



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Dos Deveres das Entidades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e dos Poderes dos
Participantes:

a Autonomia na Gestão e a prossecução do Exclusivo Interesse dos Participantes

Maria Roussal

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Direito das Empresas

Orientador:

Professor Doutor António Pereira de Almeida, Professor convidado,
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2015

Agradecimentos

À Abreu Advogados,

À Dr.^a Sofia Santos Machado,

Ao Exmo. Prof. Doutor António Pereira de Almeida,

Ao Exmo. Prof. Doutor Jorge Brito Pereira,

Ao Exmo. Prof. Doutor Manuel Pita

Resumo

O regime jurídico aplicável aos fundos investimentos em capital de risco tem assumido cada vez maior relevância no âmbito dos fundos de investimento em geral, tendo sido objeto de profundas e estruturantes alterações em 2015, por força da transposição das Diretivas europeias e consequente harmonização do regime aplicável à generalidade dos organismos de investimento colectivo. São várias as questões que surgem quanto ao funcionamento do regime jurídico e integração das possíveis lacunas. A definição dos deveres das entidades gestoras de fundos de capital de risco, face aos poderes conferidos, ou não, aos participantes, assume fundamental importância na análise deste instrumento financeiro. Revela-se fundamental endereçar o conceito de interesses dos participantes, uma vez que toda a atividade das entidades gestoras deverá ser direcionada no sentido da sua exclusiva prossecução, e determinar de que forma esse dever fundamental se enquadra com a total autonomia conferida à gestão. Isto leva nos a questionar a integral estrutura de separação dos poderes entre os participantes do fundo e a entidade gestora, argumentando no sentido da aplicabilidade da tese dos investidores ativos, a qual se tem revelado não apenas mais adequada que a da passividade dos participantes, manifestando-se em acentuada proliferação em mercados mais sofisticados, como fornecedora de uma estrutura de gestão de risco mais justa.

Palavras-chave: fundo de capital de risco, entidade gestora, participantes, interesse exclusivo, investidores, organismos de investimento coletivo

Abstract

The legal framework of venture capital funds is assuming an increasing relevance in the field of investment funds, in general. This is a matter that has been profoundly reformulated by the recent (2015) transposition into the national judicial order of the European Directives, and subsequent harmonization of the regime of collective investment funds. As the market for such investment funds is continuing its dynamic evolution, various issues are in the raise, regarding the application of the legal framework and integration of possible shortcomings of the law. The definition of the concept of duties of the management entities of venture capital funds, regarding the powers which are attributed, or not, to the investors is of extreme importance in the correct analysis of this financial instrument. It is mandatory to study the legal concept of interests of the participants/ investors, given that the management entities are obliged to exercise their activity relying and pursuing in exclusive those interests, as well as determining how this fundamental duty of the management entity fits into the absolute autonomy conferred for the exercise of the management of the fund. This undeniably makes us question the whole structure of the separation of management and power between the managing company and the investors, arguing that an active-investor structure is the most adequate, rather than the passive-investor, is in clear proliferation in more sophisticated markets and also provides a more equitable and fair structure of management.

Key-words: venture capital, management entity, investors, participants, collective investment entities

Índice

Agradecimentos.....	i
Resumo.....	ii
Abstract	iii
Índice.....	iv
Glossário de siglas.....	vi
I. Enquadramento geral do investimento em capital de risco.....	1
1. Introdução.....	1
2. Investimento em capital de risco e figuras afins	5
3. O investimento em capital de risco em Portugal: breve análise estatística.....	7
II. Enquadramento legal.....	8
1. Legislação de origem europeia.....	9
2. Tipos de organismos de investimento coletivo	13
2.1. Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários.....	14
2.2. Organismos de investimento alternativo	15
III. Princípios orientadores do investimento em capital de risco	18
IV. A entidade gestora e os participantes: natureza e funções	20
V. Dos deveres da entidade gestora	24
VI. Do interesse dos participantes	29
VII. Dos poderes dos participantes	31
1. As fontes de regulação da atividade de investimento em capital de risco e a autonomia privada	32
2. Equilíbrio de poderes: a teoria dos “ <i>exit rights</i> ”	34
3. Gestão passiva e gestão ativa pelos participantes	36
VIII. Da responsabilização da entidade gestora	38
1. O investimento em capital de risco e a perda de <i>chance</i>	39
2. A “ <i>business judgement rule</i> ” na gestão de um fundo de capital de risco?.....	45
3. O princípio da boa-fé na conduta da entidade gestora	51
IX. Considerações finais.....	53
X. Fontes bibliográficas	56

Glossário de siglas

CC	Código Civil
CMVM	Comissão de Mercado e de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FIAE	Fundo de investimento alternativo especializado
FII	Fundo de investimento imobiliário
FIM	Fundo de investimento mobiliário
GFIA	Gestoras de fundos de investimento alternativo
OIA	Fundo de investimento alternativo
OIAVM	Organismos de investimento alternativo em valores mobiliários
OICVM	Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
SIAE	Sociedade de investimento alternativo especializado
UE	União Europeia

I. Enquadramento geral do investimento em capital de risco

1. Introdução

O investimento em capital de risco tem assumido, ao longo das últimas décadas, um papel cada vez mais essencial no financiamento com recurso a capitais próprios, configurando uma alternativa às tradicionais formas de obtenção de capital. Tem por objeto permitir crescimento e a evolução de empresas qualificadas como de elevado potencial para crescimento, contribuído de forma muito significativa para inovação e desenvolvimento de novas tecnologias (em especial), bem como para o crescimento económico em geral.

Os fundos de capital de risco são instrumentos financeiros por excelência utilizados para a concretização deste tipo de investimentos, acompanhados pelas sociedades de capital de risco e investidores em capital de risco.

Apesar das manifestações frequentes ao longo da história¹, foi durante a revolução industrial, nos séculos XVI e XVII, que se terá dado a sua evolução para a configuração atualmente em vigor, uma vez que foi o esquema utilizado para o financiamento dos primeiros empreendimentos comerciais e industriais da Europa por investidores ingleses. Esta tendência foi importada igualmente pelos Estados Unidos da América, tendo despertado o interesse banqueiros como J.P. Morgan, e, já no século XX, após a Segunda Guerra Mundial, é criada, em 1946, a primeira estrutura formal de investimento em capital de risco, denominada por *American Research and Development*².

Este tipo de financiamentos apenas foi possível graças à crescente liberalização dos mercados, a qual foi acompanhada pela criação de novos produtos financeiros, os quais acabaram por ter um impacto profundo na própria estrutura de funcionamento dos mercados, especialmente por força do fenómeno da securitização.

¹ (Caetano, 2013: 15), refere financiamentos concedidos desde Roma Antiga até ao financiamento de expansões marítimas pelos particulares, no séc. XV. Na verdade, ocorria manifestação de capital de risco sempre que um particular assumisse o financiamento de determinada atividade, em contrapartida de compensações pecuniárias futuras.

² Fundada pelo professor Georges Doriot, Diretor da Harvard Business School – chamado também como “pai do capital de risco”, pelo presidente do MIT - Massachusetts Institute of Technology, Karl Taylor Compton e por Ralph Flanders, engenheiro mecânico e Senador pelo Estado de Vermont. A ARD cessou a sua atividade em 1972.

Um conjunto de instrumentos modernos de investimento, ativos tanto monetários como imobiliários e outros em valores mobiliários ganharam uma enorme autonomia, por força facilidade da sua transmissão no mercado de valores e contribuíram para o desenvolvimento e aperfeiçoamento das estruturas ou veículos através dos quais os mesmos seriam transacionados: os fundos de investimento em geral.

A principal distinção entre os vários tipos de fundos, abordada de seguida, prende-se com o seu objeto. Enquanto os fundos de capital de risco procuram o investimento em “*start-ups*” ou empresas com elevado potencial de crescimento, o mercado alberga ainda fundos de investimento em ativos imobiliários, em valores mobiliários em geral, etc. Todas essas estruturas, apesar das profundas diferenças merecedoras de uma profunda análise, possuem uma estrutura tripartida, caracterizada pela separação de poderes e deveres de todas as entidades que a integram. Desta forma, os fundos de investimento são patrimónios autónomos, compostos por capital investido pelos respetivos participantes, valores esses depositados junto de um depositário, e cujo objeto será prosseguido por uma entidade gestora.

Apesar do aparente funcionamento simplificado, trata-se de uma figura extremamente complexa. A sua característica fundamental reconduz-se, logicamente, à separação existente e forçosa entre a gestão e a titularidade dos montantes investidos.

O tema escolhido para efeitos de elaboração da dissertação prende-se com o estudo de um aspeto específico tanto da natureza como do regime de uma das legalmente constituídas instituições de capital de risco: deveres das entidades gestoras de fundos de capital de risco face aos poderes e/ ou vontade dos participantes, sob determinadas condições especiais.

Conforme já *supra* referenciado, os fundos de capital de risco correspondem a uma das três formas jurídicas que as instituições que têm por objeto o investimento em capital de risco podem assumir sob a lei portuguesa, acompanhados pelas sociedades de capital de risco e pelos investidores em capital de risco. Tal como decorre do próprio tópico, o objecto de estudo encontra-se circunscrito ao estudo de uma parte específica da temática dos organismos de investimento coletivo: os fundos de capital de risco.

A particularidade de um fundo de investimento não reside no facto de se tratar de um património autónomo que detém investimentos, mas sim na forma de detenção dos referidos investimentos. Caracterizam-se pela separação entre os investimentos e a gestão, a qual deve ser devidamente temperada por outros dois pilares fundamentais: (1) os “*exit rights*” ou direito de regate das unidades de participação e (2) a “*incentive compensation*”. Quanto ao risco, último pilar da estrutura de um fundo desta natureza, é imperativo que este seja

circunscrito ao risco de mercado, risco do investimento *per se* e nunca a riscos a suportar por força do concreto exercício da atividade pela entidade gestora.

Apesar da concretização do tópico de investigação num aspecto bastante específico no tema do investimento coletivo, optou-se ainda por restringir a análise ao estudo de um aspeto particular e de grande relevância tanto doutrinal ou académica, como prática: os deveres das entidades gestoras dos fundos de capital de risco.

Este aspeto assume maior relevância no conjunto do tema precisamente pela estrutura tripartida que caracteriza todos os organismos de investimento colectivo em geral – onde se incluem igualmente, conforme posteriormente sustentado, os fundos de capital de risco.

As pessoas coletivas, ou singulares, que optem por realizar determinados investimentos podem concretizá-lo mediante realização individual dos mesmos; ou então podem escolher investir os montantes que entendam mediante a realização de entradas num fundo de investimento – neste caso, um fundo de capital de risco. Desta forma, os participantes do fundo (denominação legal dada aos investidores neste tipo de estruturas) terão contribuído para a criação de um património autónomo, cuja administração compete a uma sociedade gestora. Por seu turno, o montante efetivamente integrante do fundo – e sempre que sejam determinadas as necessárias chamadas de capital pela entidade gestora – encontrar-se-á depositado numa terceira instituição, com o nome precisamente de depositário.

Na sequência do enquadramento feito nos pontos prévios, o tema central do projeto da dissertação prende-se com os deveres legalmente atribuídos às entidades gestoras dos fundos de capital de risco, procurando determinar, ao abrigo tanto da lei como de estudos dos ordenamentos jurídicos de origem deste instituto, de que forma é que os referidos deveres encontram conjugação no âmbito das questões práticas suscitadas e das lacunas na lei entretanto identificadas.

Revela-se fundamental uma análise de todo o enquadramento do capital de risco, correspondendo este a uma técnica de gestão de patrimónios coletivos com feições particulares. As instituições de capital de risco, nas quais se incluem – conforme anteriormente referido – os fundos de capital de risco apresentam-se, ao abrigo da legislação nacional, como investidores qualificados. Isto é, procuram a aquisição, por tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento. O objetivo último deste tipo de investidores (na linha do transversal aos restantes tipos de investidores) será a obtenção de lucro, i.e., beneficiar da respetiva valorização.

A dissociação entre a gestão, a qual é entregue a uma entidade gestora, e a propriedade do capital, que se mantém na esfera jurídica dos participantes, é a característica fundamental dos fundos de capital de risco. Pautada pelo dever da entidade gestora de administrar o fundo no exclusivo interesse dos participantes³, a gestão tem que respeitar os limites legalmente estabelecidos no sentido de evitar os conflitos de interesses.

Em termos de estrutura e conteúdo, procurar-se-á determinar analisar (i) a natureza jurídica de origem dos fundos de capital de risco; (ii) a orientação europeia relativamente às insuficiências demonstradas do regime; (iii) o enquadramento e estrutura do capital de risco em Portugal; (iv) os fundamentos e fundações do processo de investimento: a dicotomia existente entre o risco do investimento e a confiança a depositar na sociedade gestora; (v) o enquadramento da assembleia geral dos participantes e outros órgãos relevantes; (vi) uma tentativa de definição dos deveres das entidades gestoras, nomeadamente fiduciários (deveres de lealdade quanto aos interesses dos participantes e de cuidado na administração do fundo), deveres de independência da entidade gestora e outros interesses conexos, a vinculação da mesma a uma autonomia de atuação, o dever de prossecução do interesse dos participantes, os deveres de informação acerca das possíveis oportunidades de investimento, bem como os deveres de prevenir e gerir as situações possíveis de conflitos de interesses; (vii) responsabilidades da entidade gestora e implicações nos participantes decorrentes das suas ações que não respeitem os deveres aos quais esta se encontra sujeita e, por fim (viii) consequências ou eventual responsabilidade que nasça na esfera jurídica dos participantes do fundo quando, nomeadamente, não respeitem a chamada de capital efetuada pela entidade gestora, em virtude de considerarem que o investimento proposto a realizar revela-se contrário aos seus interesses (a) enquanto participantes e/ou (b) enquanto maioria, mediante votação na Assembleia de Participantes.

Por fim, e em face à crise económica e financeira que se instalou no país desde, sensivelmente, o ano de 2008, não restam dúvidas que o tratamento jurídico a dar a este tipo de realidade sofrerá modificações, precisamente por implicar um risco que poderá configurar-se como imprevisível (nas proporções que haverá tomado), reconduzindo à aplicabilidade tanto do instituto da boa-fé, o que introduz o tema da possível responsabilização da entidade gestora – em concreto termos da sua admissibilidade e forma de a concretizar.

³ (Almeida, 2008: 12)

2. Investimento em capital de risco e figuras afins

A criação de patrimónios autónomos geridos através de entidades terceiras e detidos pelos investidores denomina-se no mercado internacional por “*venture capital*”. Considerando as suas características específicas tanto à sua estrutura de fundo fechado, como ao tipo de investimentos permitidos, uma vez que encontra-se direcionado ao financiamento de “*start-ups*” ou empresas que demonstrem um elevado potencial de crescimento e de sucesso no mercado, foi acompanhado pelo desenvolvimento de outro tipo de estruturas semelhantes, tais como os denominados “*mutual funds*”, “*hedge funds*”, “*private equity*”, “*angel investors*”. Trata-se de institutos de origem anglo-saxónica, mas que frequentemente são tomados por semelhantes ou até por figuras idênticas.

Mutual funds correspondem à figura dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (doravante “OICVM”), posteriormente desenvolvida. Trata-se de fundos de investimento aberto, isto é, cujas unidades de participação variam ao longo da sua vida, mediante as subscrições que vão sendo realizadas, os quais detêm ações, obrigações e outras posições financeiras.

Os chamados “*hedge funds*”, correspondem, portanto, a fundos de investimento de alto risco, realizado exclusivamente por investidores altamente sofisticados, tendo sido introduzidos no mercado pela primeira vez em 1949, por Alfred Winslow Jones⁴. Jones apresentou a possibilidade de empregar técnicas de gestão alternativas, de atribuir remunerações variáveis variáveis através do cálculo de comissões de desempenho baseados nos resultados obtidos (ou comissões de “*performance*”), em conjunto com vendas de ativos a descoberto (“*short selling*”), em vez da tomada de posições longas, com objetivo de mitigar os riscos de mercado inerentes (“*hedging*”)⁵.

Private equity, no geral, compreende investimentos ou reestruturações de uma determinada empresa, com o objetivo de otimizar o desempenho financeiro, usualmente através da sua posterior alienação. Este é um conceito frequentemente confundido com o conceito de *venture capital* e muitas vezes utilizado discriminadamente para referir um ou outro tipo de investimentos. Capital de risco, conforme já referido, traduz um investimento realizado com grande risco em empresas, mas as quais têm a característica essencial – contrariamente às empresas objeto dos fundos de capital de risco – de se encontrarem numa

⁴ (Brown, 2001)

⁵ (Dias, 2008: 55).

situação financeira precária, mas essa não é a única distinção a fazer. *Venture capital* ou capital de risco *per se* corresponde a investimentos realizados em empresas ainda não estabelecidas ou, quando já em funcionamento, empresas que demonstrem um potencial de crescimento acima da média. *Private equity* não tem de cumprir com esses requisitos específicos, correspondendo apenas a investimentos em empresas já consolidadas e, por isso, com uma atividade económica muito mais expressiva⁶.

Os *angel investors* encontram cabimento no ordenamento jurídico nacional, legalmente previstos como “investidores em capital de risco”, cuja atividade se encontra prevista no art. 14.º do Regime Jurídico. A principal distinção que podemos identificar entre os investidores em capital de risco e os fundos decorre da origem dos fundos a serem investidos, isto é, se são diretamente investidos ou se há lugar a um intermediário entre o detentor primário do capital e o seu investimento nas empresa que se enquadrem no objeto previamente definido. Desta forma, os *angel investors* investem diretamente o seu capital, enquanto que os *venture capitalists* vêm o seu investimento intermediado por uma entidade gestora, enquanto assumem a posição de participantes do fundo de capital de risco por esta gerido.

Este conjunto diverso de formas de investimento encontra-se intrinsecamente ligado à falta de previsão exata da evolução dos ativos transacionáveis no mercado, associado a um substancial do risco de desvalorização dos mesmos. Esta é uma das razões pelas quais os tipos de fundos de investimento aqui aflorados são objeto de uma crescente tendência de subdivisão, dando origem a outro tipo de fundos, com características semelhantes, como por exemplo os “*pledge funds*” – instrumentos que se revelam como uma junção entre os fundos de capital de risco, em função da segurança da estrutura de gestão que transmitem, e os “*angel investors*”, em função da liberdade e experiência que possuem.

⁶ Aliás, esta é uma distinção que se revela especialmente bem no âmbito do investimento em capital de risco em Portugal. De acordo com os dados da CMVM, no relatório de 2013 de seguida aprofundado, o investimento de capital de risco apresentou um peso de apenas 12,5%, enquanto investimentos enquadráveis em *private equity* representam 87,5%.

3. O investimento em capital de risco em Portugal: breve análise estatística

A atividade anual do capital de risco em Portugal é objecto de análise da CMVM e com base nos relatórios anualmente apresentados pelos diversos *players* do mercado, retira-se que o investimento em capital de risco procura especialmente pequenas e médias empresas que apresentem elevado potencial de crescimento.

Considerando que o tecido empresarial português é essencialmente composto por empresas dessa dimensão e com essas características, justifica-se a crescente necessidade de estudo aprofundado do tratamento legal que é dado às questões que poderão vir a ser suscitadas por este tipo de investimento.

Nos termos do mais recente relatório divulgado pela CMVM relativo a 2013, o papel do capital de risco em Portugal tem assumido uma crescente importância enquanto forma de financiamento alternativo deste tipo de empresas.

No final de 2013, operavam no mercado português 39 institutos de investimento em capital de risco. No caso particular dos fundos, estes detinham participações de um total de 513 empresas e unidades de participação de 10 fundos de capital de risco. Em termos de investimento pelas sociedades de capital de risco, este revela-se em menor expressão, abrangendo apenas 93 empresas, mas aumenta quanto aos fundos, uma vez que as sociedades de capital de risco detinham unidades de participação de 33 fundos de capital de risco⁷.

Em termos de valores sob gestão, houve um aumento de 10,9% no final de 2013, correspondendo a cerca de 312,9 milhões de euros, perfazendo um total de 3,2 mil milhões de euros, fundamentalmente devido à atividade dos fundos de capital de risco. Os ativos sob gestão, correspondentemente, registaram um aumento semelhante, em 9,9%, ascendendo a 3.6 mil milhões de euros.

Em 2013 operou ainda um aumento em quase 20% do número de empresas financiadas com capital de risco, tendo ascendido de 507 para 606, abrangendo especialmente empresas da indústria transformadora e sociedade gestoras de participações sociais não financeiras. Esta tendência não acompanha a orientação do investimento em geral na Europa: segundo dados

⁷ Merece destaque a Finpro SCR, S.A., responsável por mais de metade dos investimentos realizados pelas sociedades de capital de risco, correspondendo a 323,4 milhões de euros. Cumpre ainda fazer referência à Espírito Santo Capital – SCR, S.A., à Portugal Capital Ventures, SCR e à Caixa Capital – SCR, S.A., que também assumiram um papel relevante. No entanto face à medida de resolução aplicada pelo Banco de Portugal ao Banco Espírito Santo, S.A., no passado ano de 2014, datada de 3 de agosto, este aspeto sofrerá alterações drásticas no próximo relatório a publicar.

apresentados pela EVCA (disponíveis no relatório anual da atividade de capital de risco de 2013, CMVM), os sectores de maior atração para este tipo de investidores foram o sector das comunicações, o retalho e imobiliário⁸.

II. Enquadramento legal

Ao abrigo do ordenamento jurídico português, o primeiro diploma legal que referiu a existência de fundos de investimento terá sido o Decreto-lei n.º 46 302, de 27 de Abril de 1965. O diploma previa ainda que as instituições de crédito seriam as entidades legalmente admissíveis a assumir funções de gestão dos referidos fundos de investimento mobiliário ou imobiliário. No entanto, antes do mesmo ter sido publicado, já se encontravam constituídos e em funcionamento pelo menos dois fundos: o Fundo do Investimento Atlântico e o Fundo de Investimento para o Desenvolvimento Económico e Social⁹.

Atualmente, o regime do capital de risco encontra-se regulado no Decreto-lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro e do Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários n.º 1/2008. No que respeita à supervisão deste tipo de instituição de capital de risco, esta cabe à CMVM [conforme dispõe os artigos 359.º, n.º 1 h) e j) e 388.º, n.º 3 a) do CVM].

Previamente à entrada em vigor do atual Regime Jurídico que regula a atividade de investimento capital de risco, os fundos da capital de risco não correspondiam à figura dos organismos de investimento coletivo, como, aliás, era confirmado pelo regime legal que regula a sua atividade, o qual, para além de consta de diploma autónomo, subtraía expressamente do âmbito da sua regulação a atividade de investimento em capital de risco, não se encontrando o mesmo integrado no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (Decreto-lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio).

Tanto os fundos como as sociedades de investimento em capital de risco (designados em conjunto como “organismos de investimento em capital de risco”) mantêm a natureza de organismos de investimento alternativo fechados que procuram adquirir por período de tempo

⁸ Também contrariamente ao que ocorreu em Portugal, o investimento nos restantes países da ECVA assistiu a uma quebra em cerca de 22%.

⁹ (Veiga, 1999: 23)

limitado, instrumentos de capital de risco próprio e/ ou capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, com o objectivo de beneficiar da respectiva valorização. A introdução da possibilidade de investimento em empreendedorismo social permite que sejam adquiridos, por período de tempo limitado, instrumentos de capital próprio e/ ou capital alheio em sociedades de desenvolvam “*soluções adequadas para problemas sociais, com o objectivo de alcançar incidências sociais quantificáveis e positivas*”.

Um organismo de investimento alternativo especializado (doravante “OIAE”), na linha do previsto para os organismos de investimento em capital de risco e em empreendedorismo social, pode assumir a forma societária de sociedade de investimento alternativo especializado ou de fundo de investimento alternativo especializado.

No entanto, das alterações ao regime jurídico tanto do investimento em capital de risco, como dos organismos de investimento colectivo torna-se evidente uma cada vez maior aproximação entre as duas figuras, pelas razões seguidamente expostas.

1. Legislação de origem europeia

O investimento em capital de risco, em Portugal, encontra-se regulado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, que entrou em vigor no passado dia 24 de março e que aprova o novo Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado (doravante “Regime Jurídico”), determinando a revogação do Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de novembro, regime do capital de risco previamente em vigor.

A nova denominação do Regime Jurídico, as alterações introduzidas e o alargamento do âmbito de aplicação do diploma resultam da transposição parcial das Diretivas Europeias n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho¹⁰ relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e n.º 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio¹¹, que regula a atividade dos gestores de fundos de investimento alternativos no que diz respeito à dependência excessiva relativamente às notações de risco¹².

¹⁰ Altera os seguintes diplomas:

- Diretiva n.º 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de junho;
- Diretiva n.º 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho;
- Regulamento (CE) n.º 106/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro; e
- Regulamento (UE) n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro.

¹¹ Altera os seguintes diplomas:

De igual forma, foi objeto de republicação RGOIC. Previamente às alterações introduzidas, os organismos de investimento coletivo estavam previstos e regulados pelo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio. Este diploma apenas abrangia o investimento em valores mobiliários, correspondendo a um diploma distinto a matéria dos organismos de investimento imobiliário¹³.

A Diretiva 2011/61/UE procura regular a atividade das entidades gestoras de fundos de investimento alternativo (“*alternative investment funds – AIF*”), com o objectivo de criar um mercado interno para esses gestores mediante introdução de regulamentação harmonizada¹⁴. Sublinhe-se que trata-se de normas orientadoras da atividade das entidades gestoras, não regulamentando a Diretiva sob análise, de forma alguma, os FIA, os quais continuam a ser regulamentados e supervisionados a nível nacional, por cada Estado-Membro em particular.

-
- Diretiva n.º 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de junho, relativa às atividades de supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais;
 - Diretiva n.º 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários; e
 - Diretiva n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho.

¹² Nos termos do Considerando (2) da Diretiva 2013/14/UE, “[u]m dos efeitos da crise financeira foi que os investidores, nomeadamente os IRPPP, os OICVM e os fundos de investimento alternativos (FIA), dependerem excessivamente de noções de risco para efetuarem os seus investimentos em instrumentos de dívida, sem necessariamente realizem as suas próprias avaliações da capacidade creditícia dos emitentes desses instrumentos.” Por essa razão, as alterações introduzidas nas Diretivas 2003/65/CE, 2009/65/CE e 2011/61/UE concedem aos vários tipos de sociedades de investimento o poder-dever de introduzir sistemas adequados de gestão de risco, cabendo às autoridades competentes o dever de verificar a adequação desses processos de avaliação. A dependência das notações de risco emitidas por agências de notação de risco na aceção da al. b), do n.º 1 do art. 3.º do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, deve ser mitigada, não podendo os FIA basear-se mecânica ou exclusivamente nestas (cfr. n.º 1 do art. 15.º da Diretiva 2011/61/UE, alteração introduzida pelo art. 3.º da Diretiva 2013/14/UE). Os sistemas de gestão de risco a serem introduzidos pelos GFIA devem, assim, assegurar que todos os riscos relevantes para a estratégia de investimento de cada FIA são identificados, medido, geridos e acompanhados de forma adequada.

¹³ O regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário integrava diploma autónomo; o Decreto-Lei (de republicação) n.º 71/2010, de 18 de junho. Atualmente, tal como o regime geral, este decreto já não se encontra em vigor, tendo sido revogado pelo novo RJOIC.

¹⁴ A Diretiva aplica-se apenas aos GFIA que gerem os fundos não abrangidos pela Diretiva 2009/65/CE – os denominados organismos de investimento colectivo em valores mobiliários.

Conforme previsto no art. 1.º, “[a] presente directiva estabelece regras relativas à autorização, actividade e transparência dos gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA) que gerem e/ou comercializam fundos de investimento alternativo (FIAs) na União.”

Desta forma, as alterações introduzidas estão também relacionadas com a gestão do risco no sistema financeiro, uma vez que os gestores de fundos alternativos (GFIA) “são responsáveis pela gestão de um volume significativo de activos investidos na União” e, por essa razão, a condução da sua atividade pode contribuir de forma muito significativa para a disseminação ou ampliação do risco. São, por isso, estabelecidos requisitos comuns para a autorização e supervisão da GFIA’s, os quais possam garantir uma “abordagem coerente dos respectivos riscos e do seu impacto nos investidores e no mercado da União”.

Em termos de âmbito de aplicação, as normas orientadores introduzidas pela Diretiva 2011/61/UE são aplicáveis tanto a GFIA’s que têm sede num Estado-Membro (GFIA da UE), como os que têm sede em país estrangeiro (GFIA’s extra-UE), cuja atividade de gestão de FIA, abertos ou fechados, é a sua atividade regular¹⁵.

Desta forma, e sem prejuízo de restrições e exceções especificamente previstas, a Diretiva aplica-se a todos os GFIA da UE que gerem tanto fundos da UA como extra-UE (isto é, cuja sede localiza-se em país terceiro), independentemente do local de comercialização dos mesmos ser na UE ou fora dos Estados-Membros, bem como a entidades gestoras extra-UE de FIA da UE ou extra-UE¹⁶. Desta forma, a legislação atualmente em vigor em Portugal encontra-se pautada pelos requisitos estabelecidos pela Diretiva sob análise, aplicáveis à forma como os GFIA’s deverão gerir os FIA’s sob a sua responsabilidade¹⁷.

Não integra o objeto deste estudo a análise das vastas e estruturais alterações introduzidas pelo novo regime ao funcionamento dos organismos de investimento coletivo. No entanto, para efeitos de enquadramento, caberá elencar as principais diferenças introduzidas pelo novo regime.

Conforme previsto no art. 1.º, o Regime Geral abrange o funcionamento dos organismos de investimento coletivo, cabendo a regulação em diploma autónomo do regime aplicável aos

¹⁵ Encontram-se excluídos do âmbito de aplicação da Diretiva 2011/61/UE “[o]rganismos de investimento, tais como empresas constituídas para gerir um património familiar (“family owned vehicles”) que investem o património privado de investidores sem angariar capital exterior”.

¹⁶ Cfr. Considerando (13) da Diretiva 2011/61/UE

¹⁷ Note-se que os gestores extra-UE, como é lógico, estes requisitos apenas serão aplicáveis aos fundos UE sob sua responsabilidade e fundos extra-UE cuja comercialização é feita por investidores profissionais na União.

organismos de investimento em capital de risco, fundos de empreendedorismo social e organismos de investimento alternativo especializado¹⁸. Permanecem ainda regulados em diploma autónomo ainda os fundos de pensões, bem como os fundos de titularização de créditos, fundos públicos destinados ao financiamento de sistemas de segurança social e de regimes de pensões de reforma¹⁹.

Sem prejuízo da separação de diplomas, em termos de aplicação material, o Regime Geral revela-se de aplicação subsidiária, em conjunto com o Código dos Valores Mobiliários e respetiva regulamentação entretanto publicada pela CMVM²⁰.

Dito isto, as principais alterações introduzidas pelo novo diploma correspondem (i) ao efeito de alavancagem²¹. O regime do capital de risco sofreu diversas subdivisões de ângulos vários.

¹⁸ Trata-se de figuras introduzidas *ex novo* no ordenamento jurídico nacional, por força da transposição das Diretivas Europeias.

¹⁹ Conforme previamente referido, permanecem ainda objeto de regulação por diploma autónomo os fundos de investimento imobiliário. Quanto aos fundos de pensões, quando se trate de fundos de pensões abertos de adesão individual, a lei determina a sua sujeição ao dever de elaboração e disponibilização das informações fundamentis aos investidores e ao dever de prestart todas as informações solicitadas pelos participantes, bem como às regras de publicidade, conforme determinado por Regulamento a ser elaborado pela CMVM – cuja divulgação ainda não foi efetuada até ao momento da publicação desta dissertação. A distinção entre este tipo de fundos e os fundos de capital de risco será feita em capítulo posterior.

²⁰ O caráter subsidiário do Regime Geral retira-se, em primeiro lugar, da substituição da denominação do diploma, o qual previamente correspondia ao Regime Jurídico dos organismos de investimento coletivo, enquanto que agora reveste a natureza de regime geral. Para além disso, resulta expressamente a sujeição às regras do Regime Geral, sempre que e na medida em que se mostrem adequadas ao segmento de investidores aos quais o fundo se destina – este é um normativo específico, aplicável a fundos cujos capitais são obtidos exclusivamente junto de investidores institucionais. Esta é uma qualificação sustentada pelo tratamento conferido a uma diversidade de matérias. Especificamente, e à luz da relevância para o objeto deste estudo, a matéria da convocação e deliberação em assembleias gerais de participantes é remetida para as normas constantes CSC, em tudo o que não se revele contrário ao expressamente previsto pelo Regime Geral (cfr. art. 61.º do Regime Geral).

²¹ Definido como “*qualquer método pelo qual é aumentada a posição de risco de um organismo de investimento coletivo gerido através da contração de empréstimo em numerário ou em valores mobiliários, do recurso a posições sobre derivados ou por qualquer outro meio*” (cfr. al. i) do n.º 1 do art. 2.º do Regime Geral), o efeito de alavancagem aplica-se tanto aos organismos de investimento coletivo em geral, como aos fundos de capital de risco em particular, uma vez que as normas que regulam a aplicação constam de ambos os diplomas.

Em primeiro lugar, quanto à própria aplicabilidade das alterações introduzidas regime, estas apenas serão aplicáveis a entidades gestoras cujo total sob gestão não exceda os limites previstos na Diretiva n.º 2011/61/UE (EUR 100.000.000,00 – optando pelo mecanismo da alavancagem²²; EUR 500.000.000,00 sem recurso a alavancagem). Para as entidades que não sejam abrangidas pelo referido regime, o novo Regime Jurídico mantém a redação das normas atualmente já constantes do Decreto-lei n.º 375/2007.

Considerando que não irão estar abrangidas pelos requisitos apertados de informação e outros determinados para estantes entidades, estas permanecem sujeitas ao dever de reporte nos termos exigidos pela Diretiva, para efeitos de acompanhamento do risco sistémico.

2. Tipos de organismos de investimento coletivo

Uma das alterações mais relevantes introduzidas pelas alterações legislativas ao regime dos organismos de investimento coletivo corresponde à divisão e à definição das várias estruturas de investimento. Enquanto ao abrigo do regime anteriormente em vigor, os fundos de capital de risco não eram abrangidos pelo instituto dos organismos de investimento coletivo, essa realidade foi expressamente afastada pela nova lei.

Desta forma, o conceito de organismo de investimento coletivo corresponde a *“instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes”* e abrange um conjunto especificamente determinado por lei de estruturas de investimento²³.

Considerando que um dos princípios estruturantes do investimento coletivo é o princípio da tipicidade dos organismos, a lei prevê que este tipo de investimento pode ser

²² Definido pela Diretiva 2011/61/UE como *“qualquer método pelo qual um GFIA aumenta a posição de risco de um FIA que gere, seja através da contracção de empréstimos em numerário ou em valores mobiliários, seja através do recurso ao efeito de alavanca de posições sobre derivados, seja por qualquer outro método”* – cfr. art. 4.º, n.º 1, al. v).

²³ Cfr. al. aa) do n.º 1 do art. 2.º do RGOIC – decorre expressamente da definição legal que os organismos de investimento coletivo encontra-se sub-divididos nos vários organismos elencados nas sub-álneas da al. aa).

efetuado através de (i) organismos de investimento coletivo em valores mobiliários ou através de (ii) organismos de investimento alternativo.

2.1. Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários

A lei define organismos de investimento coletivo em valores mobiliários com base em quatro aspetos distintivos. Em primeiro lugar, em termos de objeto. Os OICVM têm um objeto exclusivo, o qual consiste, tal como a própria denominação indica, no investimento coletivo em valores mobiliários ou outros ativos financeiros líquidos²⁴. De seguida, a lei exige ainda que todos os ativos enumerados cumpram determinados limites, conforme aprofundado e amplamente explicado pelo Título III, capítulo II, secção I, sub-secção II do Regime Jurídico.

Para além dos limites referidos, a lei restringe ainda os investidores junto dos quais podem ser obtidos capitais para o financiamento de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários: abrange apenas capitais de investidores não exclusivamente qualificados.

Por fim – e este é o aspeto cuja comparação com o regime aplicável ao investimento em fundos de capital de risco será fundamental nos capítulos seguintes – encontramos ainda especificidades quanto às respetivas unidades de participação. As unidades de um OICVM podem ser readquiridas ou resgatadas a pedido dos seus titulares, de forma direta ou indireta, e cujo resgate ou reaquisição será feito a cargo dos OIC e se encontra legalmente equiparada ao *“facto de um organismo de investimento coletivo em valores mobiliários agir de modo a que o valor das suas unidades de participação em mercado regulamentado não afasta significativamente do seu valor líquido patrimonial”*²⁵.

Apesar de não se revelar claro da formulação do preceito *supra* citado, a lei estabelece uma imposição de resultado às técnicas de gestão adoptadas pela respetiva entidade gestora. Isto é, a comercialização em mercado regulamentado deverá ser efetuada de forma a que – mais do que possibilite – assegure o resgate a todo o tempo das unidade de participação do fundo em questão.

²⁴ Referidos no Título III, capítulo II, secção I, sub-secção I.

²⁵ Cfr. sub-álnea ii)-2.º) da al. aa) do n.º 1 do art. 2.º do RGOIC.

Trata-se aqui de direito definidos, no âmbito de ordenamentos de origem anglo-saxónica, por “*exit rights*”²⁶. Corresponde a um dos direitos fundamentais dos participantes, decorrentes da posição de elevado risco que assumem ao optar por investir o seu capital neste tipo de organismos. Sem aprofundar ainda o tema neste ponto, cabe apenas citar, no que respeita a esta matéria: “[a] *key feature of mutual funds*²⁷ is that they allow their shareholders to “redeem” their shares. In other words, shareholders can return their shares to the funds in exchange for the cash value of their shares. (...) *Mutual funds typically allow their shareholders to redeem every day.*”.

Vejamos se esta possibilidade existe nos fundos de capital de risco.

2.2. Organismos de investimento alternativo

No que respeita aos organismos de investimento alternativo (doravante “OIA”), a lei não prevê uma definição deste instrumento. Procura delimitar o conceito através de uma enumeração taxativa das características que um determinado organismo de investimento deverá possuir para ser enquadrado neste tipo de organismos, agrupando-a em sub-categorias de OIA.

Desta forma, em primeiro lugar, pode ser considerado um OIA um fundo de investimento em valores mobiliários – desde que não se encontrem cumpridos os requisitos estabelecidos para a qualificação como OICVM. Assim, um organismo, aberto ou fechado, que tenha por objeto o investimento coletivo em valores mobiliários ou outros ativos financeiros que não esteja sujeito aos limites previstos no ponto *supra* será denominado por organismo de investimento alternativo em valores mobiliários.

De seguida, encontramos qualificado como investimento alternativo os organismos de investimento imobiliário (abertos ou fechados), seguido dos fundos de empreendedorismo social e dos organismos de investimento alternativo especializado, de todos os organismos de investimento fechado cujo objeto consista no investimento em ativos não financeiros (de base duradoura e valor determinável, designados precisamente por “organismos de investimento em ativos não financeiros”) e, por fim, pelos organismos de investimento em capital de risco.

²⁶ (Morley, 2014).

²⁷ Equivalentes aos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, em Portugal, conforme distinção objeto do ponto 2 do Capítulo I.

Desta forma, o objeto sob análise – os fundos de capital de risco – são estruturas de investimento alternativo, conforme determinado pela sub-alínea ii), da al. aa), do n.º 1 do art. 2.º do Regime Geral, as quais correspondem a uma das sub-categorias dos organismos de investimento coletivo. Aliás, sendo o próprio regime jurídico decorrente da transposição da Diretiva 2011/61/UE, é a própria Diretiva que estabelece que um FIA, isto é, um fundo de investimento alternativo – cuja definição abarca os fundos de capital de risco – é um “*organismo de investimento colectivo*”²⁸.

A integração do investimento em capital de risco na qualificação geral de OIC representa um dos traços fundamentais das alterações introduzidas pela transposição das Diretivas europeias. Previamente à entrega em vigor deste regime, as sociedades de capital de risco, os fundos de capital de risco e os investidores em capital de risco, face ao regime específico a que correspondiam, eram considerados pela doutrina como “*não se enquadrado em nenhuma das espécies enunciadas (...) em função das particularidades do respetivo objeto*”²⁹.

Os fundos de capital de risco apresentam duas características fundamentais que permitem uma distinção primordial de outros organismos de investimento coletivo e ambas estão relacionadas com a influência que os participantes podem exercer sobre a liquidez do património do fundo.

Em primeiro lugar, o investimento em fundos de capital de risco apresenta uma estrutura de capital fechada; em segundo lugar, e correlacionado com o *ratio* do capital fechado, fundos de capital de risco não permitem o resgate livre e indiscriminado das suas participações sociais. Estes são dois aspectos fulcrais na caracterização deste tipo de estruturas de investimento, que merecem desenvolvimento aprofundado, pelas consequências que apresentam durante a vida do fundo e, especialmente, na tentativa de qualificação da relação jurídica estabelecida entre a entidade gestora e os participantes do mesmo.

²⁸ Cfr. art. 4.º, n.º 1, al. a) da Diretiva 2011/61/UE. Resulta inequívoca a aplicabilidade subsidiária do regime geral dos organismos de investimento coletivo, conforme objeto de posterior estudo – sem prejuízo das normas especiais estabelecidas pelo Regime Jurídico.

²⁹ (Cunha, 2014: 15). O Autor enuncia um conjunto de sociedades comerciais especiais, tais como instituições de crédito, sociedades financeiras, companhias seguradoras e operadoras de telecomunicações e integra os OIC na categoria das sociedades financeiras. Desta forma, fazendo uma interpretação atualizada da qualificação proposta, os fundos de capital de risco, ao abrigo desta esquematização e considerando a sua qualificação expressa como sub-categoria de OIC, corresponderiam a sociedades financeiras.

Fundos de investimento fechados são, portanto, fundos que possuem um número fixo unidades de participação – sem prejuízo de um eventual aumento de capital³⁰. Isto significa que esta estrutura é apenas tendencialmente estática; no entanto, o que permite a sua alteração é apenas e exclusivamente uma decisão por parte da entidade gestora. Por contraposição, fundos que se qualifiquem como fundos de investimento abertos apresentam um número de unidades de participação, diretamente relacionado com as respectivas subscrições, livremente decididas pelos interessados e automaticamente admitidas pela entidade gestora.

No que respeita à possibilidade de resgatar as unidades de participação, isto é, de extinguir a sua participação num fundo de investimento, os fundos de capital de risco também aqui retiram liberdade de decisão aos seus investidores. Enquanto o resgate em fundos de investimento abertos pode ocorrer a todo o tempo, sem quaisquer restrições, conforme referido no ponto anterior, quando se trata de fundos de capital fechado, como ocorre com os fundos de capital de risco, aos participantes não é permitido o resgate das unidades de participação até ao termo da vida do fundo, previamente acordada e conforme determinado pelo respectivo regulamento de gestão³¹.

³⁰ Nos termos dos arts. 21.º e 39.º, a lei determina um capital mínimo subscrito de € 1.000.000,00 para os fundos de capital de risco, podendo este vir a ser aumentado por virtude de novas entradas de capital, mediante apresentação do aumento para deliberação, por iniciativa própria e exclusiva da entidade gestora. Uma vez proposto o aumento, caberá aos participantes deliberar ou não a seu favor, mediante maioria dos votos emitidos, a menos que o regulamento de gestão do fundo em particular determine votações por maioria distinta. De forma semelhante ao que ocorre nas sociedades comerciais e sem prejuízo de ter sido diversamente acordado pelas partes no Regulamento de Gestão, também aqui os participantes gozam do direito de preferência, proporcionalmente ao montante da participação correspondente. Os titulares das unidades de participação apenas poderão ver o seu direito de preferência limitado mediante deliberação da assembleia de participantes, proposta pela entidade gestora, tomada por uma maioria de dois terços dos votos emitidos.

Questões relevantes podem ser discutidas no âmbito dos fundos de capital de risco em particular, uma vez que os aumentos de capital encontram-se muito mais restritos à decisão da entidade gestora, não podendo os participantes – à partida – oferecer oposição a esta decisão. No entanto, conforme ocorreu em no caso do fundo Explorer III, Proc. 841/13.9TVLSB, o Tribunal de Primeira Instância de Lisboa (e posteriormente também a Relação) viu-se perante uma situação em que a entidade gestora havia deliberado a necessidade de aumento de capital de um fundo de capital de risco, tendo solicitado aos participantes novas entradas de capital, à qual os mesmos não corresponderam.

³¹ Trata-se de uma questão que apresenta uma fundamental relevância prática, no que respeita à dicotomia entre o risco decorrente dos investimentos que são objeto de um fundo com estas características e a possibilidade de controlar o mesmo – questão a ser aprofundada posteriormente, uma vez que os participantes subscrevem unidades de participação por um período relativamente

Para além disso, os participantes em fundos de capital de risco, principalmente por força dos montantes mínimos de entrada legalmente previstos, normalmente correspondem a investidores qualificados³², donde resulta possível argumentar no sentido de aumentar a sua influência nas decisões de gestão do fundo – revelando-se os regulamentos de gestão excessivamente limitadores dessas capacidades.

III. Princípios orientadores do investimento em capital de risco

Os fundos de investimento, em geral, são geridos por princípios tanto decorrentes da natureza dos agentes que procedem à sua administração, princípios orientadores do geral funcionamento dos mercados financeiros e princípios específicos, aplicáveis a estruturas de investimento, tais como os organismos de investimento coletivo.

O princípio primordial e que se revela na própria estrutura de funcionamento do investimento em capital de risco é o princípio da divisão do risco³³. Adotando a categorização apresentada por BRANDÃO DA VEIGA, trata-se de um “*princípio operacional, na medida em que conforma a actividade dos fundos*”, bem como de um princípio “*objectivo, na medida em que determina a sua composição*”. Este princípio consiste na dispersão dos investimentos a

longo – usualmente dez anos – mas vêm-se impossibilitados de (i) interferir nas decisões de gestão, (ii) interferir no encaminhamento para um maior lucro, ou não e, (iii) no caso da entidade gestora não concordar com as sugestões eventualmente propostas ou ideias manifestadas, de afastar-se do fundo e retirar os seus investimentos, realocando-os noutros instrumentos de estrutura semelhante ou simplesmente decidir não os investir, como tal. Mais do que problema jurídico, trata-se igualmente de um problema de índole económica: por que razão apresentam os fundos de capital de risco restrições às pessoas que constituem o motor da sua evolução, quando nenhuma outra estrutura de investimento se caracteriza por tais impedimentos ao investimento?

³² Cfr. distinção delimitada pela Diretiva 2011/61/UE, art. 4.º, n.º 1, als. A-G) e a-J), que define como “investidor profissional” um “*investidor considerado como cliente profissional ou que, a seu pedido, possa ser tratado como cliente profissional na aceção do anexo II da Directiva 2004/39/CE*” e como “investidor não profissional” todos os investidores que não sejam abrangidos pela qualificação anterior.

³³ BRANDÃO DA VEIGA entende que, no âmbito dos fundos de investimento em geral, o princípio da divisão de riscos não deve ser qualificado como um pressuposto da existência e bom funcionamento do fundo, mas que se trata verdadeiramente de um dever inerente e de cumprimento obrigatório por todos os elementos integrantes deste tipo de investimentos (cfr. *ob. cit.*, pp. 47 e ss.).

realizar dos ativos detidos por determinado fundo de capital de risco. Para o efeito, determina a lei limites máximos de participações em cada sociedades e/ ou grupos de empresas.

Este é seguido pelo da confiança corresponde ao princípio basilar, no qual é fundada toda a relação estabelecida entre a entidade gestora e os investidores que disponibilizam fundos e entregam a gestão dos mesmos à sociedade em questão, e, por fim, pelo princípio da transparência na condução da atividade no período de vida útil do fundo.

Face à base europeia do Regime Jurídico atualmente em vigor, revela-se fundamental uma primeira análise dos deveres de gestão por referência aos princípios gerais estruturantes do funcionamento das entidades gestoras de fundos de capital de risco (ou FIA, na definição ampla introduzida pela Diretiva 2011/61/UE)³⁴.

Desta forma, tanto aquando da transposição da Diretiva para o ordenamento interno, como no que respeita ao futuro funcionamento prático das entidades gestoras, determina a legislação europeia que cabe aos Estados-Membros assegurar que a atividade exercida pela entidade gestora seja pautada por um conjunto de deveres fundamentais.

Em primeiro lugar, são enumerados deveres pelos quais a entidade gestora encontra-se obrigada a pautar as suas funções, especificamente os deveres de honestidade, zelo e diligência, com cumprimento dos requisitos de competência profissional necessária para o desempenho deste tipo de funções, cabendo sempre a valoração das suas decisões de gestão pelo dever de correção.

De seguida, o diploma europeu organiza os princípios orientadores em quatro categorias distintas, a saber (i) o princípio do interesse dos participantes, cabendo à entidade gestora “*agir em defesa dos melhores interesses dos FIAs ou dos investidores dos FIAs por si geridos*”³⁵ e da integridade do mercado, bem como garantir o cumprimento dos requisitos regulamentares aplicáveis de forma a promover esses mesmos interesses e respeito pela integridade do mercado; (ii) o princípio gestão eficiente, devendo “*dispor dos recursos adequados e processos necessários para o adequado exercício das suas actividades e empregá-los eficientemente*”; (iii) a atuação de modo a evitar o conflito de interesses; e (iv) o princípio da igualdade de tratamento de todos os participantes (ou investidores).

³⁴ Cfr. art. 12.º, n.º 1, da Diretiva 2011/61/UE

³⁵ Norma relevante para a tentativa de determinação do âmbito de abrangência do conceito de “interesses dos participantes”, uma vez que a Diretiva europeia coloca no mesmo plano hierárquico o “interesse dos FIAs” e o “interesse dos investidores dos FIAs”. A redação nestes termos revela proximidade e pode sustentar uma tese de correspondência na dicotomia existente na legislação e doutrina nacionais entre o interesse dos acionistas/ sócios e o interesse da sociedade.

Conforme observado por ERIC D. ROITER, os fundos de investimento são figuras distintas das tradicionais sociedades comerciais; são entidades legais, mas não apenas isso. Fundos de investimento são produtos financeiros.

Trata-se de uma figura híbrida, uma vez que estes fundos correspondem ao meio através do qual os participantes obtêm os lucros resultantes da gestão do investimento por eles feito pelas respectivas entidades gestoras (“[t]o be sure, investment management is a fiduciary product, but it is a product nonetheless.”) Desta fora, também os investidores em fundos de investimento são de carácter duplo: são tanto clientes das gestoras do fundo enquanto produto financeiro, como “acionistas” da entidade legal – o fundo. O contraste com as sociedades comerciais revela-se fundamental, não só na figura da entidade responsável pela gestão, como também relativamente aos respetivos participantes.

Apesar das distinções óbvias, ambos institutos integram a figura dos administradores e dos investidores ou acionistas. Tanto os administradores das sociedades comerciais como os administradores ou gestores do fundo de investimento estão intrinsecamente sujeitos ao cumprimento de deveres fiduciários orientados no sentido de garantia a prossecução do interesse dos acionistas ou investidores.

IV. A entidade gestora e os participantes: natureza e funções

Os fundos de capital de risco, conforme anteriormente mencionado, correspondem a organismos de investimento alternativo. Na estrutura de funcionamento dos organismos de investimento alternativo, da mesma forma que os de investimento colectivo, não se encontra previsto um órgão de administração próprio, sendo uma entidade gestora externa encarregada da gestão do mesmo. Deparamo-nos, portanto, com a separação entre a titularidade das unidades de participação e a gestão do objeto das mesmas.

Da estrutura tripartida do funcionamento deste tipo de fundos (e dos organismos de investimento coletivo em geral) resulta que cabe à entidade gestora desempenhar o papel de intermediário financeiro entre o mercado (isto é, as empresas passíveis de investimento nestes termos, a procura) e os investidores (os participantes num determinado fundo).

De acordo com o regime em vigor, as entidades gestoras estão sujeitas ao princípio da tipicidade, apenas podendo assumir essa função as pessoas coletivas, nunca individuais, elencadas³⁶. Desta forma, prevê o regime legal que os fundos de capital de risco apenas podem ser geridos por sociedades de capital de risco, sociedades de desenvolvimento regional e por entidade legalmente habilitadas a gerir organismos de investimento alternativo fechados.

No que respeita ao vínculo jurídico estabelecido entre a entidade gestora e os participantes, caberá procurar identificar a que tipo contratual – se a algum – pode ser subsumido o contrato celebrado entre a entidade gestora e os participantes do fundo.

O contrato de investimento celebrado entre a entidade gestora e os participantes não encontra igualmente específico cabimento legal. Revela semelhanças com um contrato de mandato, definido como um contrato de prestação de serviços em que o prestador (mandatário) se obriga a praticar um ou mais atos jurídicos por conta de outro (mandante) de acordo com as instruções recebidas³⁷. No entanto, não consubstancia verdadeiramente essa figura, uma vez que a entidade gestora possui absoluta autonomia na prossecução da sua atividade, conforme aprofundado de seguida.

Não poderá igualmente subsumir-se a um contrato de comissão, previsto no art. 266.º do Código Civil, uma vez que o comissário age em seu próprio nome, embora por conta do comitente. Nas relações externas, só ele fica vinculado perante terceiros pelos negócios que celebrar, em execução do contrato. No âmbito das relações internas, o comissário deve retransmitir ao mandante os direitos adquiridos.

Por fim, poderia corresponder a um contrato de gestão de carteiras. Conforme resulta do art. 1.º/3 do Decreto-Lei n.º 163/94, o contrato de gestão de carteira de valores mobiliários

³⁶ Ao abrigo do regime anterior, não era admissível transmissão da função de entidade gestora a outra entidade. Entendia-se que a razão de ser da sua indisponibilidade decorria da responsabilização que se procurava assegurar da entidade gestora (Veiga, 1999: 83). No entanto, não se afiguram líquidos os termos através dos quais a referida responsabilização seria efetivada, uma vez que nada estava previsto nesse sentido pela lei – nem prevê hoje. Atualmente, a transmissão dessas funções permanece indisponível, ainda que a lei permita a subcontratação de terceiros para o exercício das suas funções (neste sentido, cfr. art. 57.º do Regime Jurídico), mantendo, no entanto, a sociedade gestora toda a sua responsabilidade.

³⁷ Se o mandato estiver associado à representação, o negócio jurídico celebrado pelo mandatário produz (imediata e automaticamente) os seus efeitos na esfera jurídica do representado, na medida em que o mandatário, munido de poderes de representação, age ao mesmo tempo por conta e em nome do mandante (mandato com representação, cfr. art. 1178º, n.ºs 1 e 2, do Código Civil). Não sendo outorgada procuração, o simples mandatário age por conta do mandante, mas em nome próprio (mandato sem representação, cfr. art. 1180º, do Código Civil).

corresponde a um contrato de mandato - nos termos do qual uma parte se obriga a praticar um ou mais atos jurídicos por conta de outra (cfr. art. 1157.º Código Civil). Esta parece a figura mais adequada para o enquadramento da natureza jurídica do contrato celebrado entre ambas as partes.

É determinado pela própria Diretiva de origem (e consequentemente adoptado para o regime jurídico nacional) que “[n]ão se deverá considerar que um GFIA externo nomeado para gerir um determinado FIA está a prestar um serviço de investimento de gestão de carteiras, na acepção do ponto 9 do n.º 1 do artigo 4.º da Diretiva 2004/39/CE, mas sim o serviço de gestão colectiva de carteiras previsto na presente directiva”³⁸. A figura da “gestão coletiva de carteiras” não encontra correspondência expressa no ordenamento jurídico nacional, mas afigura-se como uma figura resultante do contrato de gestão de carteiras.

As especificidades desta relação são, contudo, evidentes. Em primeiro lugar, temos a figura específica da comissão de gestão, calculada durante o período de investimento, independentemente dos montantes efetivamente investidos ou dos lucros resultantes dos referidos investimentos. Esta é ainda acompanhada pela figura dos “*carried interest*”³⁹, os quais apenas serão obtidos pela entidade gestora no final da vida do fundo gerido e caso o resultado da liquidação do mesmo o permita.

No que respeita a outras características fundamentais da relação estabelecida, cumpre referir o direito e consequente dever da informação.

Um dos deveres da entidade gestora é o **dever de informação**⁴⁰, consagrado em artigos vários do CSC, consoante o tipo de sociedade objeto de regulação (cfr. arts. 214.º a 216.º e 288.º a 292.º CSC)⁴¹. De igual forma, o Regime Jurídico determina, com efeito, o dever de

³⁸ Cfr. Considerando (20), *in fine*.

³⁹ Definido na Diretiva 2011/61/EU como “comissão de desempenho”, ou seja, uma participação nos lucros do fundo de investimento alternativo, devida ao gestor a título de compensação pela respectiva gestão. O conceito exclui qualquer participação nos lucros do FIA devidos ao GFIA enquanto retorno de investimentos feitos pelo GFIA no FIA em causa.

⁴⁰ Direito à informação nas sociedades anónimas, enquanto típica sociedade de capitais, cujo regime vem regulado nos artigos 288.º a 293.º do CSC.

⁴¹ O conceito e deveres da sociedade abrangidos pelo direito de informação dos sócios e acionistas sofreu importantes alterações aquando da reforma do CSC de 1986. Enquanto antes de 1 de novembro desse ano, o direito de informação abrangia apenas o dever de divulgação de informações prestadas na realização ou preparação de Assembleia Gerais e de determinados documentos com as mesmas relacionados, após a reforma, o dever de informação viu o seu âmbito de aplicação alargado à consulta

prestar todas as informações necessárias aos respetivos investidores, antes de efetuado o investimento nos organismos em questão⁴², mediante a disponibilização, no sítio da internet ou distribuição gratuita aos respetivos investidores, do prospeto⁴³, dos últimos relatórios e das contas semestrais e anuais do organismo de investimento.

O dever de informação não é desprovido de utilidade prática, e apesar das várias vertentes nas quais o mesmo se decompõe⁴⁴, sua génese, pelo contrário, encontra-se intrinsecamente ligada à função de garantir que os sócios/ acionistas possuam informações necessárias para acionar, com eficácia, os direitos e poderes que lhes são atribuídos por lei.

Nos termos do art. 988.º do Código Civil, o direito à informação é considerado inderrogável e irrenunciável – não podendo ser excluído nem sequer com o acordo do seu titular. E, se este princípio se aplica às sociedades civis onde a necessidade do direito à informação dos sócios é menor, por maioria de razão deve ser assim nas sociedades comerciais. Por seu turno, é inderrogável por se tratar de um direito que corresponde a um dos pilares fundamentais / essenciais da vida da sociedade, ao assegurar as condições de uma intervenção efetiva do sócio.

O direito à informação reveste ainda, de acordo com a doutrina, de natureza instrumental, ou seja, é indispensável para o exercício de outros direitos sociais e, por isso, a informação não deve ser vista em si mesma como um fim, mas como um meio que permite ao acionista o exercício consciente da generalidade dos seus direitos sociais. Aprofundar direitos com os quais se relaciona.

No entanto, quanto ao efetivo exercício dos direitos de voto, determina a lei que a convocação da assembleia de participantes é da exclusiva competência da entidade gestora⁴⁵. De igual forma pertence em exclusivo à entidade gestora o poder de apresentar propostas de matérias objeto de deliberação. Desta forma, os direitos de voto dos participantes, embora existentes e efetivamente atribuídos, encontram-se, ao abrigo do regime atual, excessivamente limitados pela conduta prévia da entidade gestora.

de todo o tipo de elementos, inclusive o direito de exigir todas as informações relevantes por escrito. (Cunha, 2014: 349).

⁴² Cfr. art. 63.º do Regime Jurídico e arts. 163.º e 221.º do RGOIC.

⁴³ Quando se trate da obtenção de capital em exclusivo junto de investidores qualificados, determinam os arts. 134.º ou 236.º do CVM a obrigatoriedade da divulgação do prospeto respetivo.

⁴⁴ (Cunha, 2014: 350-351).

⁴⁵ Cfr. al. f), do n.º 4 do art. 17.º do Regime Jurídico.

Por fim, em termos de possível responsabilização da entidade gestora por violação dos deveres aos quais se encontra adstrita, este aspeto será objeto de análise aprofundada em capítulo posterior, cabendo aqui apenas levantar a questão.

A razão pela qual cabe à entidade gestora a tomada de determinadas decisões, resulta da necessária separação de poderes e deveres, essencial de forma a assegurar o normal e adequado funcionamento de uma estrutura como um fundo de investimento em capital de risco.

Interesse dos participantes difere e não pode ser confundido com influência dos participantes nas decisões a cargo da entidade gestora, isto é, em decisões de gestão. No entanto, tendo tomado conhecimento efetivo da vontade dos participantes num determinado sentido, não poderá uma atitude de indiferença ser contrária à boa fé?

Não há presunção da culpa ao abrigo do Código das Sociedades Comerciais, no entanto, quanto às proibições constantes do art. 60.º, presume-se que a entidade gestora conhece as relações previstas naquele preceito por força do seu n.º 2⁴⁶.

Adoptando a orientação do Professor PAULO OLAVO CUNHA, no sentido de não procurar argumentar tomada de posição quanto à questão complexa do conceito e definição de direito subjetivo⁴⁷, trata-se de uma “*permissão normativa específica*” no sentido de possibilitar o controlo das opções de administração e gestão das sociedades tomadas pelos órgãos competentes.

V. Dos deveres da entidade gestora

Transposta para a ordem jurídica nacional, as normas orientados determinadas pela Diretiva transposta encontram ressonância especificamente nos arts. 17.º e 18.º, os quais enunciam os princípios pelos quais a gestão pela entidade gestora se deve pautar, bem como os deveres que sobre a mesma impendem⁴⁸.

⁴⁶ (Almeida, 2008; 37).

⁴⁷ (Cordeiro, 2005: 331).

⁴⁸ Resulta expressamente consagrado nos Considerandos iniciais da Diretiva 2011/61/UE (cfr. Considerando (29)) o dever de uma “avaliação fiável e objectiva dos activos”, qualificando-a como um procedimento fundamental para a proteção dos interesses dos investidores.

O art. 17.º, de epígrafe “*Gestão*”, enuncia o dever da entidade gestora em atuar “*por conta dos participantes*”, de modo (i) independente e (ii) no exclusivo interesse dos mesmos⁴⁹. Mais do que um mero dever pelo qual a entidade gestora deverá pautar a sua conduta e toda a sua atividade, trata-se de um corolário fundamental – senão o corolário distintivo da figura de todos os outros institutos *supra* analisados – da relação entre uma entidade gestora e um fundo de capital de risco.

Dito isto, a lei desenvolve as formas através das quais é possível avaliar a manifestação – ou não – do cumprimento deste dever fundamental por parte da entidade gestora. Os atos por esta praticados terão de revestir de determinadas características, por forma a serem considerados como adequados para a concretização dos deveres que sobre a mesma impendem.

Primeiramente, a atuação da entidade gestora tem de corresponder a uma boa administração do fundo de capital de risco e, para isso, cabe-lhe praticar todos os atos e operações que se revelem necessários para a efetivação dessa boa administração. Sem definir

⁴⁹ O dever de agir no interesse dos participantes é um dever que resulta da própria estrutura organizacional de um organismos de investimento coletivo, não sendo, de todo, um dever exclusivo das entidades gestoras de fundos de capital de risco. Encontra-se previsto no art. 15.º do Regime Geral, o qual determina que “[a] entidade responsável pela gestão, o depositário e as entidades comercializadoras de um organismo de investimento coletivo agem de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes”. No que respeita em particular ao impacto que daqui resulta na atividade da entidade gestora, este dever é aprofundado pelo art. 73.º do Regime Geral, o qual determina que a entidade gestora deve “garantir que os participantes dos organismos de investimento coletivo que gere são tratados equitativamente, abstendo-se de colocar os interesses de um grupo de participantes acima dos interesses de qualquer outro grupo de participantes.” – encontra-se, aqui, interligado com o princípio da igualdade e do tratamento equitativo dos participantes. No entanto, o normativo determina ainda que cabe à entidade gestora “dar prevalência aos interesses dos participantes, tanto em relação aos seus próprios interesses”, como em relação aos interesses dos promotores dos organismos de investimento coletivos sob forma societária; o organismo de investimento coletivo sob forma societária heterogerido; das entidades que detenham participações superiores a 10% do capital social ou dos direitos de voto da entidade gestora ou do organismo de investimento coletivo sob forma societária heterogerido; das entidade que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a entidade responsável pela gestão, ou as entidades com quem aquelas se encontrem em relação de domínio ou de grupo; das entidades em que a entidade gestora (ou entidade que com aquela se encontre em relação de domínio ou de grupo) detenha participação superior a 20% do capital social ou dos direitos de voto; do depositário ou qualquer entidade que com este se encontre numa das relações *supra* elencadas; do pessoal e demais colaboradores das entidades referidas; e, por fim, dos diferentes organismos de investimento coletivo por si geridos (cfr. n.º 2 do art. 73.º e n.º 1 do art. 147.º).

“boa administração”, a qual corresponde a um conceito altamente abstrato, indeterminado e sujeito a avaliação caso-a-caso, a lei enuncia, no entanto, um conjunto de princípios estruturantes e auxiliares nessa avaliação casuística da administração operada.

Cabe, portanto, à entidade gestora o cumprimento dos princípios de (i) zelo, (ii) honestidade, (iii) diligência e (iv) aptidão profissional⁵⁰ na prossecução da sua atividade. Estes princípios encontram igualmente previsão no Regime Geral⁵¹, o qual esclarece que compete à entidade gestora prosseguir a sua atividade com um “*elevado grau de diligência*”, atividade essa discriminada pela lei como correspondendo à seleção e acompanhamento contínuo dos investimentos realizados. Retiramos ainda da lei uma discriminação, ainda que não taxativa, do conjunto de situações práticas cujo cumprimento poderá conduzir a uma administração conforme as exigências legais.

De seguida, resulta do art. 18.º, intitulado especificamente “*Deveres da entidade gestora*” uma concretização das obrigações acima enumeradas, especialmente do dever de prosseguir os interesses dos participantes. Os n.ºs 1 e 2 esclarecem e aprofundam o conceito.

Caberá, assim, à entidade gestora, mais do que atuar por conta dos participantes, exercer a sua atividade “*no sentido da proteção dos legítimos interesses dos titulares de unidades de participação de fundos de capital de risco por si geridos*”, conferindo-lhe um “*tratamento justo e equitativo*”. Durante a condução dos investimentos, a entidades gestora encontra-se obrigada a optar por negócios dos quais não resultem conflitos de interesses com os titulares das unidades de participação.

Por fim, em termos de estrutura organizacional e procedimentos internos, caberá à entidade gestora assegurar que os mesmos são adequados à sua dimensão e à complexidade das atividades que desenvolve.

Com base nas normas legais, retiramos que o legislador procurou distinguir três aspectos concretos da atuação da entidade gestora, e qualificou-os como deveres aos quais a mesma se encontra sujeita.

Em primeiro lugar, surge uma atuação no interesse dos participantes, a qual se encontra correlacionada com o respeito pelos princípios da igualdade e de equidade no tratamento dos

⁵⁰ Resulta do Regime Geral, aplicável a todos os organismos de investimento coletivo, que a aptidão profissional manifesta-se no dever da entidade gestora em assegurar que “dispõe de conhecimentos e compreende a natureza e o funcionamento dos ativos que integram as carteiras dos organismos de investimento coletivo que gere” (cfr. al. b) do art. 74.º)

⁵¹ Cfr. art. 74.º do Regime Geral.

mesmos. Em segundo lugar, mais do que uma gestão orientada para a prossecução dos interesses dos titulares das unidades de participação, as medidas e decisões tomadas pela entidade gestora deverão evitar conflitar com esse interesse. Por fim, surge o dever estrutural ou formal, de adequação das técnicas e formas de atuação, de modo a assegurar – ou pelo menos não prejudicar – o cumprimento dos deveres anteriores.

Desta forma, acaba a lei por dar importância acrescida aos interesses dos participantes, uma vez que dos três conjuntos de deveres previstos referentes à conduta da entidade gestora, dois deles encontram-se diretamente interligados, cujo corolário último será o interesse dos participantes.

Estabelecido tanto a origem, como analisados os temas pelos quais este ponto prévio se pauta, procura-se determinar – e será este o foco da análise – o enquadramento a dar aos deveres fiduciários pelos quais a sociedade gestora de um fundo de capital de risco se tem de pautar. O dever de lealdade, em primeiro lugar, encontra-se enquadrado na cláusula geral do n.º 1 do artigo 13º do anterior Decreto-Lei n.º 375/2007.

Determina a lei que as entidades gestoras devem “*exercer a sua atividade no sentido da proteção dos legítimos interesses dos titulares de unidades de participação de fundos de capital de risco por si geridos*”, e que “*agem de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes*”⁵².

O estudo deste dever versará por uma análise prévia do dever de independência da entidade gestora em relação a outros interesses, o qual detém um estatuto de corolário face ao anterior. A gestora encontra-se, portanto, vinculada a uma autonomia da atuação em relação a outros interesses que não se traduzam em interesses dos titulares das unidades de participação.

Por fim, a análise passará igualmente pelo estudo do princípio de igual tratamento dos titulares de unidades de participação de uma mesma categoria, impedindo favorecimento de alguns participantes em detrimento de outros.

Por seu turno e quanto ao dever de cuidado, trata-se de proteger exigências particulares de (i) diligência, (ii) competência, (iii) profissionalismo e (iv) dedicação no cumprimento das funções que se encontrem associadas à administração do fundo.

Toda a lógica do estudo *supra* esquematizado prende-se com uma tentativa de elaborar cenários específicos de limitação da discricionariedade que as chamadas de capital (as quais correspondem aos poderes que a sociedade gestora detém em determinar a exigibilidade de

⁵² Cfr. n.º 4 do art. 2.º

entregas monetárias por parte dos participantes, fundos estes que irão não apenas acompanhar, como determinar as operações de investimento) oferecem à entidade gestora.

Note-se que, em teoria, esta a discricionariedade da entidade gestora não é de todo plena, justificando-se apenas quando sejam detectadas oportunidades de investimento com condições favoráveis para o fundo.

A cotação no mercado de uma determinada entidade gestora, ainda que não oficial, mas a forma como o desempenho da mesma é qualificado entre os vários potenciais interessados neste tipo de investimento é fundamental para a própria sobrevivência da mesma. O investimento em capital de risco não é feito com base nos fundos em particular.

A decisão de direcionar fundos num determinado veículo prende-se com a entidade que o gere; isto é, um interessado não faz um prévio e aprofundado estudo do mercado dos fundos de capital de risco, mas procura a entidade gestora – a qual decidirá quais os fundos que farão parte do seu portfólio.

A dicotomia entre o risco do investimento e necessária confiança na gestão pela entidade competente será forçosamente temperada pelo dever fiduciário de auxílio aos participantes na gestão do investimento efectuado, porque, analisados todos os preceitos, é este o rácio da lei.

Os fundos de capital de risco surgiram precisamente com o objetivo de ser proporcionado um investimento criterioso e estudado por especialistas na área. A atuação da entidade gestora, como já foi anteriormente referido e conforme será objeto de estudo, compreende tanto o dever de lealdade com o dever de independência. Desta forma, enquanto corolário do primeiro, encontra-se consagrada a independência da gestora em relação a outros interesses que não sejam os dos titulares das unidades de participação.

Esta lealdade é enraizada no investimento de confiança feito pelos investidores ou participantes na entidade gestora. Por essa razão, sempre que esses deveres de lealdade se mostrem incumpridos, a conduta da entidade gestora terá, necessariamente, de ser qualificada como ilícita. Esta questão será objeto de desenvolvimento aprofundado aquando do tratamento do tema de responsabilização da entidade gestora.

VI. Do interesse dos participantes

A lei não prevê uma definição específica do que deve ser entendido por abranger ou constituir o interesse dos participantes. Por essa razão, a delimitação do conceito de interesses dos investidores ou participantes em fundos de capital de risco deve ser feita à luz dos princípios caracterizadores do investimento em capital de risco, não podendo de forma alguma ter por base cenários abstratos. A lei não caracteriza nem define, de forma expressa e individualizada, quais os “*interesses legítimos*” dos respectivos investidores que cabe à entidade gestora⁵³ proteger em exclusivo.

Trata-se, no entanto, de um dos aspetos fundamentais e basilares do funcionamento do investimento em capital de risco, uma vez que toda a conduta da entidade gestora deve ser pautada na sua exclusiva prossecução.

Para além disso, concretiza a lei que a falta de atuação de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes constitui contraordenação muito grave⁵⁴, punível com coima entre € 25.000,00 e € 5.000.000,00.

Esta não é uma questão de vasto desenvolvimento jurisprudencial, no entanto, foi objeto de análise no âmbito do Proc. 841/13.9TVLSB, decidido em primeira instância e posteriormente intentado recurso para o Tribunal da Relação. Em causa estava a realização de entradas adicionais de capital, exigidas pela entidade gestora de um fundo de capital de risco, cujos participantes, no entanto, não concordavam com a mesma – face à prévia falta de sucesso dos investimentos e, no geral, face à inatividade da entidade gestora, tendo manifestado expressa e reiteradamente a sua vontade (de maioria) em liquidar antecipadamente o fundo.

⁵³ A gestão de um fundo de capital de risco, nos termos gerais determinados pela Diretiva 2011/61/UE, pode ser de dois tipos: gestão externa ou interna. A primeira consiste na nomeação pelo FIA de uma pessoa coletiva para desempenhar a função de gestor externo; a segunda depende da forma jurídica do FIA em questão: caso a mesma permita, é possível o órgão de gestão do FIA exercer a opção de não nomear um GFIA externo, e, neste caso, cumpre ao próprio FIA exercer essa função (cfr. art. 5.º, n.º 1 da Diretiva 2011/61/UE).

⁵⁴ Cfr. al. j), n.º 1, art. 75.º, Lei 18/2015, de 4 de março. Enquanto entidade competente para o processamento das contraordenações, aplicação das coimas e sanções acessórias e de medidas de natureza cautelar, caberá à CMVM aplicar o regime substantivo e processual previsto no Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro – cfr. arts. 76.º e 77.º do regime jurídico.

Tendo o tribunal de primeira instância decidido a favor dos participantes, aquando do recurso interposto pelo Fundo, cumpre citar o seguinte: “[o] Tribunal a quo, ao decidir como decidiu, configurou o artigo 2.º n.º 2 do Regulamento de Gestão como uma cláusula de livre rescisão unilateral da maioria simples dos participantes. Com efeito, no final do dia, o Tribunal a quo entendeu que bastava a maioria querer, sem qualquer justificação, para colocar um termo ao fundo. Esta tese, completamente desprovida de respaldo legal, reiterese, levaria a que, por exemplo, se 51% dos participantes quisesse comprar casas de férias na Jamaica em vez de continuar a investir em capital de risco, pudesse acabar com o fundo de um dia para o outro, ao arrepio das obrigações de entrada de capital a que legalmente se vinculou, o que, conseqüentemente, provocaria a interrupção dos investimentos dos restantes 49% dos participantes. Além deste entendimento (o do Tribunal a quo) violar os mais rudimentares princípios que regem o direito dos contratos (artigo 406.º do Código Civil), se o mesmo vingasse, destruiria, obviamente, a actividade de capital de risco)”⁵⁵.

Com o devido respeito, não se afigura aceitável o entendimento do Tribunal da Relação. Face à complexidade da matéria em causa, a admissão da possibilidade dos participantes manifestarem as suas preferências de investimento e desses interesses serem atendíveis pela entidade gestora na tomada de decisões quanto ao funcionamento do fundo, não pode ser objecto de delimitação unilateral, sem ponderação de todos os interesses que relacionados. Senão, vejamos. O facto da maioria dos participantes emitir uma manifestação de vontade num determinado sentido não deverá ser atendida pela entidade gestora simplesmente por se tratar de uma manifestação de vontade da maioria – caso contrário, tal como referiu o Tribunal da Relação, nada impediria os participantes em frustrar por completo o objecto e actividade do fundo de investimento.

Por essa razão, quando o Tribunal refere que “[e]sta tese, (...) levaria a que, por exemplo, se 51% dos participantes quisesse comprar casas de férias na Jamaica em vez de continuar a investir em capital de risco”, está a fazer uma análise abstracta, ao arrepio de todos os pilares fundamentais do investimento em capital de risco. Entenda-se, qualquer argumento a favor ou contra uma participação mais ativa dos investidores encontra-se, forçosa e sem exceções, limitado pelos princípios orientadores e caracterizados de investimentos desse tipo.

⁵⁵ Ac. do Tribunal da Relação de Lisboa, Proc. N.º 841/13.9TVLSB.L1, de 09.07.2014, disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/104c258b69b0401d80257d6a00333a0c?OpenDocument>

Aliás, apesar da lei não delimitar de forma inequívoca do que se deve entender por interesse dos investidores, a Diretiva 2011/61/UE determina no Considerando (12) que “[s]alvo disposição expressa em contrário, sempre que a presente directiva faz referência ao interesse dos investidores de um FIA, deverá entender-se que se trata do interesse dos investidores enquanto investidores do FIA e não dos respectivos interesses individuais”. Ou seja, de forma alguma poderão os interesses dos participantes ser delimitados ser ter por base o facto de se tratar de investidores de um fundo de capital de risco.

Face à falta de definição legal, o conceito abrangerá, portanto, todos os interesses conferidos pela lei e considerados merecedores de proteção; portanto, não apenas os relativos à gestão do fundo “*escrito objetivo de, grosso modo, identificar as melhores oportunidades de investimento*”.

VII. Dos poderes dos participantes

A estrutura organizacional do investimento em capital de risco através da aquisição de unidades de participação num fundo de capital de risco é caracterizado pela acentuada assimetria entre a posição da entidade gestora e a posição dos participantes. Esta característica estruturante é uma das primeiras e fundamentais distinções entre este instituto e as sociedades comerciais (e financeiras) em geral. Apesar do tema desta dissertação se restringir aos fundos de capital de risco, esta é uma separação comum a todos os organismos de investimento coletivo.

Os participantes de um fundo de capital de risco não equivalem, portanto, a sócios de uma sociedade comercial. Trata-se de terceiros que arriscam o seu património e transmitem a sua detenção a uma terceira entidade (os depositários), “dispondo” dele (no sentido impróprio do termo) de modo a que o mesmo integre um património autónomo, sem personalidade jurídica, e cuja gestão é igualmente cedida. Este património autónomo pertence a todos os participantes do fundo, ao abrigo do regime geral da comunhão.

O conjunto dos investimentos realizados constituem, juridicamente, um património autónomo, transformação necessária para permitir à entidade gestora exercer as suas funções. Desta forma, o capital (ou investimento) pertence ao fundo, enquanto que a gestão do capital pertence à entidade gestora. De forma abstrata, tais restrições ao poder de gestão do seu património serão admissíveis e aceites quando exista uma forte contrapartida: compensações

elevadas ou liberdade de retirar o investimento realizado – amplamente designados pela doutrina como “*exit rights*”⁵⁶.

Poderiam os participantes optar por alienar livremente as suas unidades de participação a terceiros. Esta seria uma solução adequada à luz do risco que um investimento nestes termos comporta: “*if you don’t support management, sell; if you don’t sell, support management*”. No entanto, esta é uma opção que não pode ser livremente exercida pelos participantes, uma vez que o consentimento da entidade gestora é um dos pressupostos, conforme aprofundado de seguida.

Contrariamente ao que sucede com as sociedades comerciais, decorre da natureza de sociedade de responsabilidade limitada e da estrutura legal dos fundos de capital de risco que a atuação da entidade gestora não se encontre sujeita a influências por parte dos participantes, apenas em casos excepcionais, devidamente previstos na lei e no respectivo regulamento de gestão.

1. As fontes de regulação da atividade de investimento em capital de risco e a autonomia privada

As fontes normativas da atividade de investimento em fundos de capital de risco, conforma já *supra* aluído, são o regime jurídico em vigor, o qual corresponde a uma fonte legislativa, de origem institucional, aplicável a todos e quaisquer fundos de capital de risco que operem em Portugal) e o regulamento de gestão, originário na autonomia privada, acordado entre as partes.

A autonomia privada ou “*autonomia da vontade*”⁵⁷ corresponde à possibilidade de uma regulação independente dos respetivos interesses, com o intuito de concretizar ou dotar-se das ferramentas jurídicas necessárias para assegurar a concretização de determinados objetivos tutelados pelo Direito.

A primeira questão que surge relativamente à possibilidade de delimitar a atuação dos vários intervenientes jurídicos corresponde, neste caso, aos titulares dos interesses

⁵⁶ (Morley, 2014)

⁵⁷ (Cordeiro, 2009: 391), onde esclarece que a autonomia da vontade corresponde a “*uma área reservada na qual as pessoas podem desenvolver as atividades jurídicas que entenderem*”, consubstanciando, portanto, uma “*permissão genérica de produção de efeitos jurídicos*”.

juridicamente atendíveis. Isto é, quando se trata de sociedades comerciais, os interesses atendíveis já não correspondem exclusivamente aos interesses dos sócios ou acionistas; há igualmente que definir formas de assegurar respeito e utilidade prática aos interesses do restante capital humano da sociedade (trabalhadores, clientes, credores).

A composição do regulamento de gestão é, no entanto, objeto de definição da lei (cfr. art. 19.º do Regime Jurídico), a qual determina a obrigatoriedade da existência do regulamento de gestão para cada fundo, o qual devera ser elaborado pela respetiva entidade gestora.

Note-se, no entanto, que a participação num fundo de capital de risco ocorre mediante aceitação pelos participantes das normas constantes do regulamento de gestão elaborado em exclusividade pela entidade gestora; aliás, a própria lei determina que “[a] subscrição ou a aquisição de unidades de participação do fundo de capital de risco implica a sujeição ao respetivo regulamento de gestão”. Desta forma, não parece resultar a lei a necessidade de uma aceitação formal e expressa pelos investidores de todas as cláusulas constantes do regulamento – o contrato fundamental, pelo qual toda a futura relação entre a entidade gestora e o fundo será regida e todos os conflitos solucionados, no período de pelo menos dez anos⁵⁸.

Esta aceitação corresponde a uma aceitação tácita de todas as referidas cláusulas. Trata-se de uma solução adoptada por força de razões práticas de funcionamento deste tipo de fundos: são instrumentos financeiros destinados à utilização de um número indeterminado de sujeitos, usualmente investidores institucionais, altamente qualificados e cientes do tipo de obrigações nas quais ingressam.

Para além disso, a lei determina como valor mínimo de investimento o montante de cinquenta mil euros⁵⁹, o que sela o tipo de mercado ao qual esta figura é destinada. No entanto, não se pode supor que o *supra* elencado configura argumento para exclusão do respeito pelo princípio da proteção dos investidores.

A configuração nestes termos do início da relação entre a entidade gestora e os participantes encontra semelhanças com o regime das cláusulas contratuais gerais⁶⁰. A

⁵⁸ Período de vida usualmente previsto pela generalidade dos regulamentos de gestão dos fundos de capital de risco constituídos e/ ou em vigor em Portugal. Nos Estados Unidos, o período de vida de um fundo desta natureza poderá variar entre os oito e os doze anos.

⁵⁹ Cfr. n.º 2 do art. 22.º do Regime Jurídico.

⁶⁰ Definidas por MENEZES CORDEIRO (Cordeiro, 2009: 598) como “*proposições pré-elaboradas que proponentes ou destinatários indeterminados se limitam a propor ou a aceitar*”. O Autor identifica, neste tipo de cláusulas, duas características essenciais: a generalidade e a rigidez, uma vez que

aquisição de unidades de participação pelos investidores interessados, tal como ocorre em negócios abrangidos por cláusulas contratuais gerais, corresponde à concretização de um “*esquema negocial (...) através de comportamentos concludentes*”, isto é, comportamentos que levam à aceitação da celebração de determinado acordo/ negócio “*sem que haja uma efectiva manifestação de vontade nesse sentido*”⁶¹.

Não se procura aqui subsumir as normas integrantes de um regulamento de gestão à figura de cláusulas contratuais gerais, por razões óbvias, nem tão-pouco se entende admissível uma tentativa de afastamento das diferenças manifestas entre os dois institutos.

No entanto, a aceitação de um regulamento de gestão previamente elaborado pela entidade gestora, cujos subscritores não são atribuídos de poderes de nem de propor, e muito menos de introduzir alterações ao seu conteúdo, uma vez que apresentação de quaisquer alterações ao regulamento de gestão⁶² é “*da exclusiva competência da entidade gestora do fundo de capital de risco*”, origina argumentos positivos e negativos semelhantes aos invocados relativamente à temática das cláusulas contratuais gerais. Sendo essa, portanto, a razão da comparação proposta.

A condução de operações, nestes termos, parece reconduzir a natureza, indiscutivelmente contratual, do regulamento de gestão a uma versão mitigada de um conjunto de cláusulas contratuais gerais: são cláusulas determinadas pela entidade proponente, dirigidas a todos os potenciais adquirentes ou subscritores de unidades de participação, cuja aceitação depende apenas de um “*comportamento conducente*” seu – neste caso, a efetiva aquisição das referidas unidades de participação.

2. Equilíbrio de poderes: a teoria dos “*exit rights*”

Por força da separação de poderes inerente à estrutura dos fundos de investimento, entre a entidade responsável pela gestão e as entidades que disponibilizam o capital, que

correspondem a propostas dirigidas a um público-alvo específico, mas indeterminado, que são recebidas e aceites no seu conjunto, sem a possibilidade de introdução ou negociação de alterações.

⁶¹ (Cordeiro, 2012: 596).

⁶² A lei elenca ainda (cfr. art. 20.º do Regime Jurídico) um conjunto de alterações que não dependem nem de aprovação em assembleia de participantes, tomada por maioria dos votos emitidos: Este poder da entidade gestora apenas poderá ser afastado mediante previsão em contrário no respetivo regulamento de gestão.

posteriormente permite ao fundo concretizar o seu objeto, os investidores vêm-se subtraídos do direito de controlar os seus investimentos e a gestão de facto é quase integralmente entregue à entidade gestora⁶³.

Segundo JOHN MORLEY⁶⁴, é precisamente a razão pela qual os investidores aparentemente são prejudicados também a razão pela qual esta estrutura lhes traz maiores benefícios: “*it limits their control over managers and their exposure to managers’ profits and liabilities*”. O Autor explica a eficiência dessas limitações com base em três argumentos. Em primeiro lugar, na generalidade dos fundos de investimento, a maioria dos investidores são concedido “*special exit rights*” e são protegidos por sistemas de compensação/ lucro excepcionalmente sólidos. Em segundo lugar, os investidores em fundos de investimento procuram que o risco associado apenas derive do resultado do investimento realizado e nunca dos riscos de gestão inerentes à atividade da entidade gestora. E, por fim, explica o Autor que as entidade gestoras, através da gestão simultânea de vários portfólios, atingem economias de escala.

No entanto, apesar de a referida separação de poderes ser comum a todas os organismos de investimento coletivo, impõe-se uma fundamental distinção no que respeita aos “*exit rights*”, decorrente da natureza de fundo aberto ou fechado: enquanto que nos OICVM (ou “*mutual funds*”) ou nos “*hedge funds*”, os investidores podem retirar os seus investimentos a todo o tempo, em fundos de capital de risco tal já não é possível.

Deparamo-nos, portanto, no caso dos fundos de capital de risco, com um desequilíbrio entre os poderes atribuídos, riscos inerentes e compensações da falta de influência na vida do fundo de investimento. O Autor identifica como argumentos válidos e justificativos da falta de influência dos investidores em capital de risco (i) limitações ao regulamento de gestão, isto é, o facto de este conter uma descrição extremamente completa e bastante detalhada dos investimentos a realizar pelo fundo, bem como da estratégia a adotar; e (ii) a atribuição de

⁶³ Curiosamente, no caso *Janus Capital Group v. First Derivative Traders*, de 13 de junho de 2011, julgado pelo Supremo Tribunal dos Estados Unidos (disponível para consulta em <https://www.law.cornell.edu/supct/html/09-525.ZO.html>), o Tribunal, com base nestes argumentos, decidiu precisamente o contrário. Em causa estava a introdução de falsas informações no prospecto publicado pelo fundo de investimento e, aquando da determinação da responsabilidade, o Tribunal decidiu que a entidade gestora não devia ser responsabilizada uma vez que não detinha integral e efetivo controlo do fundo.

⁶⁴ Professor Associado na Yale Law School. Apresenta a teoria de “*separation of funds and managers*”, equivalente à qualificação utilizada no âmbito das sociedades comerciais de “*separation of ownership and control*”. (Morley, 2014: 1238).

direitos de voto – ainda que extremamente mitigados e apenas relativos a determinadas matérias previamente apresentadas pela entidade gestora, sem possibilidade de influenciar a gestão diária do fundo de investimento.

Quanto à possibilidade de retirar o investimento realizado, conforme já aluído *supra*, os participantes não têm a possibilidade de exercer livremente esse direito⁶⁵. Este é um equilíbrio fundamental a prosseguir e, quando não alcançado, poderá levar a que toda a estrutura organizacional dos fundos de investimento venha, na prática, a ser colocada em questão.

3. Gestão passiva e gestão ativa pelos participantes

Aparentemente, a dicotomia entre a gestão ativa e a gestão passiva por parte dos participantes dos fundos de investimento não será admissível, à luz do ordenamento jurídico nacional. A lei parece ser de redação bastante clara no sentido em não permitir aos fundos a introdução de técnicas de gestão ativa, mantendo firme a separação entre a entidade gestora e os fundos.

No entanto, começa a revelar-se uma tendência de maior flexibilização dos acordos de investimento (manifestados sob a forma de regulamentos de gestão). O afastamento da tradicional (e legalmente adaptada) delegação de poderes e responsabilidades à entidade gestora não é apenas uma hipótese teórica e não corresponde, de todo, a um fenómeno global.

O mercado Taiwanês de capital de risco corresponde a um dos mercados mais importantes e inovadores nesta área, o que se reflete – ou deriva – das tendências legislativas que o regulam⁶⁶. Este mercado é dominado por fundos cujos investidores detêm um papel extremamente ativo, não só na escolha e concretização dos investimentos a realizar pelo fundo, mas também noutros aspetos da sua vida diária.

A opção por um ou outro tipo de gestão não é, nem poderá ser, legalmente imposta. Resulta de uma longa atuação do mercado, o qual, ao abrigo das suas circunstâncias concretas, acaba por revelar as preferências dos investidores. Note-se que, a título de comparação, o mercado de capital de risco dos EUA, bem como o Europeu, é largamente

⁶⁵ Note que nem nos OICVM ou “*herge funds*” esse exercício ocorre de forma absolutamente livre, uma vez que existem sempre condições previstas nos respetivos regulamentos de gestão quando à possibilidade de retirar os fundos investidos. (Morley, 2014: 1256)

⁶⁶ (Guilino, 2006).

dominado por fundos onde os participantes detêm um papel meramente passivo em toda a gestão e tomada de decisões de conteúdo empresarial do fundo ao qual pertencem.

Será admissível, à luz do estado atual dos mercados e da regulação europeia, uma inversão desta tendência de gestão passiva? Segundo autores que procuram, exatamente, analisar essa possibilidade⁶⁷, a evolução poderá ocorrer, em alternativa, num de dois sentidos: os investidores podem procurar aumentar o seu grau de controlo dos compromissos assumidos pelo fundo ou então introduzir um processo decisório caso-a-caso. Na primeira hipótese, o envolvimento dos participantes traduzir-se-á na subscrição de “*separate account arrangements*” – isto é, acordos individuais, celebrados com a entidade gestora, adaptados ao perfil de risco do investidor, com possibilidade de negociar os termos e condições específicos, não só relativamente aos investimentos, como também relativamente à remuneração da entidade gestora e outros aspetos que o investidor considere relevantes⁶⁸.

A outra opção consistirá numa decisão e análise casuística de cada um dos investimentos a realizar, correspondendo, assim e na prática, a um verdadeiro investimento direto por parte dos participantes. No entanto, uma vez que permanecem partes da estrutura tripartida de um fundo de investimento, esta forma de gestão qualificar-se-á como co-investimento em conjunto com a entidade gestora⁶⁹.

Daqui resulta uma fundamental alteração da estrutura base do fundo de capital de risco, acabando por dar origem ao que alguma doutrina qualifica como “*pledge funds*”, uma sub-espécie de fundos de capital de risco, onde a separação entre a gestão e a titularidade das participações (ou investimentos) revela-se cada vez mais mitigada. Este tipo de fundos traduzem-se na aglutinação de características de fundos de capital de risco e de investidores em capital de risco (“*angel investors*”) – os investidores são a entidade primeiramente responsável pela gestão, face à vasta experiência que normalmente possuem na área, enquanto que os participantes são atribuídos de poderes de optar por participar ou não em determinado investimento.

⁶⁷ (Vermeulen, 2012).

⁶⁸ (Vermeulen, 2012: 31). Aliás, segundo estudos realizados em 2012, apesar de apenas 7 dos 100 investidores institucionais inquiridos terem efetivamente celebrado este tipo de acordos, mais de 35% admitiu a possibilidade de reorganizar os seus investimentos neste sentido.

⁶⁹ Trata-se de estratégias, atualmente, largamente difundidas no mercado de capital de risco do Canadá. Nos EUA também já adquiriu alguma expressão, sendo o método privilegiado pelo fundo de capital de risco denominado Correlation Ventures.

De jure constituendo, estas e outras formas de participação nos fundos de capital de risco revelam-se, mais do que tendencialmente crescentes no futuro, facilitadoras da obtenção do necessário equilíbrio nos poderes conferidos aos participantes, permitindo, assim, um maior controlo da entidade gestora face ao risco por estes assumido e mitigando as possibilidades de abuso de direito ou atitudes contrárias à boa-fé, conforme aprofundado de seguida.

VIII. Da responsabilização da entidade gestora

Conforme resulta das regras gerais de direito civil, o não cumprimento definitivo de uma obrigação integrante dos deveres legalmente prescritos faz o infrator incorrer em responsabilidade pelo não cumprimento de uma obrigação, conforme determinado pelos arts. 798.º e ss. do Código Civil. A responsabilidade apenas é aferível, portanto, em virtude da existência de um dano – o qual corresponde a um pressuposto essencial da aplicação do instituto da responsabilidade civil.

Definido por alguma doutrina como “*toda a ofensa de bens ou interesses alheios protegidos pela ordem jurídica*”⁷⁰, a noção de dano é composta por três aspetos complementares, fundamentais e distintos, de verificação cumulativa e obrigatória para existir a possibilidade de responsabilização do seu praticante. Desta forma, apenas poderá haver responsabilização caso, em primeira análise, (i) existam determinados bens ou interesses na esfera jurídica da pessoa (singular ou coletiva) em questão, (ii) esses bens ou interesses sejam objeto de proteção pela ordem jurídica e (iii) tenha sido praticada uma ofensa aos mesmos.

Conforma já *supra* aluído, e sem prejuízo das orientações em sentido diverso, é inegável que os participantes possuem interesses legalmente protegidos quanto às técnicas de gestão adoptadas para prossecução do objeto do fundo onde investiram. Independentemente da admissibilidade dos argumentos relativos aos (atualmente) diminutos poderes que lhes são expressamente atribuídos por lei para uma intervenção ativa e frequente nas decisões de gestão, a entidade gestora deverá prosseguir os interesses dos mesmos, interesses esses que se reconduzem, *prima facie*, ao retorno do investimento realizado, acrescido de lucros. Dito de

⁷⁰ (Costa, 2014 : 591-595)

outra forma, e considerando que toda a relação entre a entidade gestora e os participantes se deve pautar pela prossecução desses interesses, revela-se inequívoco que se trata de interesses objeto de proteção pela ordem jurídica.

No entanto, não podemos argumentar que o facto do lucro expectável não ter sido obtido pelos participantes (tanto durante a vida do fundo, como aquando da sua liquidação) deve ser entendido como argumento suficiente – ou sequer admissível – para a possibilidade de responsabilização da entidade gestora.

Conforme transparece da própria denominação deste tipo de atividade, trata-se de investimentos realizados ao abrigo de um risco. Por maioria de razão, é defensável que uma entidade gestora torna-se responsável pelos prejuízos causados por uma atuação contrária às imposições legais e fica, deste modo, obrigada a ressarcir os lesados, nos termos dos arts. 562.º e ss. do mesmo diploma legal.

Determina o Regime Jurídico que “[a] *responsabilidade das entidades gestoras afere-se pelas proibições, limitações e deveres a que estas estão vinculadas e pelos princípios gerais consagrados no art. 33.º, nomeadamente, o exercício das suas funções de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes, de acordo com um princípio de divisão do risco e com critérios de elevada diligência e competência profissional.*”

1. O investimento em capital de risco e a perda de *chance*

O requisito da causalidade adequada corresponde a um conceito amplamente discutido tanto na doutrina como na jurisprudência portuguesa e revela-se comum às duas modalidades de responsabilidade civil⁷¹.

Tratando-se de uma expressão sem conteúdo dogmático fixo nem tratamento uniforme, CARDONA FERREIRA⁷² atribui diversos sentidos possíveis às referências à perda de *chance*, abrindo várias sub-hipóteses e definições aplicáveis a invocações deste conceito. Cumpre, da análise elaborada pelo Autor, ressaltar primeiramente o carácter transversal do conceito,

⁷¹ cfr. Acórdão STA de 29.09.2004 (ABEL ATANÁSIO, proc. 01936/03): “[o] *que está em causa consiste em saber se no caso vertente se mostra preenchido o requisito da causalidade adequada, requisito esse que é comum à responsabilidade civil extracontratual e contratual.*”

⁷² (Ferreira, 2011: 93).

aplicável a todos os sectores normativos⁷³. Trata-se de um problema que pode surgir nas mais variadas situações práticas, relacionadas com os mais variados sectores do Direito, revelando-se fundamental a concepção de dano e de causalidade a adoptar para cada caso concreto – ainda que tendo sempre por base um tronco de entendimento comum.

O Autor explica que a perda de *chance* materializar-se-á sempre a um dano na esfera jurídica do alegado lesado, o qual corresponde (i) à lesão de um bem ou interesse jurídico, potenciada pela não intervenção oportuna segundos os aplicáveis padrões de diligência; (ii) à perda da oportunidade de celebrar um negócio alternativo ao negócio efetivamente celebrado ou frustrado; (iii) ao interesse contratual positivo no cumprimento de determinado contrato; ou (iv) ao facto do património do alegado lesado se vir subtraído de determinadas vantagens patrimoniais que teriam sido alcançadas, não tivesse ocorrido o ilícito.

Sem procurar enveredar por estudo aprofundado da figura, para o qual remete-se para a obra citada, no âmbito da tentativa de determinar a existência ou admissibilidade da responsabilização da entidade gestora do fundo de capital de risco por resultados menos positivos, decorrentes única e exclusivamente da gestão administrada pela entidade competente, cumpre fazer uma análise especificada das várias questões levantadas aquando da aplicabilidade do instituto no ordenamento jurídico português e das formas que essa aplicação poderá revestir.

A questão primeira cuja discussão se revela fundamental é a materialização de uma perda de *chance* no âmbito do investimento em capital de risco. Face à avaliação necessariamente casuística do instituto neste cenário, cabe em primeiro lugar argumentar a perspectiva sob a qual a perda de *chance* poderá ser invocada: (i) se enquanto consequência de lucros cessantes para os participantes, face às opções de gestão da entidade gestora, consequência essa, portanto, decorrente das opções de gestão, revelando-se aqui fundamental o estabelecimento do respetivo nexo de causalidade; ou, pelo contrário, (ii) se deverá ser configurada como resultante num dano emergente dessas opções de gestão⁷⁴ – dano esse “*atual e autónomo, apresentando-se como a lesão ou destruição de um bem ou de vantagens*

⁷³ (Ferreira, 2011: 133).

⁷⁴ Definido por ANTUNES VARELA, respetivamente, como “*prejuízo causado nos bens ou nos direitos já existentes na titularidade do lesado à data da lesão*” e “*benefícios que o lesado deixou de obter por causa do facto ilícito, mas a que ainda não tinha direito à data da lesão*” (Varela, 2015).

*distintos daqueles que seriam obtidos pelo lesado se a mesma chance se tivesse concretizado*⁷⁵.

No entanto, e conforme também enfatizado pelo referido Autor, não é admissível que toda e qualquer perda de oportunidade seja automaticamente configurada como dano autónomo e, por essa razão, objeto de indemnização. Para que a perda de *chance* seja atendível enquanto tal, tem que ser demonstrado que a eliminação da *chance* constitui um dano juridicamente atendível, isto é, que a mesma se traduz na frustração de uma verdadeira expectativa jurídica⁷⁶. Dito de outro modo, “*a expectativa jurídica tem de inserir-se num processo de formação sucessiva juridicamente regulador ou protegido e constituir, portanto, um estágio intercalar de um direito ou outra situação jurídica activa em gestação*”⁷⁷.

À luz do investimento em capital de risco, surgem duas questões diretamente relacionadas com a questão da perda de *chance*, por força das características específicas deste instituto. Em primeiro lugar, no âmbito da responsabilidade civil em geral, um dos pressupostos fundamentais é a existência de um interesse juridicamente protegido ou interesse legítimo.

Ora, no caso objeto deste estudo, o interesse a proteger seriam os interesses dos participantes no fundo de capital de risco, cujo objetivo seria obter retorno pelas entradas de capital realizadas⁷⁸. Por outro lado, o interesse legítimo deverá estar acompanhado pela relação jurídica estabelecida entre as partes, a qual deverá ser pautada pelo cumprimento dos deveres de correção, lealdade e diligência – por parte de todos os intervenientes. Por fim, e admitido que os pressupostos anteriores encontram-se devidamente preenchidos, surgem as questões do cálculo da *chance* perdida – uma vez que o dano em causa é qualificado como patrimonial, o que implica a possibilidade da sua avaliação pecuniária.

⁷⁵ (Ferreira, 2011: 95)

⁷⁶ Trata-se igualmente de um instituto sem tratamento doutrinal ou jurisprudencial uniforme, não sendo líquida a sua qualificação enquanto verdadeiro direito subjetivo, ou apenas uma situação jurídica, de índole meramente processual, diretamente relacionada com o direito definitivo legalmente previsto (Ascensão, 2002: 86); (Cordeiro, 2012: 349). Cumpre ressaltar a diferença fundamental entre expectativa jurídica, isto é, cuja frustração é legalmente tutelada, de expectativa de facto, a qual resulta apenas de uma conjugação favorável de um conjunto de fatores económicos e/ ou sociais, cuja frustração não merece tutela do direito enquanto tal.

⁷⁷ (Ferreira, 2011: 244).

⁷⁸ Esta é uma questão a ser aprofundada posteriormente.

A problemática do dano emergente não encontra solução na lei civil; aliás, nem há lugar a uma definição legal de dano enquanto tal⁷⁹. A par da dicotomia danos emergentes/ lucros cessantes, a lei introduz três categorias adicionais: (i) danos reais e danos patrimoniais⁸⁰; (ii) danos presentes e danos futuros⁸¹; e (iii) danos patrimoniais e não patrimoniais⁸².

Concretizando o tema que diretamente nos ocupa, um dano na esfera jurídica dos participantes poderá ser representado pela inexistência da geração de lucros por força dos investimentos realizados. Este dano resulta como prejuízo dos interesses dos participantes, os quais consistem na referida geração de lucro; aliás, conforme já *supra* aprofundado, a lei determina que cabe à própria entidade gestora orientar a sua atividade, de forma independente, mas estritamente pautada pela prossecução exclusiva dos interesses dos participantes – os quais, inequivocamente, corresponderão à obtenção de benefícios de carácter patrimonial.

A qualificação de determinado dano como emergente depende da existência dos direitos na esfera jurídica em momento prévio à ocorrência da lesão. Com efeito, no caso proposto para análise, a perspectiva do fluxo de lucro já se encontra integrada na esfera jurídica dos participantes, a partir do momento em que é assinado o Regulamento de Gestão. Não se trata aqui da perda de *chance* por frustração de negociações destinadas à celebração de determinado contrato nem outras situações de responsabilidade pré-contratual. Sob apreço está a hipótese da entidade gestora, no âmbito das suas funções, previstas e definidas no acordo celebrado entre as partes, optar pela concretização de investimentos. A posição contratual dos participantes do fundo de capital de risco já pressupõe uma expectativa

⁷⁹ Cfr. arts. 564.º e 566.º do CC.

⁸⁰ A distinção aqui operada resulta da aplicação da teoria da diferença, cfr. arts. 566.º, n.º 2 e 564.º, n.º 2 do Código Civil: dano real corresponde à lesão efetivamente sofrida no interesse juridicamente tutelado de determinada pessoa, enquanto que por danos patrimoniais entende-se o “*reflexo do dano real sobre a situação patrimonial do lesado*”.

⁸¹ Conforme a própria denominação indica, a distinção opera consoante o momento da verificação do dano. Note que, nos termos previstos pelo art. 564.º, n.º 2 do Código Civil, é admissível, no ordenamento jurídico português, a determinação de uma indemnização com base em danos futuros, desde que sejam previsíveis.

⁸² A qualificação distingue-se mediante a possibilidade ou não de avaliação pecuniária do prejuízo causado na esfera jurídica do lesado, sendo legalmente admissível o ressarcimento de danos não patrimoniais (cfr. art. 496.º, n.º 1 do Código Civil), calculados mediante aplicação do princípio da equidade (cfr. arts. 496.º, n.º 3 e 494.º do CC), “*tendo em atenção o grau de culpabilidade do agente, a situação económica do lesado e as demais circunstâncias do caso*”. (Carnona, 2011: 241); (Costa, 2014: 597); (Varela, 2015: 600).

legítima, de geração de lucro; não pressupõe garantias, mas sem prejuízo disso, constitui expectativas juridicamente atendíveis.

Apesar dos obstáculos levantados pela doutrina à possibilidade da própria *chance* ser qualificada como dano patrimonial autónomo à luz do ordenamento jurídico nacional não deve, ainda assim, ser totalmente descartada.

O exemplo dado por GALVÃO TELLES⁸³ para aplicação prática do conceito de danos emergentes pode ser facilmente reconduzido ao tema sob apreço: da mesma forma que quando “*um comerciante não entrega a tempo as mercadorias vendidas a outro, que por isso perde a oportunidade de as revender a um terceiro, com quem entrara em negociações para esse fim*”, de igual modo deparamo-nos com danos emergentes quando um participante se vê impedido de concretizar investimentos noutras empresas por ter optado celebrar contrato de investimento com uma determinada entidade gestora.

Aprofundando, contrariamente ao sugerido por GALVÃO TELLES, que exemplifica lucros cessantes com o “*ganho líquido que para ele [o vendedor] resultaria da revenda*”, não se procura aqui fazer equivaler a perda de oportunidade de ver o seu capital investido noutros projetos com o a frustração de um novo contrato, decorrente, mas independente do primeiro. Não terá havido despesas adicionais mediante negociações com outras entidades gestoras ou situações que de alguma forma se assemelhem. O que houve realmente foi uma disponibilização de capitais com expectativa de retorno.

A celebração de contrato de investimento com uma determinada entidade gestora impediu que os capitais disponibilizados viessem a ser direcionados para composição de fundos geridos por entidade distinta. São qualificáveis como lucros cessantes rendimentos cuja obtenção dependerá da celebração ou execução de novo contrato; trata-se, por isso, de direitos que não integravam ainda a esfera jurídica do lesado.

No caso da realização de investimentos, o que está verdadeiramente em causa é a perda da oportunidade de ver o seu capital introduzido em empresas diferentes das escolhidas pela entidade gestora com a qual foi celebrado contrato e cuja escolha decorre precisamente da execução (adequada, ou não) do mesmo. A oportunidade de investir é um direito já existente na titularidade do participante no momento da lesão.

A qualificação do tipo de dano – admitindo a admissibilidade dos argumentos *supra* enumerados para sustentar, efetivamente, a sua existência – deve ser ainda analisada em conjunto com mais uma distinção de conceitos, uma vez que o fim último deste estudo será

⁸³ (Varela, 2010: 579).

determinar a possibilidade, ou não, da reparação da situação dos participantes. Desta forma, a reparação da situação pode ser baseada no interesse contratual positivo ou no interesse contratual negativo; isto é, respetivamente, procurará “colocar o lesado na situação em que se encontraria se o contrato fosse exatamente cumprido”, enquanto que o ressarcimento via interesse contratual negativo “tende a repor o lesado na situação em que estaria se não houvesse celebrado o contrato, ou mesmo iniciado as negociações com vista à respectiva conclusão”⁸⁴.

Apesar do entendimento apresentado por determinada doutrina⁸⁵, não subscrito aqui, será sempre admissível a atribuição de relevância patrimonial à *chance*, ainda que determinada não de forma subjetiva, mas mediante uma avaliação concreta do dano em questão. Admite-se que esta posição não será passível de transposição integral para todas as situações que venham a surgir nos diversos sectores do Direito. No entanto, a interpretação dos diversos conceitos jurídicos deve ser pautada por um propósito de acompanhamento dos ser objeto de interpretação casuística. A matéria dos fundos de investimento corresponde a opções de política económica dos mercados financeiros.

Outra questão relevante surge aquando do momento em que a lesão efetivamente ocorre. Note-se que o momento da sua ocorrência é um conceito distinto do momento do conhecimento da existência de lesão dos interesses dos participantes. A análise deste aspeto assume relevância prática quando, admitido haver lugar ao ressarcimento dos danos – devidamente calculados – cabe determinar o momento a partir do qual o cálculo deverá tomar como ponto de partida. No entanto, não se procura aqui analisar os termos específicos da eventual indemnização, mas sim determinar se existem condições, ao abrigo do regime em vigor, para argumentar a sua exigibilidade.

⁸⁴ (Costa, 2014: 598).

⁸⁵ (Ferreira, 2011: 250-255).

2. A “*business judgement rule*” na gestão de um fundo de capital de risco?

Estabelece o art. 72.º do CSC⁸⁶ que “[o]s gerentes ou administradores da sociedade respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por actos ou omissões praticados com preterição dos deveres legais ou contratuais”. Atento ao carácter abstrato e geral desta previsão, a responsabilização dos administradores e gerentes vê-se limitada mediante verificação de um de depois possíveis cenários de exclusão de responsabilidade: caso os administradores ou gerentes provem que (i) agiram sem culpa e/ ou (ii) que atuaram em termos informados, livres de qualquer interesse pessoal e que a sua conduta foi orientada por critérios de racionalidade empresarial.

A *business judgement rule* corresponde, a um conceito legal importado pelo art. 64.º do CSC do sistema jurídico norte-americano⁸⁷ e traduz-se uma modernização e aperfeiçoamento dos tradicionais deveres fundamentais dos administradores, procurando o acompanhamento da lógica da “*corporate governance*” e da doutrina dos “*fiduciary duties*”.

No entanto, para além dos “*fiduciary duties*”, os tribunais norte-americanos aplicam o instituto em conjunto com a boa-fé no âmbito da administração, definida como “[a] *state of mind consisting in (1) honesty of belief or purpose, (2) faithfulness to one’s duty or obligation, (3) observance of reasonable commercial standards of fair dealing in a given trade or business, or (4) absence of intent to defraud or to seek unconscionable advantage.*”⁸⁸

Desta forma, de forma a garantir uma interpretação completa do previsto pelo art. 64.º, terá de ser necessariamente feita correspondência com o referido art. 72.º, resultando desta conjugação uma limitação da aplicabilidade da imunidade ou exclusão de responsabilidade oferecida pelo critério da *business judgement rule*, em virtude da sua aplicabilidade parcial ao conjunto de deveres previstos pelo art. 64.º. Desta forma, da análise do art. 72.º decorre que a uma eventual responsabilização dos administradores apenas poderá ser excluída se a conduta

⁸⁶ O n.º 2 do art. 72.º foi introduzido pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, influenciado pela jurisprudência norte-americana que desenvolveu o conceito de “*business judgement rule*”, exposto de seguida.

⁸⁷ Este é um conceito desenvolvido pela jurisprudência dos tribunais norte-americanos: “[t]he *business judgement rule* is a judicially created doctrine that protects directors from personal civil liability for the decisions they make on behalf of a corporation.” (McMillan, 2013: 521). (Furlow, 2009: 1085) “[t]he *business judgement rule* allows boards to take calculated business risks without fear of incurring personal liability.”

⁸⁸ (Black’s, 2004: 713).

em questão se subsumir cumprimento de deveres de cuidado, não se aplicando quando se trate da violação de deveres de lealdade ou outros deveres estatutários ou legais, uma vez que “*aqui não há discricionariedade, as decisões são vinculadas, os administradores têm de actuar no interesse da sociedade e cumprir os deveres específicos*”⁸⁹.

Trata-se de conceitos que, apesar de carecerem de concretização doutrinal (bem como jurisprudencial), não cessam por isso de ser fulcrais para a determinação da responsabilidade civil dos administradores e das consequências da mesma.

A relação estabelecida entre um administrador e a sociedade respetiva baseia-se numa especial confiança que terá que ser depositada no mesmo, sustentada por deveres de natureza fiduciária e cumprimento obrigatório, basilar para garantir que o objeto da sociedade será devidamente prosseguido.

De igual modo, encontramos paralelismo com a relação entre um fundo de investimento (neste caso e para o que nos interessa) em capital de risco e a respectiva entidade gestora, existindo também aqui um património alheio cuja rentabilização e maximização cabe a um sujeito distinto do seu proprietário e/ ou titular. Apesar do característico risco já inerente aos próprios contornos da situação, esta é ainda temperada, no caso dos fundos, por um afastamento muito superior do que o existente entre um acionista e a sociedade.

Adotando, na linha de alguns autores, mas sem necessariamente conceder, a lógica subjacente à regulamentação das sociedades anónimas, caberá, portanto, à entidade gestora – da mesma forma que cabe aos administradores – a obtenção de lucro e prossecução dos interesses da mesma. Por maioria de razão, cabe-lhe igualmente a extensa responsabilidade de opção entre as várias decisões passíveis de consideração aquando da prossecução desses objetivos.

Com análise profunda da tradição jurisprudencial norte-americana, surgem como pilares para o estudo da figura em Portugal os deveres de cuidado (“*duty of care*”) e os deveres de lealdade (“*duty of loyalty*”) ⁹⁰.

⁸⁹ (Abreu, 2013: 846). Os Autores apresentam como exemplo de situações perante as quais os administradores se encontram “judicialmente vinculados” o dever de respeitar o objeto social da sociedade, explicando que caso um administrador efetivamente invista património social em atividades que excedem o objeto estatutariamente previsto, será certamente responsabilizável pelo dano que daí eventualmente resulte, ainda que consiga provar o cumprimento de todos os requisitos para a aplicação da exceção da “*business judgement rule*”.

⁹⁰ A jurisprudência norte-americana aplica o critério da “*business judgement rule*” em conjugação com o princípio da boa-fé.

Em primeiro lugar, quanto aos deveres de cuidado, resulta do artigo 64.º a especialidade do desempenho da função de administrador, sendo definido um carácter discriminativo do nível de cuidado a exigir aos mesmos. Uma vez dispondo do conhecimento tanto da situação da sociedade, como do contexto económico em que esta se insere, revela-se fundamental para a sua concretização, e ao abrigo do dever de cuidado, que o administrador resista à tentação de dar prioridade aos seus interesses pessoais em detrimento dos da sociedade – os quais, segundo alguns autores, correspondem exatamente aos interesses dos acionistas⁹¹.

No entanto, a lei não especifica pressupostos específicos na verificação do cumprimento do dever de cuidado, delimitando a sua concretização com recurso ao conceito de “*gestor criterioso e ordenado*”, o qual deverá possuir os devidos e necessários disponibilidade, competência técnica e conhecimento da atividade. Esclarece ainda a CMVM⁹² que, em conjunto com a cláusula do gestor cuidadoso e ordenado, o art. 64.º dispõe ainda de uma “*cláusula geral de actuação cuidadosa*”, aplicável na gestão em concreto das atividades da sociedade, ao abrigo do princípio da prossecução do interesse social⁹³.

Sem procurar enveredar por uma análise aprofundada e comparativa da figura no âmbito da doutrina nacional⁹⁴, para o propósito em questão cabe enfatizar que o dever de cuidado na administração da sociedade consiste, evidentemente, em controlar a condução da mesma, de se manter informado de todas as circunstâncias relevantes e atendíveis e, especialmente, com base na informação obtida, assegurar um processo de “*decisão substancialmente razoável*”⁹⁵.

No que respeita ao processo decisório, o administrador tem que assegurar que as decisões foram adequadamente preparadas, com base numa análise casuística e completa do seu enquadramento, sendo fundamental que a decisão tomada (i) não dissipe o património social e que (ii) não se traduza em riscos desmedidos.

⁹¹ Trata-se de uma questão complexa e largamente discutida na doutrina nacional, cujo tratamento, à luz do objeto sob análise no presente trabalho, será de seguida aprofundado.

⁹² Cfr. “Respostas à consulta pública n.º 1/2006 sobre alterações ao Código das Sociedades Comerciais”.

⁹³ Corresponde ao interesse comum dos sócios das mesma, balizado na obtenção e maximização do lucro. Trata-se de interesses a longo prazo, que devem ainda ser ponderados com os interesses dos respetivos trabalhadores, clientes e credores (Abreu, 2013: 744-746).

⁹⁴ (Serafim, 2010).

⁹⁵ (Abreu, 2013: 732-734).

Não se procura, aqui, introduzir a possibilidade de as decisões da entidade gestora serem constante e indiscriminadamente questionadas pelos participantes (ou outros possíveis interessados), uma vez que, tal como ocorre com os administradores das sociedades comerciais, são dotadas de autonomia e autoridade decisória na ordenação da atividade dos fundos de capital de risco e sociedade comerciais, respetivamente.

No caso do investimento em capital de risco, tal como resulta da própria denominação do instituto, o risco decorrente deste tipo de estratégia de investimento é conhecido pelos participantes *ab initio* e revela-se em larga medida superior ao habitualmente existente no geral dos investimentos de capitais. No entanto, não configura – nem poderá configurar ou sequer contribuir para – razão justificativa do afastamento completo de uma responsabilização eficaz e efetiva dos órgãos responsáveis pela sua administração e gestão. Em rigor, também neste aspeto revela-se fundamental o respeito pelos deveres fiduciários pela pessoa a quem estes sejam de aplicar.

Deste modo, a função orientadora de um administrador não poderá ser ignorada. De igual modo – e ainda com maior ênfase – não o poderá ser a função gestora da entidade que assume esse cargo face a um fundo de capital de risco. A admitir um estudo da aplicabilidade analógica da “*business judgement rule*” à relação estabelecida entre uma entidade gestora e um fundo, revelar-se-á fundamental assegurar autonomia suficiente para que uma determinada decisão seja tomada tendo em conta apenas o seu mérito e a sua substância, precisamente para possibilitar a prossecução e existência do fundo, enquanto configurado como tal, mas nunca enquanto aspeto legitimador do prejuízo da razoabilidade inerente ao órgão decisor em virtude de atuações indevidas.

A concretização desta situação apenas é possível caso se assegure que, a ser analisado o mérito, serão tomadas por base as circunstâncias específicas do caso e a razoabilidade da decisão tomada, face a essas características. É por essa razão que o regime legal em vigor justifica a sua análise profunda e criteriosa.

Considerando o enquadramento *supra*, a exclusão da responsabilidade dos administradores apenas será aplicável quando em causa esteja o cumprimento de deveres de cuidado, não abrangendo deveres de lealdade, uma vez que este é um dever legalmente consagrado, que não admite ponderações no seu cumprimento. Assim, caberá determinar, em razão dos deveres impostos sobre a entidade gestora, se é possível a definição de contornos específicos que permitam qualificar uma determinada situação como de incumprimento de deveres de cuidado e/ ou lealdade pela entidade gestora.

No âmbito da atividade dos fundos de capital de risco, conforme previamente analisado, a definição e concretização da estratégia de investimentos não cabe aos participantes. Para além disso, a lei, atualmente, apenas permite à entidade gestora a apresentação de propostas de assuntos a integrar a ordem de trabalhos de uma assembleia geral de participantes, cabendo aos mesmos única e exclusivamente a manifestação da sua opinião mediante exercício do poder de voto – cujo início se encontra limitado *ab initio* pelas decisão da entidade gestora em possibilitar ou não esse exercício.

No entanto, ao abrigo da autonomia privada, não há qualquer impedimento aos participantes em se dirigirem à entidade gestora com propostas de assuntos a submeter à deliberação. O interesse neste tema, face a uma eventual responsabilização da entidade gestora, prende-se, evidentemente, com os investimentos a realizar.

Considerando que o interesse do fundo de capital de risco se traduz no retorno do investimento realizado e obtenção de lucros acrescidos, parece sustentável, apesar de não haver permissão legislativa específica nesse sentido, que os participantes possam apresentar propostas de investimento à entidade gestora. E, por maioria de razão, parece igualmente permissível que se manifestem contra determinadas opções sugeridas pela entidade gestora. Não se refere aqui, ainda, a obrigações da entidade gestora em tomar em consideração ou cumprir com as suas orientações.

Assumindo que uma proposta nos termos expostos é efetuada à entidade gestora, não deverá ser qualificada como violação dos respetivos deveres fiduciários a falta de ponderação da mesma?

Uma sugestão de investimento (ou argumentação no sentido contrário) deverá ser atendida pela entidade gestora e objeto de análise quando preencha os seguintes três requisitos: (i) o pedido seja devida e efetivamente apresentado pelos participantes, enquanto diretos interessados; (ii) deve ser devidamente fundamentado e (iii) não corresponder a uma sugestão razoável e não irracional. Estes três requisitos parecem-nos integrar todas as características necessárias para assegurar uma adequada triagem e impedir abusos.

Do mesmo modo que no âmbito do Direito Societário, uma decisão tomada ao abrigo das funções de administração apenas poderá gerar responsabilidade civil dos respetivos administradores quando se trate de uma conduta que resulte de uma decisão indesejável e não de uma conduta que se concretizou num resultado indesejável, é um facto assente que não poderá a entidade gestora vir a ser responsabilizada pela simples falta de retorno ou por um investimento que se revelou prejudicial. É fundamental a distinção entre estes dois conceitos, a própria decisão e o resultado de determinada decisão, uma vez que, considerando a natureza

dos investimentos em causa, em caso algum se poderia propor responsabilizar a entidade gestora pela falta de sucesso, por razões de mercado ou imputáveis à entidade investida ou aos seus administradores ou por qualquer outra situação, mas que tenha resultado de uma decisão de investimento devidamente ponderada.

Dito isto, o ponto imediatamente seguinte consiste na qualificação dessa omissão pela entidade gestora. Admitido a tese de que não resulta de nenhum preceito legal a proibição de os participantes manifestarem a sua opinião relativamente à política de investimentos, e tendo a mesma sido apresentada nos termos *supra* desenvolvidos, à primeira análise, uma omissão da entidade gestora na análise da mesma parece corresponder à violação de deveres de lealdade.

Aplicando a definição utilizada no ramo societário, o dever de lealdade procura impedir que os administradores realizem outros interesses (próprios, de terceiros) em detrimento dos interesses da sociedade. Neste caso, tendo os próprios participantes expresso literalmente o seu interesse num determinado sentido, o facto da entidade gestora não atender ao mesmo parece corresponder a uma clara violação dos deveres de lealdade, uma vez que a conduta tomada entra em choque direto com o interesse do fundo. Não parece que seja forçosamente assim. Os deveres de lealdade correspondem a deveres legais, estatutários, previstos pelas fontes reguladoras da relação em causa⁹⁶. Ora, nem a lei nem os regulamento de gestão concedem este tipo de poderes aos participantes, não existindo, portanto, dever da entidade gestora em os respeitar.

A falta de integração de interesses específicos e manifestados à entidade gestora no processo de decisão poderá corresponder a uma violação de deveres de cuidado no exercício da gestão. Senão, vejamos. Cabe à entidade gestora optar por determinado tipo de investimentos. Trata-se de uma verdadeira decisão empresarial, passível de toda a discricionariedade face ao conjunto de alternativas. No entanto, tendo sido apresentada à entidade gestora uma orientação específica face aos possíveis investimentos, poderá consubstanciar violação de um dos corolários integrantes dos deveres de cuidado: o dever de se informar devidamente acerca das várias possibilidades. Será difícil argumentar contra a necessidade de ponderação de propostas dos participantes quando tiver resultado em prejuízo

⁹⁶ Esta interpretação apenas é válida ao abrigo da configuração dada à “*business judgement rule*” no ordenamento nacional, uma vez que a jurisprudência norte-americana não faz a distinção da sua aplicação, abrangendo igualmente os deveres de lealdade. (Furlow, 2009: 1083)

determinado investimento decidido unicamente pela entidade gestora e previamente informalmente vetado pelos participantes.

Face ao requisitos de fundamentar deviamente o pedido relativo aos investimentos, quando cumprido, este requisito permite aprofundar os deveres de informação inerentes às decisões de gestão. Desta forma, sem uma recusa formal e igualmente justificada por parte da entidade gestora, esta vê a sua situação extremamente dificultada, uma vez que a lei prevê presunção de culpa, a qual apenas poderá ser ilidida caso a o órgão responsável pela administração prove que a decisão tomada resultou de uma atuação em termos informados. Uma atuação nestes termos subsume-se, pelo menos, a uma negligência grosseira no cumprimento dos deveres legalmente impostos.

3. O princípio da boa-fé na conduta da entidade gestora

O instituto da boa-fé é intrinsecamente transversal a todo o ordenamento jurídico, não podendo de forma alguma ser a sua possível aplicabilidade afastada. Desta forma, uma vez determinado que um comportamento da entidade gestora se revela gravemente prejudicial dos interesses – devida e atempadamente manifestados por uma maioria substancial de participantes, face a circunstâncias específicas e imprevisíveis – caberá determinar se a exigência das obrigações por estes assumidas será possível de afetar os princípios da boa-fé.

São diversas e válidas as várias configurações dadas, ao longo do tempo, ao instituto da boa-fé. No entanto, adoptando os ensinamentos de MENEZES CORDEIRO, trata-se um conjunto de “*valorações fundamentais do ordenamento vigente*”, residindo aqui a fundamental ligação – para o caso sob análise – com a alteração das circunstâncias, a qual apenas poderá ser aferida aquando do estudo de casos concretos a elaborar e a solucionar.

Os participantes, enquanto titulares das participações por si investidas ou montantes que estes se comprometeram a investir, detêm forçosamente alguns poderes sobre o rumo a dar aos mesmos. Por essa razão, e por forma a determinar a exigibilidade ou inexigibilidade de uma prestação contratual, será imperativo atender aos factos concretos assentes num caso em especial.

Para além disso, na prática, investimentos realizados ao abrigo da vida de um fundo de capital de risco usualmente implicam prévias chamadas de capital pela entidade gestora, as quais, ao abrigo da lei, devem ser integralmente cumpridas pelos respetivos participantes.

Desta forma, as soluções serão diversas caso se trate de um fundo de capital de risco cujos participantes tenham cumprido todas as chamadas de capital e caso fique demonstrado que este não realizou quaisquer investimentos, não atribui a lei, intrinsecamente à qualidade dos mesmos, aos participantes não só a escolha, mas o direito de zelar pelo seu património?

Por outro, coloque-se a questão de se trata de um fundo de capital de risco cuja entidade gestora demonstra não estar apta a realizar investimentos de retorno, ou, por outro lado, um fundo cujos participantes por maioria qualificada (em moldes ainda por analisar à medida que o projeto de investigação para a dissertação prossiga) e respeitando eventuais exigências formais, bem como em prazo atempado, demonstrem a sua vontade de dissolução do fundo, não será esse o seu direito?

De igual modo, apesar de não conceder, não têm os acionistas a possibilidade de se afastar da sociedade quando verifiquem que o órgão de administração – sob a capa dos interesses dos acionistas corresponderem aos interesses da própria sociedade – provar prosseguir interesses com os quais os referidos acionistas não se identificam?

Aprofundando ainda mais as várias situações perante as quais um tribunal ou um participante se pode deparar e de forma a delimitar do modo mais concreto e correto possível os seus direitos, não terá o participante o poder de instaurar um processo de responsabilidade civil contra a entidade gestora quando os investimentos por esta realizados – mais do que apenas não corresponderem a um lucro, o que é previsível num fundo de capital de risco – consubstanciarem perdas que (i) foram previstas pelo participante, (ii) foram comunicadas à entidade gestora, com o objectivo desta não realizar o investimento em causa e (iii) foram reiteradamente – ou não – ignoradas pela entidade gestora, invocando a supremacia da sua independência sobre o dever de prossecução dos interesses dos participantes?

Todas estas questões, bem como as várias nuances subjacentes, encontram-se interligadas nos institutos da alteração das circunstâncias e da boa-fé. Os deveres fiduciários da entidade gestora, ao abrigo destes dois institutos, complementam-se entre si, devendo a vinculação a uma autonomia de atuação, mas nunca descurando a proteção dos interesses legítimos dos participantes.

IX. Considerações finais

O investimento em capital de risco corresponde a uma atividade em amplo crescimento e constante evolução. Desde o aparecimento da primeira empresa financiada com recurso a esta alternativa ao financiamento bancário até à última alteração legislativa em vigor, profundas alterações ocorreram na indústria do capital de risco.

O leque de atividades abrangidas por este tipo de investimento vê-se cada vez mais alargado, abrangendo todo o tipo de sectores, especialmente sectores relacionados com as novas tecnologias. Contudo, a maior alteração que se aproxima – e que já encontra manifestações em países onde o recurso ao capital de risco enquanto fonte de investimento está mais enraizado – é uma alteração estrutural.

Com a transposição das Diretivas n.ºs 2011/61/UE e 2013/14/UE, uma das fundamentais características dos fundos de capital de risco foi revista, passando a apresentar uma conclusão extamente contrária. Até à entrada em vigor do novo regime geral dos organismos de investimento colectivo e do novo regime jurídico do capital de risco, não havia (grande) dúvida de que os fundos de capital de risco não correspondessem a estruturas de investimento coletivo. Com a entrada em vigor dos novos regimes, deixou de haver dúvida: os fundos de capital de risco e outras formas de investimento nesse tipo de ativos consubstanciam uma das categorias dos organismos de investimento coletivo: qualificam-se como fundos de investimento alternativo, acompanhados pelos organismos de investimento em valores mobiliários.

A outra alteração iminente também estará para breve.

Nos termos do regime atual em vigor, permanece como característica distintiva dos organismos de investimento a separação de poderes que existe entre a entidade gestora e os participantes do fundo. Fazendo uma interpretação literal da lei, não existem dúvidas de que o controlo efetivo do fundo, da sua atividade, dos investimentos abrangidos e efetivamente realizados cabe única e exclusivamente à respectiva entidade gestora.

Aos participantes é atribuído um papel meramente passivo e de investidor, sem questionar o tema. Cabe-lhes, portanto e mediante a subscrição da unidades de participação, proceder à realização das entradas exigidas pela entidade gestora no âmbito da coordenação dos investimentos. A opinião dos participantes quanto ao futuro do fundo ou outros aspetos da vida dele é admissível, uma vez que a lei atribui o direito de voto em assembleias de participantes, aos quais serão aplicáveis, análogica e expressamente determinado por lei, as normas constantes do CSC. No entanto, esse exercício encontra-se sujeito a uma espécie de

cláusula suspensiva: apenas será possível aos participantes manifestar a sua opinião e, em certos casos, tomar decisões, (i) quando tal seja previamente solicitado pela entidade gestora e (ii) apenas e na medida das questões que serão submetidas à sua apreciação pela referida entidade.

A limitação, argumentada como inerente a este tipo de estruturas, traduz-se, no entanto, numa limitação extrema do sentido útil dos direitos e deveres de informação previstos por lei, determinando a sua quase completa inutilidade.

Para além disso, o próprio regime necessita de desenvolvimento aprofundado – como ocorre com todos os institutos do Direito. Argumenta-se a aplicabilidade de normas resultantes do Direito Civil geral, uma vez que toda a atuação e regulamentação desta figura está sujeita ao princípio da autonomia privada. No entanto, a segurança conferida pelo Direito Civil deverá ser reforçada com futuras alterações legislativas no sentido do próprio regime jurídico aplicável integrar esse tipo de cláusulas. Fala-se aqui de cláusulas limitativas ou determinadoras da responsabilidade da entidade gestora.

Este é um aspeto fundamental, cujo tratamento não tem lugar no atual regime geral dos OIC, nem tão pouco no regime jurídico do capital de risco.

A matéria da responsabilização dos administradores das sociedades comerciais já foi objeto de extensas discussões e desenvolvimentos doutrinários, não tendo ainda, encontrado consenso quanto ao regime aplicável – apesar da existência de diversas teorias sólidas de responsabilização ou exclusão da mesma, como acontece com a “*business judgement rule*”. Considerando que aqui em causa estão comportamentos de uma sociedade gestora, intrinsecamente interligados com o próprio funcionamento do mercado, a tarefa afigura-se dificultada.

O objectivo de qualquer fundo de capital de risco, tal como é o objetivo das sociedades comerciais em geral, é a obtenção de lucro. Por essa razão, toda e qualquer argumentação ou conclusão no âmbito deste tema terá de ser pautada por uma distinção fundamental: a responsabilização apenas poderá ocorrer por ter sido tomada uma decisão prejudicial, e não por uma determinada decisão tomada de forma correta ter obtido um resultado prejudicial para o fundo, em termos de lucro.

Revela-se, por isso, fundamental a análise da conduta da entidade gestora. Análise essa que deverá ser feita ao abrigo dos deveres fiduciários aos quais esta se encontra legalmente sujeita: o dever de prossecução dos exclusivos interesses dos participantes. Conforme já se referiu, o interesse de um fundo é o lucro, pelo que, aplicando a lógica tida por assente no Direito Societário, por maioria de razão o interesse dos participantes será igualmente a

obtenção de lucro. À prossecução desse interesse não se revela ao arrepio a aplicação dos deveres de cuidado e de lealdade, conforme amplamente desenvolvidos pela doutrina e jurisprudência.

No entanto, surge uma nova questão, em virtude da natureza dinâmica deste instituto: como proceder quando são os próprios participantes a manifestar, de forma adequada, concreta e expressa o sentido do seu interesse? Quando tal ocorra, não deverá uma conduta omissiva de ação por parte da entidade gestora ser considerada violadora de todos os deveres pelos quais se deve pautar e, *maxime*, em conflito com o princípio da boa-fé e consubstanciando um verdadeiro abuso de direito?

Intrinsecamente ligado a este ponto está, novamente, a questão da separação de poderes. Em ordenamentos diversos, aos participantes está a deixar de ser atribuído um papel meramente passivo na gestão do fundo. Considerando o carácter específico dos investimentos e o nível cada vez maior de sofisticação dos investidores interessados, é dada origem a novas estruturas de investimento, que correspondem a evoluções do “antigo” *venture capital fund*. Os participantes são vistos como investidores-ativos, capazes e competentes para uma orientação da gestão operada.

As tendências de mercado são as de criar estruturas que suportem acordos específicos com as entidades gestoras, respeitantes a investimentos discriminados.

Estas parecem-nos todas práticas igualmente adoptáveis pelo sistema jurídico português e é possível que na prática, venham a ser os próprios regulamentos de gestão – antes da lei – a assegurar a evolução do instituto, uma vez são também considerados a fonte legal por excelência.

X. Fontes bibliográficas

- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de (2013), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume I*, Almedina, Lisboa
- Almeida, António Pereira de (2008), *O Governo dos Fundos de Investimento*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora
- Antunes, José A., Engrácia (2003), *O Direito à Informação nas Sociedades de Capitais*, Colóquio Os quinze anos de vigência do Código das Sociedades Comerciais: experiência e Perspectiva, Fundação Bissaya Barreto, Coimbra
- Ascensão, José de Oliveira (2002), *Direito Civil – Teoria Geral, Vol. III*, Coimbra
- Black's Law Dictionary (2004), 8.^a Ed.
- British Venture Capital Association (2010), *A Guide to Private Equity*, Reino Unido
- Brown, Stephen J. (2001), *Hedge funds: omniscient or just playing wrong*, Australia - paper apresentado pelo autor à Australian House of Representatives. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2240468
- Caetano, Paulo (2013), *Capital de Risco*, Actual – Grupo Almedina
- Câmara, Paulo (2007), *Manual dos Direitos dos Valores Mobiliários*, Almedina
- Câmara, Paulo (2010), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina
- Cordeiro, António de Menezes (2009), *Tratado de Direito Civil Português, I Parte Geral, Tomo I*, 3.^a Ed., Almedina
- Cordeiro, António Menezes (2008), *Do Abuso do Direito: Estado das Questões e Perspectivas*, isentados em homenagem ao Prof. Doutor António Castanheira Neves - Vol. II, Coimbra Editora
- Costa, Mário Júlio de Almeida (2014), *Direitos das Obrigações*, Almedina
- Cunha, Paulo Olavo (2014), *Direito das Sociedade Comerciais*, 5.^a Ed., Almedina
- Dias, Gabriela Figueiredo (2008), *Regulação e Supervisão de Hedge Funds; Percurso, Oportunidade e Tendências*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora
- Disponível em <http://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1058&context=wmbldr>.
- Ferreira, Rui Cardona (2011), *Indemnização do Interesse Contratual Positivo e Perda de Chance (em especial, na Contratação Pública)*, Almedina
- Frada, Manuel A. Carneiro da (2010), *Crise mundial e contratos de gestão de carteiras*, Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, III. Coimbra editora
- Furlow, Clark W. (2009), *Good Faith, Fiduciary Duties, and the Business Judgment Rule in Delaware*. Disponível em: <http://epubs.utah.edu/index.php/ulr/%EE%80%80article%EE%80%81/viewFile/249/221>
- Guilinello, Christopher (2006), *Venture Capital Funds, Organizational Law, and Passive Investors*, disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=888733>
- Litvak, Kate (2004), *Governance through exit: default penalties and walkaway options in venture capital partnership agreements*, Willamette Law Review, Volume 40:4
- McMillan, Lori, *The Business Judgement Rule as an Immunity Doctrine*, William and Mary Business Review, Volume 4, 2.^a Ed.

- Morley, John (2014), *The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation*, Yale Law Journal, ano 123
- Pina, Carlos Costa (2005), *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina
- Poser, Timo (2003), *The Impact of Corporate Venture Capital - Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company*, Weisbaden
- Rodrigues, Patrícia Penafontes (2012), *O capital de risco e os conflitos de interesses*, dissertação de mestrado orientada por Paulo Câmara, na Universidade Católica Portuguesa
- Serafim, Sónia Alexandra das Neves (2010), *Os deveres fundamentais dos administradores: o dever de cuidado, a business judgment rule e o dever de lealdade*, Lisboa: ISCTE-IUL, 2010. Dissertação de mestrado. Disponível em <http://hdl.handle.net/10071/7270>.
- Silva, João Calvão da (2014), *Fundos de Investimento e Fundos de Garantia, Sumários*, Curso de Pós-Graduação em Banca, Bolsa e Seguros, BBS - Instituto de Direito Bancário, da Bolsa e dos Seguros da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra
- Tomé, Maria João Romão Correio Vaz (1997), *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Almedina
- Torres, Carlos Maria Pinheiro (1998), *O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra
- Varela, João de Matos Antunes (2015), *Das Obrigações em Geral*, Vol. I
- Varela, João de Matos Antunes, Lima, Pires de (2010), *Código Civil Anotado*, Vol. I, Almedina
- Veiga, Alexandre Brandão da (1999), *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*, Almedina, Lisboa
- Vermeulen, Erik P.M., Nunes, Diogo Pereira Dias (2012), *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds*, Lex Research Ltd., Topics in Corporate Law and Economics
- Zetsche, Dirk (2012), *The Alternative Investment Fund Managers Directive: European Regulation of Alternative Investment Funds*, Wolters Kluwer