

O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal na DL n.º 56/2018, de 9 de julho

(The new legal regime of private equity in Portugal according to Decree-Law no. 56/2018, of July 9)

Paulo Câmara*

Advogado e Managing Partner
Sérvulo & Associados.

Professor Convidado da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Coordenador do grupo de investigação Governance Lab

Índice

1. Âmbito e terminologia.
2. O capital de risco como operação: caracterização estrutural.
3. Sentido geral do tratamento normativo e evolução das fontes.
4. Os tipos de instituições de capital de risco.
5. O governo das instituições de capital de risco.
6. Sociedades de capital de risco.
7. Investidores em capital de risco.
8. Fundos de capital de risco.

Resumo

Este artigo reconstitui o retrato do regime jurídico do capital de risco em Portugal, colocando um enfoque particular nas novidades introduzidas pelo DL n.º 56/2018, de 9 de julho, diploma que mais recentemente alterou o Regime Jurídico do Capital de Risco em Portugal

Palavras chave: capital de risco, Portugal, regulação financeira

Abstract

This article traces the legal regime of private equity in Portugal, with a particular focus on the innovations introduced by DL no. 56/2018, of July 9, a law that more recently changed the Portuguese Legal Regime of Private Equity.

Keywords: private equity, venture capital, Portugal, financial regulation

1. Âmbito e terminologia

I – Em Portugal, caracterizam-se como de capital de risco as operações de financiamento ou aquisição de empresas, envolvendo uma influência na gestão e a assunção do risco da empresa adquirida ou financiada tendo em vista a valorização e posterior alienação das

* www.governancelab.org

participações detidas¹. O legislador português define capital de risco como 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 respetiva valorização².

Para uma apresentação delimitadora do tema, não pode esquecer-se ainda que, em termos instrumentais, o capital de risco envolve também a prestação de serviços de assistência no aprimoramento, na reorganização, na promoção ou na racionalização da estrutura e atividade empresarial³.

II – Como é sabido, na Europa, a moldura regulatória do capital de risco toma como referência a AIFMD, que incluiu os organismos de investimento em capital de risco entre os OIC alternativos.

O sistema de fontes europeias inclui as fontes relacionadas com OIC alternativos, a que se soma o Regulamento Europeu sobre fundos europeus de capital de risco (*European Venture Capital Funds Regulation*) – Regulamento 345/2013, de 17 de abril de 2013 ('EuVECA). Este diploma é aplicável a gestores de fundos europeus alternativos não superiores a 500 milhões euros, assegurando um passaporte em condições menos exigentes do que os previstos na AIFMD.

Por outro lado, o âmbito do capital de risco tem vindo a alargar-se. Originariamente, esta técnica envolveria unicamente investimentos em participações sociais – daqui teria resultado, aliás, a expressão anglo-saxónica *private equity* – mas hoje o capital de risco cobre uma realidade diversificada, aqui cabendo:

– *Venture capital e growth capital*: apoio à criação ou desenvolvimento de empresas;

– *Buy-outs*: aquisição do domínio de empresas para efetuar alterações na gestão.

Esta diferenciação de modalidades do capital de risco não encontra tradução linguística em Portugal: todas estas operações são cobertas na noção portuguesa de capital de risco.

III – Para uma caracterização destas operações, deve esclarecer-se estar definitivamente superada a ideia de que o capital de risco apenas realiza investimento em empresas de pequena dimensão. Nos tempos recentes, uma vaga de aquisições de largo porte (v.g. *Novo Banco, Tranquilidade*) levada a cabo por sociedades e fundos de *private equity* demonstrou a potencialidade destas estruturas para investimentos de elevado fôlego financeiro.

A dimensão da empresa financiada não constitui, assim, elemento tipológico para a delimitação do capital de risco.

2. O capital de risco como operação: caracterização estrutural

I – O capital de risco representa uma operação de investimento, com o objetivo de beneficiar da valorização da empresa visada⁴. Desdobra-se num conjunto de atos jurídicos e materiais para a concretização das finalidades de financiamento⁵. Postula, por isso, tradicionalmente, um ciclo de cinco fases principais, envolvendo sucessivamente:

- a fase preparatória;
- a fase de negociação do quadro contratual associado ao investimento;
- a fase de recolha de intenções de investimento;
- a aplicação do programa de investimento;
- a fase de desinvestimento.

1 Este texto atualiza o capítulo dedicado ao capital de risco no meu *Manual de Direito de Valores Mobiliários* (4.ª edição: Almedina), 2018.

2 Artigo 3.º n.º 1 do Regime Jurídico do Capital de Risco (RJCR), aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março.

3 ANTÓNIO SOARES, *Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco*, *Cadernos do MVM* n.º 15 (Dez.-2002), 233-234.

4 Artigo 3.º n.º 1 RJCR.

5 Sobre o conceito de operação, permito-me reenviar para o meu *Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa (1997), 208.

II – Os preliminares da operação reconduzem-se à deteção da oportunidade de negócio (originação) e o desenvolvimento do plano de negócio. Segue-se a negociação dos contratos associados à operação: contratos de transmissão ou subscrição de participações sociais, contratos de financiamento, alterações aos estatutos, acordos parassociais e documentos negociais adjacentes⁶.

A negociação do investimento pode envolver diversas instituições de capital de risco, como co-financiadoras (*club deals*). Lateralmente, pode haver injeções de fundos nas instituições de capital de risco, por via de contratos de financiamento, aumentando a alavancagem (*leverage*) das operações.

Por seu turno, a aplicação do programa de investimento desdobra-se em diversas etapas consoante o objeto de investimento, cada etapa estando usualmente associada a chamadas de capital (*capital calls*).

O desinvestimento, por seu turno, pode concretizar-se através de uma alienação de participações sociais direta ou em mercado. Quando envolve uma alienação a outra instituição de capital de risco (*private to private transaction*), diz-se estarmos perante uma transação secundária (*secondary*).

Ao implicar uma influência na empresa visada, o capital de risco introduz tendencialmente uma maior disciplina de gestão nas empresas em que investem.

Em Portugal, o regime jurídico originário retratava o capital de risco como uma operação de investimento temporalmente limitada⁷. Porém, em operações de maior envergadura revela-se difícil

a fixação de um prazo rígido da operação. Por esse motivo, a limitação temporal do investimento foi eliminada com o DL n.º 56/2018, de 9 de julho.

III – É usual apresentar as operações de capital de risco como antinómicas em relação às operações no mercado de valores mobiliários, uma vez que tipicamente aquelas não envolvem captação de fundos junto do público. Todavia, as relações entre as duas técnicas de financiamento têm vindo a aumentar.

Neste contexto, importa notar que o capital de risco está associado ao Direito dos valores mobiliários por diversos modos. A um tempo, as instituições de capital de risco são emitentes de valores mobiliários e investidores institucionais. A consumação da operação de investimento, por seu turno, pode supor a emissão de valores mobiliários pela empresa financiada – designadamente ações ou obrigações convertíveis em ações.

A outro tempo, as instituições de capital de risco cumprem funções relevantes de financiamento, através de técnicas diversas. Uma vez que o financiamento do capital de risco é por natureza temporário, o ciclo do capital de risco por vezes implica, na fase da aquisição, operações de saída de mercado⁸; mas na fase de desinvestimento, pode envolver operações de admissão ao mercado.

A relação entre financiamento no mercado mobiliário e o financiamento através de capital de risco é, nestes termos, basicamente complementar. Por outras palavras, augurar que o desenvolvimento do capital de risco (*private equity*) desemboca no progressivo declínio das admissões em mercado (*public equity*) afigura-se, por isso, patentemente desajustado⁹.

6 Para uma ilustração: MIGUEL TRIAS SAGNIER (org.), *Regímen Jurídico y Fiscal del Capital Riesgo en España*, Madrid (2006), 177-249.

7 Redação originária do Artigo 3.º n.º 1 RJCR.

8 Sobre as operações de saída de mercado no contexto do capital de risco: MIGUEL TRIAS SAGNIER (org.), *Regímen Jurídico y Fiscal del Capital Riesgo en España*, cit., 251-270.

9 A propósito, mas levando longe demais as limitações do capital de risco: BRIAN CHEFFINS/JOHN ARMOUR, *The Eclipse of Private Equity*, ECGI – Law Working Paper n.º 82 (2007). Em sentido contrário depõe o clássico artigo de MICHAEL JENSEN, *The Eclipse of the Public Corporation* (1989), que prenuncia o progressivo ocaso das sociedades de estrutura dispersa, e cuja versão revista em 1997 pode ser acessível em <http://ssrn.com/abstract=146149>.

3. Sentido geral do tratamento normativo e evolução das fontes

I – O capital de risco constitui uma alternativa ao financiamento de projetos empresariais através da banca. Por esse motivo, em termos comparatísticos, a atividade do capital de risco é usualmente objeto de intervenções regulatórias ligeiras – como modo de estímulo a esta atividade financiadora.

A área do capital de risco revela, em contrapartida, e em termos tendenciais, uma influência significativa de modos de auto-regulação.

II – Em Portugal, o tema foi objeto de sucessivas reformas legislativas¹⁰. A primeira intervenção formal ocorreu através do DL n.º 433/91, de 7 de novembro. Seguiu-se o DL n.º 319/2002, de 28 de dezembro, que concentrou na CMVM a supervisão das instituições de capital de risco e traçou, no âmbito dos fundos de capital de risco, uma diferenciação entre regime dos fundos para investidores qualificados (FIQ) e o dos fundos comercializáveis junto do público (FCP)¹¹.

O regime do capital de risco conheceu, subsequentemente, uma nova reformulação, consagrada através do DL n.º 375/2007, de 8 de novembro.

Por último, entrou em vigor o Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado (RJCR), aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março. Esta foi modificada recentemente através do DL n.º 56/2018, de 9 de julho.

As sociedades de capital de risco (aí incluindo os investidores em capital de risco) e os fundos de capital de risco são submetidos à supervisão da CMVM (art. 67.º RJCR e art. 359.º, n.º 1 h) CVM).

São ainda considerados investidores profissionais ao abrigo do art. 30.º, n.º 1 f) CVM.

Em geral, o investimento pelo Estado em capital de risco não é vedado pelo Tratado (art. 107.º (1) TFUE) sempre que respeite o critério do investidor privado: de outro modo dito, se o Estado atuar em condições normais de mercado, não existe um auxílio estatal¹². Caso contrário, os auxílios estatais sob a forma de capital de risco são permitidos ao abrigo do Regulamento (CE) n.º 800/2008 da Comissão, de 6 de Agosto de 2008, que declara certas categorias de auxílios compatíveis com o mercado comum, desde que cumpram os requisitos previstos no art. 29.º do diploma europeu.

III - Por último, as instituições de capital de risco são qualificadas como organismos de investimento coletivo alternativo à luz da Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, sobre gestores de fundos de investimento alternativo (AIFMD)¹³.

Esta Diretiva não se aplica a gestoras cujos ativos sob gestão não ultrapassem os seguintes limites: €100 000 000, quando as carteiras incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem; € 500 000 000, 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 inicial¹⁴.

Esta exclusão do âmbito aplicativo da AIFMD configurava uma oportunidade de ouro para o legislador português reduzir a carga de deveres das instituições, em alinhamento com o regime mínimo fixado na nova Diretiva AIFMD. Não foi isso, todavia, o que sucedeu, tendo em diversos pontos o legislador português incorrido no vício

10 Sobre este percurso: AUGUSTO DE ATHAYDE/AUGUSTO ALBUQUERQUE DE ATHAYDE/ /DUARTE ATHAYDE, *Curso de Direito Bancário*, Vol. I, cit., 367-370.

11 Uma apresentação do regime instituído por este diploma pode conferir-se em CARLOS TAVARES, *Políticas Microeconómicas para Portugal* (2007), 136-138.

12 Acórdão do TJUE de 14 de novembro de 1984 [*Inter Mills c. Comissão* (323/82)], CJ (1984) 3809, par. 32.

13 PATRÍCIA RIBEIRO PENAFORTE RODRIGUES, *O Capital de Risco e o Conflito De Interesses*, UCP, Lisboa (2012), 40-48; Cfr. Ainda o documento de consulta EUROPEAN COMMISSION / D.G. INTERNAL MARKET AND SERVICES, *A New European regime for Venture Capital* (2011), com adicionais propostas sobre a matéria.

14 Artigo 3.º, n.º 2 da Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011 (AIFMD).

do goldplating e acumulado exigências domésticas que exorbitam do texto europeu. É certo que o regime jurídico do capital de risco não deixa de fazer uma acentuada distinção entre as instituições abaixo do limite crítico (reguladas pelos artigos 6.º-43.º RJCR) e aquelas acima do limite crítico, sujeitas ao crivo mais exigente dos artigos 44.º e seguintes do diploma. Poderia, porém, ter ido mais longe nessa clivagem, sobretudo no sentido de um substancial alívio regulatório do investimento em capital de risco reservado a investidores profissionais.

4. Os tipos de instituições de capital de risco

I - No regime jurídico do capital de risco, são previstas e reguladas as instituições de capital de risco, as instituições de empreendedorismo social e as instituições de investimento alternativo especializado.

Como instituições de capital de risco, a lei admite as sociedades de capital de risco, as sociedades gestoras de fundos de capital de risco, as sociedades de investimento em capital de risco, os fundos de capital de risco e os investidores em capital de risco¹⁵. A primeira tem o objeto social mais amplo, dado poder ser investidora direta ou gestora de instituições de capital de risco. As sociedades de investimento em capital de risco e os fundos de capital de risco são organismos de investimento coletivo fechados – aquelas dotadas de personalidade jurídica – que se designam conjuntamente “organismos de investimento em capital de risco”¹⁶.

Por seu turno, o investimento em empreendedorismo social envolve a aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades que desenvolvem soluções

adequadas para problemas sociais, com o objetivo de atingir incidências sociais quantificáveis e positivas¹⁷.

Finalmente, por investimento alternativo especializado entende-se a aquisição de ativos de qualquer natureza, não podendo cada ativo representar mais do que 30% do respetivo valor líquido global¹⁸. Os organismos de investimento alternativo especializado apenas podem ser comercializados junto de investidores profissionais¹⁹.

Em termos de regime aplicável, aos fundos de investimento alternativo especializado geridos por sociedades de capital de risco e por instituições de crédito são aplicáveis as regras previstas para os fundos de capital de risco previstas no título II do RJCR, salvo as previstas na alínea b) do n.º 1 e nas alíneas a) e b) do n.º 2 do artigo 10.º, com as especificidades previstas em regulamento da CMVM. Por seu turno, os fundos de investimento alternativo especializado geridos por sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliários e por sociedades gestoras de fundos de capital de risco sujeitam-se a um regime mais exigente: ficam adicionalmente sujeitos ao disposto no capítulo IV do título III do RJCR, que consiste no regime dos organismos de investimento em capital de risco geridos por entidades acima dos limiares relevantes para efeitos da AIFMD.

II - A gestão de organismos de investimento em capital de risco, organismos de empreendedorismo social e organismos de investimento alternativo especializado enquadra-se no catálogo típico de atividades de intermediação financeira (art. 289.º n.º 1 c) iv) CVM).

Porém, esta qualificação oferece escasso relevo, dado que as sociedades gestoras dos organismos atrás mencionados não são intermediários financeiros, de acordo com o artigo 2.º, n.º 1 RJCR.

15 Artigo 1.º a) a e) RJCR.

16 Artigo 13.º n.º 2 RJCR.

17 Artigo 4.º RJCR.

18 Artigo 5.º n.º 1 RJCR.

19 Artigo 5.º n.º 4 RJCR.

5. O governo das instituições de capital de risco

I – O modelo básico de governação do capital de risco assenta na influência significativa da empresa adquirida.

Tal influência pode ser mais expressiva – como sucede nas operações de aquisição (*buy-outs*), em que a instituição de capital de risco adquire o domínio da empresa visada – ou ser representada apenas por participações minoritárias (operações de *venture capital* e *growth capital*).

Além disso, é comum haver um investimento pessoal dos gestores nos fundos de capital de risco geridos, de modo a favorecer um alinhamento de interesses em relação aos demais participantes.

Tem sido imposto, por isso, um incremento da informação a prestar pelas instituições de capital de risco, nomeadamente sobre a estrutura organizativa, participações detidas e política em matéria de conflito de interesses. O expoente máximo dessa abordagem encontra-se na AIFMD, através das disposições já examinadas.

II – A estrutura de propriedade das instituições de capital de risco é diversificada. Cabe distinguir, em particular, as instituições independentes, as dominadas por uma sociedade ou grupo societário (*captives*) e as participadas por uma pluralidade de pessoas (*semi-captives*)²⁰.

No caso português, regista-se ainda um peso significativo da banca como participantes destas instituições.

Nota-se, porém, em mercados próximos, uma coexistência entre essa estrutura e as sociedades de capital de risco com dispersão do capital

através da admissão à negociação. Com efeito, há algumas *private equity firms* que são admitidas em mercado regulamentado. Este fenómeno reforça a interdependência do mercado de capital de risco com o mercado de valores mobiliários. Em Portugal, aliás, não há obstáculos de natureza jurídica a que as sociedades de capital de risco sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado - como sucede, em exemplo bastante próximo, com as SIMFE, reguladas através do DL n.º 77/2017.

III – O desenvolvimento do capital de risco revela um cenário de concorrência e complementaridade entre diversas formas de estrutura de propriedade acionista.

Com efeito, um postulado básico do capital de risco é o da influência assegurada na sociedade financiada. Pressupõe, assim, uma concentração da influência – o que contrasta com a tradicional estrutura de capital disseminado das sociedades cotadas. Por outras palavras, o capital de risco constitui uma cabal demonstração de que o percurso evolutivo das estruturas societárias não desemboca necessariamente, numa fatalidade Darwiniana, na generalização das sociedades de estrutura aberta²¹.

6. Sociedades de capital de risco

I – Segundo o regime português, as sociedades de capital de risco são sociedades anónimas cujo capital social é representado por ações nominativas²².

Embora à luz da versão originária do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeira²³ se qualificasse as sociedades de capital de risco como sociedades financeiras, tal solução foi considerada desajustada, por implicar um sobrepeso excessivo na disciplina do capital

20 Utiliza-se a sistematização proposta por JAMES DOW, *The Role of Private Equity*, in DARRYL J. COOKE, *Private Equity: Law and Practice*³, London (2008), 1-3.

21 ASSIM, RONALD GILSON/CHARLES WHITEHEAD, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, *Columbia Law Review* (2007) <http://ssrn.com/abstract=991352>; para uma visão contrastante, cfr. BRIAN CHEFFINS/JOHN ARMOUR, *The Eclipse of Private Equity*, cit.

22 Artigo 11.º RJCR.

23 Cfr. art. 6.º, n.º 1 alínea h) do DL n.º 298/92, de 31 de dezembro.

de risco. Por esses motivos, tal qualificação foi abandonada desde 2002²⁴.

II – As sociedades de capital de risco podem ser investidores diretos ou simples gestores de fundos de capital de risco (artigo 17.º, n.º 2 do RJCR).

Em qualquer dos casos, o capital social mínimo das sociedades de capital de risco é de € 125.000.

7. Investidores em capital de risco

I – O regime dos investidores em capital de risco procura ir de encontro à disciplina dos *business angels*.

Formalmente, os investidores em capital de risco são um subtipo societário²⁵, organizando-se como sociedades unipessoais por quotas (art. 14.º, n.º 1 RJCR), o que faculta a limitação de responsabilidade do sócio único. O sócio único, por seu turno, deve ser pessoa singular (art. 9.º, n.º 2 RJCR).

II – O capital social mínimo dos investidores em capital de risco é o fixado no Código das Sociedades Comerciais para as sociedades por quotas.

O investimento em capital de risco por investidores particulares, porém, é por regra feito no anonimato, o que aliás é acautelado na lei, que obriga a que o registo na CMVM seja confidencial²⁶. A intenção de preservar a confidencialidade é porém seriamente frustrada, dado o facto de a forma societária escolhida (sociedade por quotas) permitir o acesso à identidade do sócio através da consulta ao registo comercial. Estima-se que seja este um dos motivos pelos quais a figura não tem tido ainda utilização prática.

8. Fundos de capital de risco

I – Uma das características do DL n.º 319/2002, de 28 de dezembro, foi a de impor uma diferenciação

entre fundos de capital de risco cujas unidades de participação se destinam a ser negociados unicamente junto de investidores qualificados (FIQ) e fundos de capital de risco cujas unidades de participação se destinem a ser comercializados junto do público (FCP).

Esta contraposição, todavia, revelou-se artificial, sobretudo ante a nula existência de fundos de capital de risco com difusão junto do público. Por esse motivo, o regime atual promoveu uma unicidade tipológica dos fundos de capital de risco, pondo cobro às sub-distinções anteriores.

Ainda assim, o certo é que ainda no regime vigente subsiste uma diferenciação que ocorre no tipo de ato administrativo praticado. Com efeito, os fundos de capital de risco não distribuídos pelo público ficam submetidos a um regime administrativo simplificado, que consiste numa simples comunicação prévia à CMVM (art. 7.º, n.º 14 RJCR).

II – As unidades de participação em fundos de capital de risco, embora não sejam objeto de qualificação expressa como valores mobiliários, devem ser considerados como tal. Vários são os traços do regime a suportar esta conclusão: trata-se de valores transmissíveis (art. 22.º n.º 3 RJCR); são agrupáveis em conjuntos fungíveis, constituindo uma categoria (art. 23.º RJCR); e devem ser nominativos, o que constitui uma modalidade de valor mobiliário (art. 22.º RJCR).

Aplica-se-lhes por isso o regime geral dos valores mobiliários contido no Código dos Valores Mobiliários, salvo no que for vedado pelo seu regime especial.

III – A gestão dos fundos de capital de risco pode ser exercida por sociedades de capital de risco, por sociedades de desenvolvimento regional ou por entidades habilitadas a gerir organismos de

24 O diploma que procedeu a esta alteração foi o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de dezembro.

25 Quedando-se por isso sujeito à supervisão da CMVM, nos termos do art. 359.º h) CVM, apesar de este não se referir explicitamente aos investidores em capital de risco.

26 Artigo 7.º, n.º 13 RJCR.

investimento alternativo fechados (art.17.º, n.º 2 RJCR).

Falta, por isso, um tratamento legislativo transversal do tema, que aborde conjuntamente

estas matérias, que propicie a existência de sociedades gestoras de ativos polifuncionais e que faculte, em termos acessíveis e sistematizados, as linhas do seu regime.