *ii*) a venda da empresa a uma outra empresa existente,

---

<sup>291</sup> Acerca dessa antiga obrigatoriedade, Paulo Bandeira referiu que era uma obrigação legal para os principais atores do mercado, os quais são, de acordo com a lei portuguesa, obrigados a realizar operações de desinvestimento num prazo máximo de 10 anos. BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 593.

<sup>292</sup> Iñigo Erlaiz Coteló afirma que, desde o momento em que realiza o investimento, o investidor já está pensando no momento do *exit*. O Autor aponta que os eventos de liquidez são: a venda da sociedade a uma outra sociedade ou aos outros acionistas, ou a abertura do capital em mercado bolsista. COTELO, Iñigo Erlaiz. Las Adquisiciones en el Sector del Capital Riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de Empresas**. 4. ed. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425. p. 404.

<sup>293</sup> De acordo com o apontado por Cyril Demaria e Rafael de Campos Sasso<sup>293</sup>, um dos primeiros exemplos históricos da saída de uma operação de *private equity* foi a empresa criada inicialmente por Thomas Edison. Em 1896, a General Electric foi uma das doze empresas listadas na recém-formada Dow Jones Industrial Average, sendo a única remanescente destas até hoje. Abrir o capital da empresa permitiu aos seus investidores sair de seus investimentos e realizar o lucro almejado. No entanto, esse roteiro de saída é uma exceção à regra, já que na maioria dos casos o método mais comum de saída de um *private equity* é vender os ativos no mercado.

possivelmente com atuação no mesmo setor industrial (*trade-sale*); *iii*) a aquisição pelo quadro diretivo, ou a recompra da empresa, o investido de capital de risco vende as suas ações de volta ao empresário (*buy-back*); *iv*) refinanciamento (ou venda secundária): as participações do sócio investidor são adquiridas por outro investidor institucional (por exemplo, outro capital de risco) ; a *v*) a liquidação (ou *write-off*) da empresa, com a apresentação de um pedido de falência por inviável o prosseguimento do negócio<sup>294</sup>.

O desinvestimento encerra o ciclo de investimento e libera o investidor para realizar aportes num novo projeto empresarial; segundo PAULO BANDEIRA<sup>295</sup>, o sucesso no *exit* é, por isso, o grande objetivo de qualquer investidor em capital de risco. É com esse propósito em mente que o investidor capacita a sociedade financeiramente e fixa valorizações com base em critérios que desafiam a racionalidade económica do exercício. Os eventos de liquidez designam, segundo o Autor, a ocorrência de qualquer um dos seguintes eventos: *a*) transmissão das ações da sociedade representativas de mais de 50% do capital social ou direitos de voto da sociedade, ou uma fusão; *b*) dissolução ou outra forma de liquidação da sociedade; *c*) trespasse da atividade, ou licenciamento a terceiros da exploração comercial dos direitos de propriedade intelectual; *d*) admissão da sociedade à negociação em mercado regulamentado de ações, ou qualquer outra transação de que resulte a dispersão de ações da sociedade para o público em geral.

Conforme apontado por PAULO CAETANO<sup>296</sup>, a admissão da sociedade em mercado regulamentado de ações é a forma escolhida para a realização do desinvestimento nos mercados mais desenvolvidos, como o estadunidense, ou com a projeção das PME's em mercados de bolsa superiores ao mercado português.

Segundo ARMIN SCHWIENBACHER<sup>297</sup>, a saída por via de oferta pública de ações não é vantajosa apenas para os sócios-investidores que poderão lucrar mais. Ela acaba por

---

<sup>294</sup> SCHWIENBACHER, Armin. Venture Capital Exits. In: Cumming, Douglas J.. (Ed.). **Venture capital** : investment strategies, structures, and policies. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. Cap. 18. p. 389-405. (The Robert W. Kolb Series in Finance). p. 392-393.

<sup>295</sup> BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 596-597.

<sup>296</sup> O autor apresenta uma classificação dos eventos de liquidez em sentido parecido com a apresentada. CAETANO, Paulo. **Capital de Risco**. Lisboa: Conjuntura Actual Editora, 2013. p. 15.

<sup>297</sup> SCHWIENBACHER, Armin. An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States. **Ssrn Electronic Journal**, [s.l.], p.01-38, 2002. Elsevier BV. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302001>. Acesso em: 25 maio 2019. p. 4-5.

ser uma das formas mais atraentes de desinvestimento para os empreendedores que desejam manter o controle da empresa após a saída do capital de risco. Conforme supõe o Autor, por meio da oferta pública de ações é possível fornecer ao empresário um "contrato implícito" do controle da empresa no momento em que as ações do empreendimento são listadas; o mesmo não ocorre no caso da venda para uma outra empresa, que ao adquiri-la exigirá a transferência do controle para si. Isso, por sua vez, lhe dá incentivos adicionais para tornar a escolha pela abertura de capital da empresa a forma de desinvestimento mais provável.

Uma outra importância é apontada por RONALD J. GILSON e BERNARD S. BLACK<sup>298</sup> no que toca ao desinvestimento. Além de demonstrar o sucesso estabelecido pela relação de investimento entre o gestor de capital de risco e a empresa investida, representa também uma forma de o investidor individual, que alocou suas poupanças nos fundos geridos por aquele, verificar que obteve sucesso na relação que estabeleceu com o gestor de capital de risco. Deste modo, o encerramento do ciclo de financiamento responde a três problemas de contratação na relação entre o gestor de capital de risco e o fornecedor de capital. Em primeiro lugar, os fornecedores de capital precisam de uma forma de avaliar as competências dos gestores de capital de risco, a fim de decidir em quais gestores devem aportar novos recursos. Em segundo lugar, os fornecedores de capital precisam de mensurar os riscos e a rentabilidade dos investimentos em capital de risco em relação a outros investimentos, a fim de decidir se devem investir em capital de risco e quanto devem investir. Em terceiro lugar, os fornecedores de capital devem poder retirar os fundos de gestores que não obtêm o retorno esperado ou de gestores cuja experiência específica no setor já não corresponde às oportunidades de investimento atuais.

É de ressaltar que, se a escolha para o desinvestimento for a negociação em mercado regulamentado de ações, os sócios investidores, em um momento anterior à oferta pública de venda ou distribuição das ações à negociação, têm a opção de exercer o direito de conversão das ações de classes especiais em ações ordinárias, bem como a emissão de novas ações, de modo a refletir a situação financeira do investimento realizado na sociedade<sup>299</sup>.

---

<sup>298</sup> BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J.. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 3, p. 52, 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=46909>. Acesso em: 11 mar. 2019. p.17.

<sup>299</sup> BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 601.

Deste modo, um mercado de bolsista eficiente e ativo, que permita a saída dos investidores de capital de risco através da abertura do capital, é de extrema importância para o próprio sucesso e existência de um mercado ativo e eficiente de capital de risco.

Entretanto, para além da saída via oferta pública, como acima referenciado, o desinvestimento pode dar-se por intermédio da venda a outras empresas, interessadas em adquirir a tecnologia e/ou o modelo de negócio da empresa, para obter sinergias com seus ativos atuais e posicionar-se estrategicamente no mercado com a empresa adquirida<sup>300</sup>.

No geral, essa operação é efetuada por uma empresa que já se relacionava contratualmente com a empresa adquirida e busca atingir objetivos estratégicos com a aquisição, como a entrada em um novo mercado. Ou então, a empresa adquirente já possuía uma participação acionária na empresa, juntamente com o capitalista de risco, e essa aquisição dessa participação é feita de modo estratégico, para garantir uma opção de compra no caso de a empresa investida mostrar ser um ativo interessante no futuro. Em tese, essa estratégia deveria ser classificada como uma venda para outro investidor (*secondary-sale*); porém, o objetivo final é o *trade-sale*<sup>301</sup>.

Outra das formas apontadas é o licenciamento a terceiro dos direitos de propriedade intelectual, comumente utilizados para as empresas de pesquisa e desenvolvimento, ligadas no geral com a área biomédica. Isso ocorre porque os grandes laboratórios não demonstram nenhum interesse na aquisição das sociedades que realizam a pesquisa; apenas estão interessados em adquirir as patentes tecnológicas criadas e desenvolvidas por essas<sup>302</sup>.

Para a hipótese de recompra, os empreendedores adquirem as participações detidas pelos sócios investidores, e por conta de necessitar de um montante elevado de recursos para conseguir recomprar as ações, com o lucro que esperam obter, o que faz com que essa opção de desinvestimento acabe sendo de difícil consecução na prática negocial.

---

<sup>300</sup> Paulo Bandeira aponta que esta é a forma tradicional de *exit*, Mas, como se viu acima, o *exit* via IPO é a forma mais tradicional nos mercados de matriz anglo-saxã. BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 597.

<sup>301</sup> RIBEIRO, Leonardo de Lima; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Estratégia de saída em capital de risco. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 40, n. 1, p.55-67, 2005. Trimestral. Disponível em: [http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1149](http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num_artigo=1149). Acesso em: 23 maio 2019. p. 57-58.

<sup>302</sup> BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018. p. 597.

A liquidação da sociedade (*write-off*) representa o total insucesso do investimento, por não apresentar os resultados esperados pelos investidores. Geralmente, envolve a falência e subsequente desaparecimento da empresa. Isso ocorre, quer por conta de o produto ou serviço comercializado não ter obtido aceitação pública. Ou então, os gestores não tinham as capacidades necessárias para a gerir; ou ainda por outros motivos. Nestes casos, todos os ativos da empresa são liquidados e divididos entre os acionistas e os credores, e a sociedade é desconstituída. Eventualmente, pode ocorrer a empresa ser uma *living-dead* – empresas que ainda não são economicamente viáveis – e, por isso, não possuem nenhuma expectativa de crescimento que viria a cobrir o custo do investimento realizado<sup>303</sup>.

Consoante o modo de saída que o capitalista de risco adote, será considerado investidor planejador ou oportunista<sup>304</sup>. Segundo essa classificação, os investidores planejadores são aqueles que visam ao máximo utilizar o *trade-sale* como forma de desinvestimento, e isso impacta em todo o processo de investimento. Esses investidores buscam ter uma presença mais ativa no dia a dia da empresa, avaliam o plano de negócios, e buscam negociar suas participações sociais com potenciais compradores que poderiam beneficiar com a aquisição da empresa e/ou da tecnologia em questão. Os oportunistas são os investidores que não estão tão preocupados com o *exit*; acreditam que, por conta da boa qualidade dos profissionais e do ramo de atuação das empresas investidas, a oportunidade de saída decorrerá desses indicadores. No geral, o objetivo é realizar o desinvestimento via mercado bolsista, mas outras formas de saída são utilizadas por conta da oportunidade e da conveniência. O desinvestimento não é uma questão fundamental que influenciará ou não no investimento que irão realizar.

---

<sup>303</sup> CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. **Journal Of Banking & Finance**, [s.l.], v. 27, n. 3, p.511-548, 2003. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426602003898>. Acesso em: 15 maio 2019. p. 514-515.

<sup>304</sup> RIBEIRO, Leonardo de Lima; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Estratégia de saída em capital de risco. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 40, n. 1, p.55-67, 2005. Trimestral. Disponível em: [http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1149](http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num_artigo=1149). Acesso em: 23 maio 2019. p. 59.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

---

Conforme visto, o capital de risco, se corretamente utilizado e aplicado pelos fornecedores de capital, pode ser um grande incentivador da atividade empresarial. Após o sucesso alcançado em alguns mercados, a criação de um mercado de capital de risco passou a ser objetivo de estímulo e incentivo por parte dos governantes, sendo certo que, conforme apontado, alguns obtiveram sucesso e outros não. Ele desempenha um papel de grande relevância na implantação de novos empreendimentos e empresas, fomentando a inovação e o desenvolvimento de novas tecnologias.

Para o caso de Portugal, num primeiro momento foi inserida a figura das sociedades de capital de risco, concedendo incentivos fiscais às operações realizadas pelos capitalistas de risco. O modo como eram estruturadas as operações foi objeto de grande crítica e de desconfiança, tanto por parte dos empresários que necessitavam de capitais, como por parte da doutrina. Somente com o passar dos anos e o evoluir do enquadramento regulatório e do mercado de capital de risco é que essa opção de financiamento veio a demonstrar uma viabilidade no financiamento e aquisição de empresas.

O modo como o investimento é realizado, tendo em conta que na maior parte das vezes os capitalistas de risco aportam capitais para projetos que não possuem nenhuma estrutura empresarial, depende de uma correta regulação contratual, o que acaba por inovar os instrumentos e mecanismos juridicamente já previstos para investimentos, proporcionando o desenvolvimento e a evolução na negociação dos contratos; porque, além do aporte dos recursos financeiros, aportam também a *expertise* empresarial que possuem e acesso às melhores práticas de governança corporativa

Para tanto, procurou-se analisar a origem e a evolução da atividade de investimento. Realizando uma análise dos principais envolvidos na estruturação de um financiamento, demonstrou-se que o setor bancário não demonstra nenhum interesse em financiar os projetos que são financiados via capital de risco. Deste modo, o capital de risco demonstra uma imprescindível função como apoiante da inovação e do empreendedorismo. Tanto o é que as empresas que possuem o maior valor de mercado tiveram apoio do capital de risco em algum momento do seu desenvolvimento.

Procedeu-se com uma análise da estrutura organizacional que essa modalidade de atividade de investimento possui, as diferenças entre os formas do *private equity* e do *venture capital*, podendo concluir-se que esse é uma modalidade daquele que investe montantes de menor capital, quer por conta da estrutura dos projetos ou das necessidades que as empresas financiadas requerem, e têm por foco o apoio a empresas iniciantes, enquanto que aquele o faz em montantes maiores e o foco é em negócios que já estão estabelecidos no mercado e que necessitam de uma injeção de capital para continuarem a se desenvolver. Os investidores em *venture capital* e os *businesses angels* realizam os investimentos nas fases de pré-lançamento, lançamento e desenvolvimento inicial e buscam financiar um pequeno grupo de empresas que possuem alto potencial de crescimento e capacidade de gerar altos retornos financeiros em um curto período de tempo.

Os *business angels* investem o seu próprio dinheiro, em vez de recolherem fundos de uma variedade de investidores, centram-se principalmente nas sementes e na fase inicial. Contrariamente ao crescente foco dos capitalistas de risco em fases posteriores, trazem para o empreendimento as suas próprias competências empresariais, competências e redes, com um papel mais ativo na empresa do que os capitalistas de risco, investem quantias menores por transação, inclusive em campos não de alta tecnologia e em áreas mais dispersas do que os fundos de capital de risco. Os *business angels* precisam de toda uma cultura de mercado de capital de risco que funcione bem, para ser possível às empresas obterem o financiamento subsequente de que necessitam e eles possam voltar a aportar os capitais em outros projetos inovadores. Um mercado de *business angels* bem desenvolvido pode criar mais oportunidades de investimento e aumentar os fluxos de negócios para os capitalistas de risco.

Demonstraram-se, também, os diferentes estádios de desenvolvimento das empresas e os diversos ciclos de investimento do investimento em capital de risco e as principais características de cada uma dessas fases, que necessitam dos aportes corretos de capital e de diferentes tipos de investidor para se alcançar o nível de crescimento e, por consequência, o sucesso do negócio que permita no fim ocorrer o desinvestimento.

Da análise das estruturas contratuais e societárias viu-se que, nos mercados de matriz anglo-saxônica, os investimentos são estruturados com a utilização das *limited partnerships*. Em Portugal não há uma forma que prevaleça, sendo certo que a figura da comandita em ações poderia ser largamente utilizada. Os investidores preferem realizar o investimento com

a utilização de formas híbridas de investimento, seja por meio das ações preferenciais, ou então com a utilização de instrumentos de dívidas com possibilidade de conversão em participações sociais.

A regulação da relação contratual é feita segundo um complexo arcabouço contratual, mas é nos acordos parassociais que se procurará regular toda a relação de investimento, com a previsão de cláusulas que permitam ao investidor governar, fixar a permanência do empreendedor, garantir o valor do investimento realizado e, por fim, as formas em que poderá sair do negócio.

Por fim, buscou-se demonstrar o modo e os momentos em que se dá a saída do investidor do capital da sociedade investida. Até à alteração sofrida no ano de 2018, no Regime Jurídico do Capital de Risco essa era uma imposição legal; agora passa a ser uma faculdade do investidor, que pode realizar o investimento no momento que melhor lhe convier. E assim demonstrar que o capital de risco é uma opção viável no financiamento societário, mas, mais que isso, é a única solução capaz de fornecer os recursos necessários para o setor da economia baseada no conhecimento e na inovação.

## BIBLIOGRAFIA

---

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. CURSO DE DIREITO COMERCIAL: Das Sociedades. Volume 2. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2019. 616 p.
- ABVCAP. **Saiba mais sobre o setor de Private Equity & Venture Capital**. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2018.
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009. 420p. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8419>. Acesso em: 10 abr. 2018
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. 1. ed. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2011. 312p. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/8421>. Acesso em: 10 abr. 2018
- ALBORNOZ, Pelayo García-bernardo et al. Fase de Desarrollo y Expansión del Negocio de la Moda: «Crowdfunding». «Private equity». Angel investors. *In*: BURGOS, Enrique Ortega et al. **Fashion Law: (Derecho de La Moda)**. Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018. p. 483-527.
- ALCARVA, Paulo. **A Banca e as PME: Como gerir com eficácia o relacionamento entre as PME e a Banca**. Porto: Vida Económica, 2011. 413 p.
- ALCARVA, Paulo. **O financiamento bancário de PME**. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. 270 p.
- ASCENSÃO, José de Oliveira. **Direito Comercial: Sociedades Comerciais - Parte Geral**. Vol. 4. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 2000. 642 p.
- ATHAYDE, Augusto de; ATHAYDE, Augusto Albuquerque de; ATHAYDE, Duarte de. **Curso de Direito Bancário**. 2. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. v.1. 493 p.
- AVNIMELECH, Gil; TEUBAL, Morris. Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. **Research Policy**, v. 35, n. 10, p. 1477–1498, 2006.

- BANDEIRA, Paulo. Estratégias de Saída. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.591-605, 2018.
- BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro. **Capital de Risco: Os Tempos Estão a Mudar**. Venda Nova: Bertrand Editora, 2000. 323 p.
- BENTO, André Fernandes. **Novo Regime do Capital de Risco Parte I – Regime Simplificado**. 2015. Disponível em: [https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUE S/Novo\\_Regime\\_do\\_Capital\\_de\\_Risco\\_III\\_RRC.pdf](https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUE_S/Novo_Regime_do_Capital_de_Risco_III_RRC.pdf). Acesso em: 15 fev. 2018.
- BENTO, André Fernandes. **Novo regime do capital de risco parte II – novos tipos de OICs**. 2015. Disponível em: [https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Desta que\\_Capital\\_de\\_Risco\\_-\\_II\\_OICs.pdf](https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Desta que_Capital_de_Risco_-_II_OICs.pdf). Acesso em: 15 fev. 2018.
- BATTINI, Pierre. **Capital risque: les règles du jeu**. Paris: Editions D'organisation, 1985. 189 p.
- BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO., Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 10. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. 862 p.
- BINTANG, Sanusi. Venture Capital: An American Concept and Its Problems of Implementation in Developing Countries. **Indonesian Journal of International Law**, Disponível em: [https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/indjil12&div=22&start\\_page=179&collection=journals&set\\_as\\_cursor=4&men\\_tab=srchresults](https://heinonline.org/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/indjil12&div=22&start_page=179&collection=journals&set_as_cursor=4&men_tab=srchresults). Acesso em: 10 abr. 2019.
- BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J.. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 3, p. 52, 1998. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=46909>. Acesso em: 11 mar. 2019
- CAETANO, Paulo. **Capital de Risco**. Lisboa: Conjuntura Actual Editora, 2013. 135 p.
- CÂMARA, Paulo. Acordos Parassociais: estrutura e delimitação. *In*: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (Org.). **Estudos em memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches: Vol. II Direito Privado, Processual e Criminal**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 783-817.
- CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2016. 950 p.
- CARVALHO, Maria Miguel. O Novo Regime Jurídico do Capital Social das Sociedades por Quotas. *In*: CARVALHO, Maria Miguel; DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 9-35.

- CESAR, Ana Paula dos Santos. Aumento de Capital por novas entradas em dinheiro. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano IV, n. 2, p.307-329, 2012.
- COELHO, Giuliano Tozzi; CAMARGO, Henrique Cabral; RIGÃO, Romulo de Oliveira. Contrato De Investimento em Startup pela Ótica da Teoria da Agência: Análise de Cláusulas e a Relação com os Conflitos de Agência. **Revista dos Tribunais: RT**, São Paulo, v. 106, n. 976, p. 221-239, fev. 2017. Disponível em: [https://www.revistadostribunais.com.br/maf/app/delivery/offload/get?\\_=1532475115051](https://www.revistadostribunais.com.br/maf/app/delivery/offload/get?_=1532475115051). Acesso em: 25 jul. 2018.
- CORDEIRO, António Menezes. **Direito Bancário**. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2016. 1435 p.
- CORDEIRO, António Barreto Menezes. O Depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo. *In*: CÂMARA, Paulo. **O Novo Direito do Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 281-295.
- CORREIA, António de Arruda Ferrer. **Do contrato de sociedade**. Lisboa: Ministério da Justiça, 1961. 27 p. (Separata do Boletim do Ministério da Justiça nº 104.).
- COTELO, Iñigo Erlaiz. Las Adquisiciones en el Sector del Capital Riesgo. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Álvarez. **Adquisiciones de Empresas**. 4. ed. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi/Thomson Reuters, 2013. Cap. 6. p. 359-425.
- COX, Marcelo Dourado. **Deadlock Provisions: Resolução Contratual de Conflitos Societários**. São Paulo: Almedina, 2017. 106 p.
- CRUZ, José N. A influência do direito no empreendedorismo em Portugal. **Boletim de Ciências Económicas**, Coimbra, v. 57, n. 1, p.1231-1266, 2014. Coimbra University Press. Disponível em: [https://doi.org/10.14195/0870-4260\\_57-1\\_34](https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-1_34). Acesso em: 10 mar. 2018.
- CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G.. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal Of Banking & Finance*, [s.l], v. 27, n. 3, p.511-548, 2003. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426602003898>. Acesso em: 15 maio 2019
- CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. 2. ed. London: Elsevier, 2014. 756 p. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/C2012-0-06081-4>. Acesso em: 10 fev. 2019.

- CUNHA, Carolina. Comentários ao Artigo 17º - Acordos Parassociais. *In*: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**: Volume I (Artigos 1º a 84º). 2. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 303-335.
- CUNHA, Paulo Olavo. **Direito das Sociedades Comerciais**. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012. 1111 p.
- DEGENNARO, Ramon P.. Angel Investors: Who They are and What They Do – Can I Be One, Too? **The Journal Of Wealth Management**, Knoxville, v. 2, n. 13, p.55-60, 1 set. 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1670255>. Acesso em: 05 fev. 2019.
- DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael de Campos. **Introdução ao Private Equity**. São Paulo: Editora Atlas, 2014. 435 p.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Do Capital Social**: Noção, Princípios e Funções. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. 210 p. (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Studia Iuridica 33).
- DOMINGUES, Paulo de Tarso. **Variações sobre o capital social**. Coimbra: Almedina, 2009. 620 p.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso. Comentários ao Artigo 202º - Entradas. *In*: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 225-240.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso. Comentários ao Artigo 277º - Entradas. *In*: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2018. p. 104-117.
- DRUCKER, Peter F.. A disciplina da inovação. *In*: **Harvard Business Review 10 Artigos Essenciais**: Inovação. Coimbra: Conjuntura Actual Editora, 2017. p. 181-196.
- DUARTE, Diogo Pereira; ANDRADE, João Freire de. Breves Notas sobre o financiamento de *Start-ups* e a sua regulação. *In*: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech II**: Novos estudos sobre tecnologia financeira. Coimbra: Almedina, 2019. p. 217-248.
- FARTO, Daniela Baptista. Ações Preferenciais sem Voto (em particular, as detidas por investidores qualificados). *In*: ALMEDINA. **IV Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2016. p. 411-440.
- FERREIRA, Damião Vellozo. **Sociedades de factoring ; Sociedades de capital de risco**. Lisboa: Rei dos Livros, 1990. 77 p.

- FRIGNANI, Aldo. **Venture Capital**. Torino: Utet, 1987. 29 p. (Estratto dall'Appendice del Novissimo Digesto Italiano).
- GERMAN STARTUPS ASSOCIATION (Ed.). **European Startup Monitor**. 2. ed. Berlin, 2016. 112 p. Disponível em: [https://europeanstartupmonitor.com/fileadmin/esm\\_2016/report/ESM\\_2016.pdf](https://europeanstartupmonitor.com/fileadmin/esm_2016/report/ESM_2016.pdf). Acesso em: 10 abr. 2019.
- GILSON, Ronald J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. **SSRN Electronic Journal**, 2002. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=353380>. Acesso em: 21 fev. 2019.
- GOMPERS, Paul Alan. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **The Journal Of Finance**, [s.l.], v. 50, n. 5, p.1461-1489, dez. 1995. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/2329323>. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2329323>. Acesso em: 10 fev. 2019.
- GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. **The Journal Of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p.145-168, 2001. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 10 fev. 2018.
- GONZÁLEZ, María Luisa Aparicio. Pactos Parasociales y Protocolos Familiares. *In*: PERERA, Ángel Carrasco; ARJONA, José M<sup>a</sup> Alvarez. **Adquisiciones de empresas**. 4. ed. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi/thomson Reuters, 2013. Cap. 12. p. 609-629.
- GULINELLO, Christopher John. Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering: Lessons from the Taiwan Experience. **SSRN Electronic Journal**, p. 845 - 883, 2005. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=836504](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=836504). Acesso em: 4 abr. 2019.
- IAPMEI (Portugal). **Guia Prático do Capital de Risco**. Lisboa, 2006. 60 p. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Financiamento-para-PME/Capital-de-Risco/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf.aspx>. Acesso em: 10 ago. 2018.
- JENSEN M., MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *In*: **Journal os Financial Economics**. 1976. p. 305-360.
- KAWASAKI, Guy. **A Arte da Startup: Como transformar uma boa ideia numa empresa de sucesso no Século XXI**. Amadora: Vogais, 2015. 333 p.

- KORSMO, Charles R. Venture Capital and Preferred Stock. **Brooklyn Law Review**, New York, v. 78, n. 4, p.1163-1230, 2013. Disponível em: <http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/brklr78&collection=journals&id=1199&startid=&endid=1266>. Acesso em: 16 out. 2018.
- LEITÃO, Luís Teles de Menezes. **Estudos de direito fiscal**. Coimbra: Almedina, 1999, p. 50.
- LERNER, Josh. **Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed —and What to Do About It**. New Jersey: Princeton University Press, 2009. 229 p.
- LERNER, Josh; HARDYMON, Felda; LEAMON, Ann. **Venture Capital And Private Equity: A Casebook**. 4. ed. New York: John Wiley & Sons, 2009. 546 p.
- LIN, Lin, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. **Columbia Journal of Asian Law**, Vol. 30, No. 1, 2017, p. 160-220. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2643311>. Acesso em: 10 abr. 2019.
- MACULAN, Anne-Marie; PAVANI, Claudia. New Perspectives on Risk Capital in Brazil. **Latin American Business Review**, v. 6, n. 2, p. 19–38, 2005. p. 19 Disponível em: [http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1300/J140v06n02\\_02](http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1300/J140v06n02_02). Acesso em: 05 abr. 2018.
- MARTINS, Alexandre de Soveral. Sociedades de empreendedorismo social e fundos de empreendedorismo social: a Lei 18/2015, de 4 de Março. **Cooperativismo e Economia Social**, Vigo, n. 38, p.375-386, 2015-2016
- MARTINS, Alexandre de Soveral. DGFIA, Hedge Funds e Governação das Sociedades Anónimas. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, v. 18, n. 9, p.121-154, nov. 2017. Semestral.
- MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 45, 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=321962>. Acesso em: 10 abr. 2019.
- MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JUNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção**, São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, abr. 2008. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0104-530X2008000100003&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-530X2008000100003&lng=pt&nrm=iso). Acesso em 04 dez. 2018.

- MENESES, Álvaro Silveira de. *Hybrid Mismatch arrangements* e a influência da tributação na decisão de financiamento: os velhos problemas e as novas soluções. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano VIII, n. 2, p.427-450, 2016. p. 427-429
- METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. 549 p.
- MONTEIRO, Marisa Silva. Fontes Reais e Irreais de Funding Empresarial: Do mútuo aos Business Angels. *In*: BOTELHO, Maria de Deus. **Capitalização de empresas**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 85-125.
- NABAIS, José Casalta. **Introdução ao Direito Fiscal das Empresas**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. 222 p.
- OECD. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing**. Istanbul: OECD, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>. Acesso em: 29 jan. 2019.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. 377 p.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O Papel das Startup na FinTech e o Ciclo de financiamento das startups. *In*: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira. **Fintech: Desafios da Tecnologia Financeira**. Coimbra: Almedina, 2017. p. 237-245.
- PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil: Conceito, Evolução, perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. 97 p. Disponível em: <https://books.google.pt/books?id=Ar7eJB0rwV8C&lpg=PA1&hl=pt-PT&pg=PP1#v=onepage&q&f=false>. Acesso em: 15 mar. 2019.
- PFIRRMANN, Oliver; WUPPERFELD, Udo; LERNER, Joshua. **Venture Capital and New Technology Based Firms: An US-German Comparison**. Heidelberg: Physica-verlag, 1997. 153 p.
- PINA, Carlos Costa. **Instituições e Mercados Financeiros**. Coimbra: Almedina, 2005. 631 p
- PINTO, Alexandre Mota. **Do Contrato de Suprimento: O Financiamento da sociedade entre capital próprio e capital alheio**. Coimbra: Almedina, 2002. 417 p.
- PINTO, Luciane F. Gorgulho. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p.151-184, jun. 1997. Disponível em:

[https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev706.pdf](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev706.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018.

PINTO, Rita Oliveira. **Novo Regime do Capital de Risco Parte III – Regime Complexo**. 2015. Disponível em: [https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Novo\\_Regime\\_do\\_Capital\\_de\\_Risco\\_III\\_RRC.pdf](https://www.csassociados.pt/xms/files/DESTAQUES/Novo_Regime_do_Capital_de_Risco_III_RRC.pdf). Acesso em: 15 fev. 2018.d

PINTO, Tomás Vaz; AMARO, Ricardo Andrade. **Alterações ao regime jurídico do investimento em capital de risco**. 2015. Disponível em: [https://www.mlgs.pt/xms/files/Publicacoes/Newsletters\\_Boletins/2015/Alteracoes\\_ao\\_Regime\\_Juridico\\_do\\_Investimento\\_em\\_Capital\\_de\\_Risco.pdf](https://www.mlgs.pt/xms/files/Publicacoes/Newsletters_Boletins/2015/Alteracoes_ao_Regime_Juridico_do_Investimento_em_Capital_de_Risco.pdf). Acesso em: 10 fev. 2018.

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

PLMJ Sociedade de Advogados, RL. **Novo regime do capital de risco**. Disponível em: <https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2015/Marco/Novo-Regime-do-Capital-de-Risco-Mercado-de-Capitais.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2018.

POSER, Timo B.. **The Impact of Corporate Venture Capital: Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company**. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag, 2003. 296 p.

PORTUGAL VENTURES (Portugal). **FAQ**. Disponível em: <https://www.portugalventures.pt/investimento/faq/#1553536294398-98458a1e-c5ec>. Acesso em: 30 maio 2018.

PORTUGAL VENTURES (Portugal). **Ficha Técnica de Investimento não Vinculativa**. Disponível em: [https://www.portugalventures.pt/wp-content/uploads/2019/03/Term-Sheet\\_VF\\_janeiro-2019.pdf](https://www.portugalventures.pt/wp-content/uploads/2019/03/Term-Sheet_VF_janeiro-2019.pdf). Acesso em: 30 maio 2019.

RAMOS, Maria Elisabete. Comentários ao Artigo 465º - Noção. *In*: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário: Volume VI (Artigos 373º a 480º)**. Coimbra: Almedina, 2013. p. 1037-1047.

RAMOS, Maria Elisabete. **Direito Comercial e das Sociedades: Entre as Empresas e o Mercado**. Coimbra: Almedina, 2018. 448 p.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 513 p.

- RIBEIRO, Leonardo de Lima; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Estratégia de saída em capital de risco. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 40, n. 1, p.55-67, 2005. Trimestral. Disponível em: [http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1149](http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num_artigo=1149). Acesso em: 23 maio 2019.
- RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>. Acesso em: 10 mai. 2018.
- RIES, Eric. **Lean Startup**. Carcavelos: Prime Books, 2012. 295 p.
- RODRIGUES, Ana Maria; PASCOAL, Telmo Manuel Rebola. A Recuperação Empresarial: Capital de risco - Uma Solução? **Revista de Contabilidade e Comércio**, Porto, v. 57, n. 226, p.333-357, 2000.
- RODRÍGUEZ-CANO, Alberto Bercovitz [Director], *et. al.*: **Sociedades Mercantiles**. 2. ed. Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018. 908 p.
- SAGNIER, Miguel Trías. La Importancia del Capital Riesgo para el Desarrollo económico. Momento Actual de la Indutria. *In*: SAGNIER, Miguel Trías. **Régimen Jurídico y Tributario del Capital Riesgo en España: Entidades y Operaciones**. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.a., 2006. Cap. 1. p. 17-32. (Cuatrecasas).
- SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658?via%3Dihub>. Acesso em: 5 jun. 2018.
- SANSIVIERO, Adriana Piraíno; YUNES, Lutfé Mohamed. Estruturação de Investimentos em Startups - Aspectos Legais e Negociais. *In*: MEDEIROS NETO, Elias Marques de; SIMÃO FILHO, Adalberto. **Direito dos Negócios Aplicado, volume. III : dos direitos conexos**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 215-231.
- SANTOS, Filipe Cassiano dos. **Estrutura associativa e participação societária capitalística: Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. 604 p.

- SANTOS, Filipe Cassiano dos. **A Sociedade Unipessoal por Quotas: Comentários e Anotações aos Artigos 270ºA a 270º-G do Código das Sociedades Comerciais.** Coimbra: Coimbra Editora, 2009. 216 p.
- SANTOS, Filipe Cassiano Nunes dos. **O Direito Comercial na actualidade e o sentido de um (novo) Código Mercantil:** dos mecanismos clássicos aos novos mecanismos e a persistência de um núcleo irredutível e alargado de mercantilidade – os Casos dos contratos de associação em participação e de capital de risco. 2016. 57 f. Sumário desenvolvido da Lição, apresentado no âmbito das provas para Atribuição do Título de Agregado - Curso de Direito, Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra, 2016. p. 13
- SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia:** Persistência e Dinâmica na Atuação do BNDES em uma Economia Baseada no Conhecimento. 2009. 326 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Departamento de Direito Econômico e Financeiro, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023>. Acesso em: 15 mar. 2018.
- SCHAPIRO, Mario Gomes. **Banco de desenvolvimento, regulação e auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco.** São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV), 2011. (FGV DIREITO SP - Artigos Acadêmicos). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/7965>. Acesso em: 20 mar. 2018.
- SCHWIENBACHER, Armin. Innovation and Venture Capital Exits. **The Economic Journal**, York, v. 118, n. 533, p.1888-1916, nov. 2008. Oxford University Press (OUP). <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02195.x>. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1280443>. Acesso em: 10 mar. 2018
- SCHWIENBACHER, Armin. Venture Capital Exits. In: Cumming, Douglas J.. (Ed.). **Venture capital : investment strategies, structures, and policies.** Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. Cap. 18. p. 389-405. (The Robert W. Kolb Series in Finance). p. 392-393.
- SERRA, Catarina. Investimento de Capital de Risco na Reestruturação de Empresas. In: ALMEDINA. **IV Congresso Direito das Sociedades em Revista.** Coimbra: Almedina, 2016. p. 321-359.
- SILVA, Filipe Borsato da; BIAGINI, Fabio Luiz. Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil – a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. **BNDES**

- Setorial**, v. 42, p. 101–130, 2015. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/download/estudos/2325.pdf>. Acesso em: 8 abr. 2019.
- SOARES, António de Almeida Ferreira. Breves Notas Sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, v. 15, p.233-241, dez. 2002. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffASoares.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018.
- TAVARES, Fernando Oliveira; PACHECO, Luís; ALMEIDA, Emanuel Ferreira. Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 254-267, 2015. Business Department, School of Economics, Business & Accounting USP. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rausp/v50n2/0080-2107-rausp-50-02-0254.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2018.
- TEIXEIRA, Ana Nunes. A gestão de fundos de capital de risco - conflitos de interesse entre a entidade gestora e os participantes. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano X, n. 3, p.559-587, 2018.
- THE MOTLEY FOOL'S KNOWLEDGE CENTER. **What Are the Differences in Venture Capital vs. Investment Banking?** Disponível em: <https://www.fool.com/knowledge-center/differences-in-venture-capital-vs-investment-banki.aspx>. Acesso em: 10 out. 2018
- TRIGO, Maria da Graça. **Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto**. 2. ed. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 2011. 271 p.
- VASCONCELOS, Pedro Pais de. O acionista de capital de risco. *In*: ALMEDINA. **II Congresso de Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2012. p. 157-170.
- VEIGA, Vasco Soares da. **Direito Bancário**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 1997. 874 p.
- VENTURA, Raul. **Associação em Participação (Anteprojecto e Notas justificativas) Associação à quota (anteprojecto)**. Lisboa: Ministério da Justiça, 1970. 239 p. Separata do «Boletim do Ministério da Justiça» nº 189 e 190.
- VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de Investimento Coletivo sob forma societária – Um novo tipo societário?. **Revista de Direito das Sociedades**, Lisboa, Ano VIII, n. 2, p. 387-426, 2016. p. 394-395.

VIEIRA, Ana Isabel. Conflitos de Interesse e Capital de Risco. **Revista de Direito Civil**, Coimbra, Ano II, n. 4, p.1021-1048, 2017.

WILLIAMS, Spencer. Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms. **Fordham Journal Of Corporate And Financial Law**, New York, v. 1, n. 23, p.105-172, 2017. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/fjcf23&i=111>. Acesso em: 26 abr. 2018.

## **JURISPRUDÊNCIA**

---

PORTUGAL. Tribunal da Relação de Lisboa. Acórdão nº 519/10.5TYLSB-H.L1-2. Relator: ONDINA CARMO ALVES. Lisboa, 06 de abril de 2017. Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/21f5aa745e8020f88025811b002ca076?OpenDocument&Highlight=0,venture,capital>. Acesso em: 15 jan. 2019

## REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS NACIONAIS E SUPRANACIONAIS

---

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 1.184, de 04 de setembro de 1986. Brasília, DF, Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res\\_1184\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1184_v1_O.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 1.346, de 18 de junho de 1987. Brasília, DF, Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res\\_1184\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1184_v1_O.pdf). Acesso em: 15 dez. 2018.
- BRASIL. Decreto-Lei nº 2.287, de 23 de julho de 1986. Altera dispositivos da Lei nº 7.450, de 23 de dezembro de 1985, e dá outras providências. Brasília, Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del2287.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2287.htm). Acesso em: 10 dez. 2018.
- BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis no 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei no 5.452, de 1º de maio de 1943, da Lei no 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar no 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis no 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm). Acesso em: 30 abr. 2019.
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. Comunicação COM(2010) 2020 final, de 03 de março de 2010. Europa 2020: Estratégia para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo. Bruxelas. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC2020&from=PT> Acesso em: 10 Out. 2017
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas [notificada com o número C(2003) 1422] (Texto relevante para efeitos do EEE) (2003/361/CE). Bruxelas. 2003. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:32003H0361>. Acesso em: 25 Jan. 2018.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Brasília, DF, Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst209.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2018.

- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Regulamento nº 3, de 15 de outubro de 2015. Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Alternativo Especializado. Lisboa, Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Documents/20151015-RegulamentoCMVM-3-2015.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- ESPAÑA. Ley nº 22, de 11 de novembro de 2014. Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Madrid, Disponível em: <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/11/12/22/con>. Acesso em: 20 dez. 2018.
- ITALIA. Decreto-Legge nº 179, de 18 de outubro de 2012. Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese. **Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana**. Roma, 19 out. 2012. Disponível em: [https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL\\_181012\\_179.pdf](https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL_181012_179.pdf). Acesso em: 06 jun. 2019.
- MINISTRY OF COMMERCE AND INDUSTRY. Notification nº G.S.R. 127(E), de 19 de fevereiro de 2019. This notification is being issued in supersession of the Gazette Notification No. G.S.R. 364(E) dated April 11, 2018 as modified vide Gazette Notification No. G.S.R. 34 (E) dated January 16, 2019. New Delhi, Disponível em: <https://dpncindia.com/blog/wp-content/uploads/2019/02/DIPP-Notification-dated-19-Feb-2019.pdf>. Acesso em: 06 jun. 2019.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 231, de 28 de julho de 1981. Estabelece o regime jurídico dos contratos de consórcio e de associação em participação. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/579479/details/normal?jp=true>. Acesso em: 05 out. 2017.
- PORTUGAL. Decreto-Lei nº 17, de 02 de maio de 1986. Estabelece disposições relativas à constituição de sociedades de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/194389>. Acesso em: 12 out. 2017.
- PORTUGAL. Decreto-Lei nº 262, de 02 de setembro de 1986. Código das Sociedades Comerciais. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/-/lc/view?cid=116042191>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-Lei nº 111, de 13 de abril de 1989. Altera uma disposição do Decreto-Lei nº 17/86, de 5 de Fevereiro, relativo às sociedades de capital de risco. Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/615462>. Acesso em: 10 fev. 2018.

- PORTUGAL. Decreto-Lei nº 187, de 17 de maio de 1991. Cria os fundos de investimento de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/187/1991/05/17/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-Lei nº 433, de 07 de novembro de 1991. Funde os regimes jurídicos das sociedades de capital de risco (Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro) e das sociedades de fomento empresarial (Decreto-Lei n.º 248/88, de 15 de Julho). Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/433/1991/11/07/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-Lei nº 298, de 31 de dezembro de 1992. Aprova o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/298/1992/12/31/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 175, de 27 de junho de 1994. Altera o Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro (funde os regimes jurídicos das sociedades de capital de risco e das sociedades de fomento empresarial). Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/175/1994/06/27/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 230, de 22 de julho de 1998. Altera o Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, diploma que rege a actividade das sociedades de capital de risco e de fomento empresarial. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/230/1998/07/22/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 58, de 02 de março de 1999. Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/58/1999/03/02/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 319, de 28 de dezembro de 2002. Altera o regime jurídico das sociedades de capital de risco e de fomento empresarial, constante do Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, e o regime jurídico dos fundos de capital de risco, constante do Decreto-Lei n.º 58/99, de 2 de Março. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/319/2002/12/28/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 151, de 29 de junho de 2004. Altera o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, que disciplina a constituição e actividade das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/151/2004/06/29/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- PORTUGAL. Decreto-lei nº 52, de 15 de março de 2006. Altera o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, que disciplina a constituição e actividade das sociedades de capital de risco

e dos fundos de capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/52/2006/03/15/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

PORTUGAL. Decreto-lei n° 375, de 08 de novembro de 2007. Regula o exercício da actividade de investimento em capital de risco através de sociedades de capital de risco, de fundos de capital de risco ou de investidores em capital de risco e revoga o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/375/2007/11/08/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

PORTUGAL. Portaria n° 432, de 31 de dezembro de 2012. Cria a medida de Apoio à Contratação de Trabalhadores por Empresas Startups. Lisboa, Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/189510/details/maximized?dreId=134732>. Acesso em: 10 maio 2019.

PORTUGAL. Lei n° 16, de 24 de fevereiro de 2015. Transpõe parcialmente as Diretivas n.os 2011/61/UE e 2013/14/UE, procedendo à revisão do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo e à alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e ao Código dos Valores Mobiliários. Lisboa, Disponível em: [https://dre.pt/home/-/dre/66581992/details/maximized?p\\_auth=dM2I2R7s](https://dre.pt/home/-/dre/66581992/details/maximized?p_auth=dM2I2R7s). Acesso em: 10 out. 2018.

PORTUGAL. Lei n° 18, de 04 de março de 2015. Transpõe parcialmente as Diretivas n.os 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio, que asseguram a execução, na ordem jurídica interna, dos Regulamentos (UE) n.os 345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril, e procede à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em capital de risco. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/lei/18/2015/03/04/p/dre/pt/html>. Acesso em: 10 set. 2017

PORTUGAL. Decreto-Lei n° 56, de 09 de julho de 2018. Altera o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, o Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado e as medidas de dinamização do mercado de capitais. Lisboa, Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/56/2018/07/09/p/dre/pt/html>. Acesso em: 15 jul. 2018.

UNIÃO EUROPEIA. Regulamento n° 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013. Relativo aos fundos europeus de capital de risco. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013L0014>. Acesso em: 10 fev. 2018.

UNIÃO EUROPEIA. Regulamento nº 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013. Relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX:32013R0346>. Acesso em: 10 fev. 2018.

UNIÃO EUROPEIA. Diretiva nº 2013/14/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, de 21 de maio de 2013. Que altera a Diretiva 2003/41/CE relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais, a Diretiva 2009/65/CE que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) e a Diretiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos no que diz respeito à dependência excessiva relativamente às notações de risco. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013L0014>. Acesso em: 10 fev. 2018.

UNIÃO EUROPEIA. Diretiva nº 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, de 8 de junho de 2011. Relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Directivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010. Estrasburgo, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>. Acesso em: 10 fev. 2018.