



Escola de Ciências Sociais e Humanas
Departamento de Economia Política

O Capital de Risco e suas Estipulações Contratuais

Frederico Fayad Nascimento

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

Orientador:

Prof. Dr. Manuel António Pita

Professor do Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho do ISCTE – Instituto
Universitário de Lisboa

Setembro, 2016



Escola de Ciências Sociais e Humanas
Departamento de Economia Política

O Capital de Risco e suas Estipulações Contratuais

Frederico Fayad Nascimento

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

Orientador:

Prof. Dr. Manuel António Pita

Professor do Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho do ISCTE – Instituto
Universitário de Lisboa

Setembro, 2016

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Manuel António Pita, pelas aulas inestimáveis e pela diligente orientação. Seu suporte foi ainda fundamental para viabilizar minha ida à Alemanha, uma oportunidade única que permitiu-me o acesso a algumas das principais referências para o presente trabalho.

Ao Prof. Dr. Daniel Amin, pelas implacáveis recomendações que em muito contribuíram para a definição do tema de estudo e, mais ainda, pelo contínuo apoio às decisões que trouxeram-me até esta maravilhosa e mui estimada Lisboa.

Ao Dr. Florian von Dobeneck, da Universidade de Freiburg (Albert-Ludwigs-Universität), por proporcionar um ambiente tão acolhedor nos seis meses como estudante na “Uni”. Suas aulas e seus conselhos foram uma chave importante para a minha extraordinária experiência académica em Freiburg.

Aos meus pais, Ana Maria e Oswaldo, às minhas irmãs, à Amanda e aos eternos amigos. Fontes de todos os meus valores, pilares da minha vida e o motivo mais forte que alguém poderia ter para continuar a crescer como indivíduo.

RESUMO

É quase certo que as organizações necessitarão, em algum momento, de acesso a recursos financeiros externos para a continuidade e competitividade do seu negócio. Neste contexto, o investimento em capital de risco surge como um valioso instrumento alternativo de financiamento nos dias atuais. Apesar da repercussão acadêmica que o capital de risco tem recebido nos últimos anos – especialmente nas áreas da Gestão e da Economia –, no campo jurídico nota-se um ritmo menor na produção de trabalhos sob esta temática, ressaltando-se a dificuldade para encontrar estudos destinados ao esclarecimento dos aspectos contratuais da operação. Deste modo, o propósito central da presente investigação é elucidar as questões formais do capital de risco relacionadas com a concretização do vínculo contratual entre investidor e empreendedor, em particular no que diz respeito aos acordos e às estipulações que regem a referida relação.

Palavras-chave: capital de risco; contratos; acordos; estipulações; cláusulas.

ABSTRACT

It is almost certain that organizations will need, at some point, to access external financial resources for the continuity and competitiveness of their business. In this context, venture capital investment arises as a valuable alternative funding instrument in the present days. Despite the academic repercussion that venture capital has been receiving in recent years – specially in the Management and Economics areas –, we noticed that there is a slower production pace of works under such a theme in the legal field, highlighting the difficulty to find studies that are aimed at clarifying the contractual aspects of the operation. Thus, the main purpose of this research is to elucidate the formal issues of venture capital related to the achievement of the contractual bond between investor and entrepreneur, particularly with regards to the agreements and arrangements that govern the said relationship.

Keywords: venture capital; contracts; agreements; arrangements; clauses.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I – CONTEXTUALIZAÇÃO.....	5
I.1. Panorama histórico do capital de risco	5
I.2. Fontes de direito	10
I.2.a. Fontes comunitárias.....	10
I.2.b. Fontes internas.....	11
I.2.c. Usos e costumes (<i>lex mercatoria</i>).....	13
CAPÍTULO II – O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO.....	15
II.1. Delimitações preliminares: capital de risco, <i>private equity</i> , <i>venture capital</i> , PE/VC	15
II.2. Características gerais.....	18
II.3. Categorias e fases de investimento	20
II.4. Enquadramento legal.....	22
II.5. Análise prática: atuação dos fundos de investimento (FCRs)	29
II.6. Processo de decisão do investimento e desinvestimento	34
CAPÍTULO III – O VÍNCULO ENTRE INVESTIDOR E EMPREENDEDOR: ESTIPULAÇÕES CONTRATUAIS E APONTAMENTOS RELEVANTES.....	39
III.1. Quadro da relação contratual	39
III.2. Carta de intenção (<i>letter of intent</i>).....	43
III.3. Acordo de investimento (<i>investment agreement</i>) e acordo de sócios (<i>shareholders agreement</i>): estrutura geral	47
III.4. Outras estipulações habituais.....	53
III.4.a. Cláusula de confidencialidade (<i>non-disclosure agreement</i>).....	54
III.4.b. Princípio da boa-fé contratual e a cláusula de melhores esforços (<i>best efforts</i>).....	55
III.4.c. Pacto de não-concorrência e exclusividade	57
III.4.d. Proteção anti-diluição, inalienabilidade de ações, direito de primeira oferta e direito de primeira recusa.....	57
III.4.e. Direitos de propriedade intelectual.....	59
III.4.f. Cronograma de metas (<i>milestones</i>).....	60
III.4.g. Cláusulas de <i>tag along</i> e <i>drag along</i>	61
III.4.h. Cláusulas de <i>call option</i> e de <i>put option</i>	62
III.4.i. Cláusula <i>pay-to-play</i>	63
III.4.j. Cláusulas de adaptação (força maior, <i>hardship</i> , revisão automática e revisão concorrente) ..	65
III.4.k. Cláusula compromissória (arbitragem)	67
CONCLUSÃO.....	69
BIBLIOGRAFIA	71

ÍNDICE DE QUADROS E FIGURAS

Quadro I.1. <i>Atributos do capital de risco (venture capital)</i>	6
Quadro II.1. <i>Denominações para as operações de capital de risco</i>	17
Quadro II.2. <i>Entidades investidoras no capital de risco</i>	23
Figura II.1. <i>Estrutura e fluxo operacional de um FCR</i>	32
Quadro III.1. <i>Sumário de elementos da relação contratual no PE/VC</i>	42
Quadro III.2. <i>Transmissão de ações vs. transmissão de quotas</i>	49
Quadro III.3. <i>Exemplo simplificado de cap table</i>	51

SIGLAS E ABREVIATURAS

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento

ASCRI – Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión

BVCA – The British Private Equity & Venture Capital Association

BVK – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften

CE – Comissão Europeia

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EuVECA – entidade gestora de fundos europeus de capital de risco

EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association (atualmente, Invest Europe)

FCR – fundo de capital de risco

GP – *general partner*

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

ICC – Câmara de Comércio Internacional

ICR – investidor em capital de risco

IPO – *initial public offering*

ISO – *incentive stock option*

KPI – *key performance indicator*

LBI – *leveraged buy-in*

LBO – *leveraged buy-out*

LP – *limited partner*

MBI – *management buy-in*

MBO – *management buy-out*

NVCA – National Venture Capital Association

OECD – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PE/VC – capital de risco, *private equity*, *venture capital*

PME – Pequena e Média Empresa

RGOIC – Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (Lei n.º 16/2015)

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado (Lei n.º 18/2015)

SCR – sociedade de capital de risco

SECA – Swiss Private Equity & Corporate Finance Association

SGFCR – sociedade gestora de fundos de capital de risco

SICR – sociedade de investimento em capital de risco

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

UE – União Europeia

UNIDROIT – L'Institut international pour l'unification du droit privé

INTRODUÇÃO

Um dos grandes desafios enfrentados pelas empresas em geral consiste no acesso ao financiamento apropriado que assegure a consecução do seu objeto social. Desde as pequenas empresas familiares até os conglomerados multinacionais, é quase certo que as organizações necessitarão, em algum momento, de acesso a recursos externos para a continuidade e competitividade do empreendimento.

Tais recursos podem ser destinados não somente à ocasional quitação de dívidas, como também à implementação de projetos cujo propósito não seria atingível com a mera utilização de fundos próprios. Entendemos, portanto, que a acessibilidade a diferentes modos de financiamento é – ou deveria ser – uma preocupação constante dos gestores da sociedade empresária.

No atual contexto económico europeu, o potencial para crescimento e retorno obtido com as Pequenas e Médias Empresas (“PMEs”) adquire ainda mais importância na política dos Estados-Membros. Veja-se, nesta senda, as referências constantes na Estratégia Europa 2020¹ e no Ato Único Europeu de 1986².

Como se vê, o suporte à inovação representa um aspeto central na estratégia de crescimento dos países europeus. Visto que o investimento em PMEs corresponde à grande maioria das operações efetuadas pelos fundos de capital de risco, resta evidente que esta modalidade é importantíssima como uma alternativa massificada às políticas de financiamento, competitividade e sobrevivência no mercado, o que torna imprescindível a elucidação do seu

¹ Relatório estratégico de crescimento da União Europeia para a próxima década para que esta “se torne uma economia inteligente, sustentável e inclusiva”, elevando-se os níveis de emprego, produtividade e coesão social. O documento define cinco objetivos europeus em matéria de emprego, inovação, educação, inclusão social e clima/energia que deverão ser alcançados até 2020, sendo que cada Estado-Membro adotou os seus próprios objetivos nacionais em cada uma dessas áreas. Comissão Europeia. **Europa 2020 – Estratégia para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo**. Bruxelas, 2010. Disponível em <<<http://eur-lex.europa.eu>>>. Acesso em 09.11.2015.

² Representa um instrumento institucional que revê os Tratados de Roma, a fim de relançar a integração europeia e concluir a realização do mercado comunitário. O Ato redefiniu as regras de funcionamento e as competências das instituições europeias nas áreas de investigação, desenvolvimento, ambiente e política externa comum. Ato Único Europeu, 1986. Disponível em <<<http://eur-lex.europa.eu>>>. Acesso em 09.11.2015.

processo de investimento perante os principais agentes da modalidade, *i.e.* juristas, consultores e gestores.

O trabalho jurídico minucioso abarcado pelas operações de capital de risco é fundamental para a fluidez e triunfo das negociações. Em inúmeras situações, verifica-se um cenário extremamente promissor para a concretização do investimento (*v.g.* interesse das partes; boa reputação do investidor; estabilidade financeira da empresa-alvo). Todavia, ainda que no âmbito privado o contexto para a realização do investimento seja auspicioso, o sucesso da operação depende enormemente da quantidade de barreiras legais e administrativas observadas na respetiva jurisdição³.

Noutro giro, a realidade para os gestores de PME's é frequentemente mais obscura. Desde *start-ups* fundadas por pródigos da tecnologia até entidades familiares em crescimento, ocorre que, em muitos casos, os responsáveis pela empresa-alvo não detêm qualquer vivência prática anterior com operações de capital de risco.

São várias as publicações que destinam-se ao estudo do mercado de PE/VC. Nota-se, contudo, que a grande maioria delas tem como objeto problemas tradicionalmente classificados como tópicos da Gestão e da Economia. Nestas áreas, por conseguinte, o académico costuma ser constantemente defrontado e familiarizado com o tema.

O mesmo já não é válido no decorrer do curso de Direito. A extensa grade curricular inerente à graduação e a especificidade do assunto não permitem um convívio tão intenso do estudante com o capital de risco e seus pormenores. O tema, quando abordado, geralmente limita-se a poucas facetas, tais como os impactos na estrutura societária ou a necessidade de observância a certas normas da CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Esta impossibilidade de aprofundamento da matéria na formação básica jurídica não passa impune. Uma das consequências é, justamente, o baixo ritmo de trabalhos feitos por juristas sobre o tema, que consigam abordar não somente a sua dimensão teórica, como também os aspetos práticos da operação.

³ Essas barreiras geram impactos ainda mais notórios nas operações transfronteiriças – afinal, estar-se-á diante de pelo menos duas jurisdições diferentes.

Logo, o presente estudo motiva-se, essencialmente, nas seguintes premissas:

- a. a expectativa de recuperação das economias globais, em reação à devastadora crise dos *subprimes*;
- b. o reconhecimento, pela União Europeia, de que a inovação massificada de sua economia somente é possível com o apoio à atuação das PMEs;
- c. o papel do capital de risco como instrumento para a consecução desta inovação massificada; e
- d. a escassez de trabalhos que auxiliem juristas, consultores e gestores nas questões legais mais práticas da operação, tais como os aspetos contratuais comuns ao setor.

Nosso objetivo maior, portanto, é esclarecer as questões formais do capital de risco relacionadas com a concretização da relação, em especial no que diz respeito aos acordos e às provisões que regem o vínculo contratual entre investidor e empreendedor.

Para tanto, a dissertação estrutura-se por uma ordem de quatro capítulos. Primeiramente, abordar-se-á uma explanação geral e histórica sobre o capital de risco, seu desenvolvimento e as principais fontes normativas aplicáveis ao debate.

No segundo capítulo, prosseguimos para a dinâmica do processo de investimento, a delimitar-se alguns pontos de estudo, características dos agentes (*players*) e suas relações, processos de decisão e de investimento. Aqui, a intenção é compreender o funcionamento da cadeia de investimento e as ambições das partes, desde a negociação até a concretização do acordo final.

Com os esclarecimentos proporcionados no segundo capítulo, o foco recairá, então, sobre os aspetos contratuais mais relevantes que norteiam as relações no PE/VC. Como base de estudo, fazemos uso não somente dos diplomas normativos em vigor e da doutrina, como também dos acordos, modelos e orientações de renomadas entidades, ressaltando-se a NVCA – National Venture Capital Association, a BVCA – British Private Equity & Venture Capital Association, a SECA – Swiss Private Equity & Corporate Finance Association, a APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento, a ICC – Câmara de Comércio Internacional e a Portugal Ventures.

CAPÍTULO I – CONTEXTUALIZAÇÃO

I.1. Panorama histórico do capital de risco

Em síntese, o capital de risco envolve o investimento em determinada empresa na expectativa de que, num certo período de tempo, sua atividade tenha sucesso e gere, como consequência, lucros às partes envolvidas na operação.

Já na antiga sociedade romana verificam-se importantes características que em muito nos auxiliam a compreender o desenvolvimento histórico do investimento em negócios com alto potencial de retorno. Relata-se que Marco Licínio Crasso (115 a.C. – 53 a.C.), considerado um dos homens mais ricos da história⁴, financiou inúmeros empreendimentos de construção privados, tais como banhos, estradas e prédios.

O financiamento de atividades com a expectativa de ganhos maiores no futuro ocorreu em quase toda a história humana. Por muito tempo, porém, tais empreendimentos encontravam-se intimamente relacionados com as atividades bélicas, muitas vezes no intuito de assegurar o suporte a exércitos e, posteriormente, usufruir dos recursos disponíveis na terra conquistada e cobrar favores. As estruturas militares estatais dependiam repetidamente de financiamento por parte de uma elite social, ansiosa pelo retorno de seu investimento nas esferas política ou econômica.

O viés comercial do capital de risco intensificou-se a partir dos séculos XV e XVI, época das Grandes Navegações. Países como Portugal, Espanha, Itália, França, Reino Unido e Holanda investiram com peso no comércio marítimo, expandindo as fronteiras geográficas do mercado global como nunca antes se imaginou.

A exemplo, as expedições de Fernão de Magalhães, Vasco da Gama, Pedro Álvares Cabral, Marco Polo e Cristóvão Colombo somente se realizaram em razão do financiamento obtido junto a terceiros, em geral nobres ou organizações ligadas ao interesse do Estado⁵. No caso de Fernão de Magalhães, sua pioneira viagem ao redor do globo (1519 – 1522) foi inteiramente privada, num financiamento obtido junto a Cristóvão de Haro, mercador flamengo residente em

⁴ LIPMAN, F. D. **New methods of financing your business in the United States: a strategic analysis**. Hackensack: World Scientific, 2016, p. 95.

⁵ Cf. KAY, B. **Der Navigator – Historischer Roman**. Mülheim: Bastei Lübbe, 2000, pp. 698 e ss.

Lisboa, e a um consórcio de investidores liderado pelos Fugger, importante família germânica de banqueiros e mercadores⁶.

Observa-se que todo o período até então retratado, a despeito de auxiliar na compreensão do investimento e do seu desenvolvimento histórico, ainda não revela os traços distintivos do que hoje se reconhece como uma operação típica de capital de risco. Isto porque, para tal tipificação, julgamos importante o cumprimento das características elementares da figura elencadas por Timo Poser⁷:

Quadro I.1. Atributos do capital de risco (venture capital)⁸

Atributos quanto aos investimentos <ul style="list-style-type: none">▪ Em participações de capital (<i>equity</i>)▪ De longo prazo, mas com foco num período limitado
Atributos quanto ao objeto de investimento <ul style="list-style-type: none">▪ Empresas de capital fechado (privadas)▪ Empresas com alto potencial de crescimento▪ Empresas <i>start-up</i> para o lançamento, desenvolvimento ou expansão do negócio
Função dos capitalistas de risco <ul style="list-style-type: none">▪ Providenciar suporte ativo▪ Exercitar controle significativo

Ao nosso ver, muitos destes quesitos foram surpreendentemente alcançados na época. Isto porque os investimentos nessas viagens eram de longa duração, porém com tempo limitado (ou com a expectativa de que assim o fossem); vislumbravam o potencial de crescimento da atividade e retorno financeiro aos investidores; empregavam-se em novos empreendimentos; realizavam-se em troca de conhecimento, suporte técnico e/ou financeiro dos investidores; e visavam o exercício de controlo significativo do empreendimento pelos investidores.

Entretanto, analisando-se a dinâmica de financiamento das expedições marítimas, parece-nos que o negócio possuía certa flexibilidade ou falta de clareza quanto ao quadro do investimento e do objeto pretendido. Primeiro porque não se pode dizer que o investidor aplicava seu dinheiro em participações de capital (*equity*), pois ainda não havia a noção de participação no capital de

⁶ *Ibidem*, p. 359.

⁷ POSER, T. **The Impact of Corporate Venture Capital – Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2003, pp. 37-42.

⁸ Para melhor orientação conceitual, cf. *infra*, em: **II.1. Delimitações preliminares: capital de risco, private equity, venture capital, PE/VC**.

uma empresa. Até o século XVII, uma pessoa no “mercado de ações” ou na “bolsa de valores” não negociava parcelas do capital social das companhias (ações *stricto sensu*), mas sim, basicamente, títulos de dívida, *i.e.* notas promissórias e obrigações – prática originada em Veneza desde os anos 1300⁹.

Exatamente por não haver um conceito sólido de ações ou de mercado de ações, inexistia também a distinção entre companhias públicas (cotadas em bolsa) e privadas (de capital fechado). Ainda que se julgue a empresa privada com o mero sentido de que esta não é detida ou gerida pelo poder público, foram inúmeras as expedições administradas direta ou indiretamente pelo Estado, *v.g.* as viagens de Vasco da Gama e Cristóvão Colombo¹⁰. Assim sendo, e sob ambas as perspectivas, incabível assegurar que tais investimentos concretizaram-se em empresas privadas.

Temos então que os conceitos de estrutura societária e participação social daquele tempo eram ainda demasiado simplificados. Destarte, julgamos forçoso afirmar que os financiadores dessas expedições pensavam na sua contribuição como um instrumento de participação em “capital próprio”, bem como depreender que o capital era investido exclusivamente em “empresas privadas”, em qualquer de suas acepções.

Em sua estrutura atual e coerente com os elementos indicados acima, o capital de risco formase nos EUA somente ao raiar do século XX. Famílias abastadas e influentes da época financiaram diversas empresas em crescimento no país, destacando-se os Rockefellers, Vanderbilts e Warburgs – esta última de origem alemã. Indispensável ainda a menção ao controverso banqueiro John Pierpont Morgan: ao adquirir a Carnegie Steel Company por US\$ 401 milhões junto à Andrew Carnegie e Henry Phipps em 1901, J. P. Morgan talvez tenha realizado o primeiro *management buy-out* (“MBO”) moderno.

Veja-se que muitas das práticas comuns ao mercado de investimentos foram, em grande parte, moldadas pelas vultosas aquisições e financiamentos que se seguiram até meados do século passado, destacando-se: a fundação da firma de investimentos sueca Investor AB pelos Wallenberg em 1916; a fundação da Eastern Air Lines e da Douglas Aircraft em 1938, ambas

⁹ ESE – European Stock Exchange. **The History of Stock Exchanges and the trading of notes, bonds and debt firmly belong to Europe**. Disponível em <<<http://www.europeanstockexchange.com>>>. Acesso em 07.07.2016.

¹⁰ Promovidas pelos reis D. Manuel I de Portugal e Fernando II de Aragão, respetivamente.

com o suporte financeiro de Laurance Rockefeller; e a fundação da E.M. Warburg & Co. por Eric Warburg no ano seguinte, em Nova Iorque (a qual viria a se tornar Warburg Pincus em 1966, a colecionar nos dias atuais investimentos de capital de risco em mais de 750 empresas e 35 países)¹¹.

Com o fim da II Guerra Mundial, muitos dos soldados que retornaram aos EUA optaram por abrir suas próprias empresas. Visando aproveitar esta tendência e encorajar investimentos nos negócios geridos por estes soldados, o general francês e professor Georges Doriot fundou a American Research and Development Corporation – ARDC em 1946, com o apoio do futuro senador Ralph Flanders e de Karl Compton, presidente do MIT – Massachusetts Institute of Technology¹².

Nascido em Paris, Doirot emigrou para os EUA e tornou-se professor na Harvard Business School em 1926. Durante a II Guerra, atuou como diretor da Divisão Militar de Planejamento estado-unidense nas áreas de pesquisa, desenvolvimento e planejamento. Em 1957, fundou a INSEAD em França, hoje uma das mais renomadas escolas de negócio do mundo¹³.

Georges Doirot e a ARDC são, sem dúvida, figuras importantíssimas ao desenvolvimento do capital de risco. O modelo pioneiro de negócios da ARDC rendeu a esta muitos casos de sucesso, sublinhando-se o investimento de US\$ 70 mil na então *start-up* Digital Equipment Corporation – DEC¹⁴ em 1957. Em 1968, a DEC realizou uma oferta pública inicial de ações (*initial public offering* – IPO) avaliada em US\$ 38 milhões – um valor mais de 500 vezes superior àquele do investimento inicial.

Inobstante, até o final da década de 1970 os fundos de capital de risco estado-unidenses ainda provinham ou das elites familiares e pessoas de elevado património, ou de investidores que

¹¹ Cf. <<<http://www.warburgpincus.com>>>.

¹² GUPTA, U. **The first venture capitalist: Georges Doriot on leadership, capital, and business organization**. Calgary: Gondolier, 2004, pp. 89-94.

¹³ Cf. Financial Times. **Global MBA Ranking 2016**. Disponível em <<<http://rankings.ft.com>>>. Acesso em 09.07.2016; e Forbes. **The Best International MBAs: One-Year Programs**. Disponível em <<<http://www.forbes.com>>>. Acesso em 09.07.2016.

¹⁴ Nos anos 1980, a DEC chegou a ter quase 130.000 funcionários, com US\$ 14 bilhões em vendas anuais. Em Janeiro de 1998, foi comprada pela então concorrente Compaq. REEVES, J. **Corporate Mergers Transitioning the American Economy: Corporate Buyouts and a Junk Bond Market Out of Control**. Bloomington: iUniverse, 2012, pp. 36-37.

utilizavam-se da figura societária do SBIC – Small Business Investment Company¹⁵. O PE/VC como conhecemos hoje teve sua base estrutural consolidada nos anos 1970 nos EUA e 1980 na Europa¹⁶. O primeiro grande fundo de capital de risco criou-se entre 1976 e 1978, quando o trio Jerome Kohlberg, Henry Kravis, e George Roberts fundou a KKR, num compromisso previamente acordado para a formação de um capital próprio¹⁷.

Baseando-se no sistema de *fundraising* arrojado da KKR, os fundos de capital de risco multiplicaram-se. O final dos anos 1990 foi marcante para o setor, que aproveitou uma onda aparentemente ilimitada de expansão das indústrias de tecnologia para investirem com força – ao menos até Março de 2000, momento em que a bolsa de valores de Nova Iorque entrou em colapso com a bolha da internet.

Há uma forte correlação entre o grau de desenvolvimento dos mercados de capitais e do mercado de capital de risco¹⁸. Assim sendo, o estouro da bolha da internet foi um dos eventos centrais para a queda brusca que o mercado global de PE/VC viria a sofrer nos anos seguintes, pois o crescente número de empresas a falir alimentava os receios do mercado e afastava os investidores de diversas áreas.

Nos últimos anos, felizmente, o mercado europeu está a reagir à recente crise dos *subprimes*, na qual Portugal foi profundamente afetado. Tudo leva a crer que o volume de financiamentos por capital de risco deve retomar o seu volume de antes. Espera-se que a União Europeia continue com suas políticas recentes para a harmonização regulatória do capital de risco, bem como com a promoção de programas de financiamento que em muito contribuem para a dinâmica do mercado.

¹⁵ Cf. NORTON, E. **Venture capitalist attributes and investment vehicles: an exploratory analysis**, in *Journal of Small Business Management*. Vol. 3, n.º 3, 1994, pp. 181-198.

¹⁶ DAVIDOFF, S. M. **The Private Equity Contract**, in *The Oxford Handbook of Private Equity* (ed. CUMMING, D.). Oxford: Oxford University Press, 2012.

¹⁷ Sobre o evento, cf. BAKER, G. P.; SMITH, G. D. **The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value**. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

¹⁸ Cf. BLACK, B. S.; GILSON, R. J. **Venture capital and the structure of the capital markets: banks versus stock markets**, in *Journal of Financial Economics*, n.º 47, 1998, pp. 243-277.

I.2. Fontes de direito

I.2.a. Fontes comunitárias

Nos últimos anos, as instituições comunitárias têm se esforçado para encontrar soluções e reformas que consolidem, de facto, um mercado único de capital de risco, aproximando-se as diversas regulamentações. As referências para tanto são muitas, ressaltando-se, desde logo, a enorme contribuição da experiência dos Estados Unidos, berço do atual desenho do PE/VC.

Na esfera comunitária, o quadro geral relativo à autorização de funcionamento, atividade e transparência da atuação dos gestores de fundos de investimento é estabelecido na Diretiva n.º 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho (posteriormente alterada pela Diretiva n.º 2013/14/UE). Por sua vez, o Regulamento n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho é o diploma responsável pelo estabelecimento dos requisitos e condições quanto ao uso da denominação “EuVECA”, a qual caracteriza especificamente as entidades gestoras dos fundos europeus capital de risco.

Em maior destaque, o Regulamento estabelece certas regras quanto à comercialização dos fundos qualificados junto a investidores; à composição da carteira dos fundos; aos instrumentos e técnicas de investimento disponíveis; e à organização, exercício e transparência da atividade dos gestores dos fundos de capital de risco. Consoante o n.º 1 do artigo 2.º, sua aplicação recai sobre gestores de organismos de investimento coletivo que satisfaçam os seguintes quesitos:

- a.** terem um total de ativos sob gestão que não exceda o limite de 500 milhões de euros;
- b.** estarem estabelecidos na União Europeia;
- c.** estarem sujeitos a registo junto às autoridades competentes do seu país de origem; e
- d.** gerirem carteiras de fundos de capital de risco qualificados.

Frisa-se que o Regulamento não pretende cobrir todo e qualquer tipo de empresa potencial ou de investimento de risco. No que concerne ao primeiro grupo, a empresa em carteira elegível é assim qualificada apenas quando, no momento em que o fundo de capital de risco qualificado realiza o seu investimento, observar o seguinte¹⁹: não estar admitida à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral (MTF); empregar menos de 250 pessoas;

¹⁹ Regulamento n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Abril de 2013. Artigo 3.º, alínea *d*), subalínea *i*).

e ter um volume anual de negócios inferior a 50 milhões de euros, ou um balanço total anual inferior a 43 milhões de euros (artigo 3.º alínea *d*), subalínea *i*)).

I.2.b. Fontes internas

Para se adaptar às recentes diretivas comunitárias, a legislação portuguesa vem sofrendo alterações no que diz respeito tanto ao regime dos fundos de investimento quanto ao exercício do investimento em capital de risco. Nesta senda, frisamos a Lei n.º 16/2015, a Lei n.º 18/2015 e o Regulamento n.º 3/2015 da CMVM.

A Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro, transpõe parcialmente as Diretivas n.º 2011/61/UE e n.º 2013/14/UE. Seu objetivo é proceder a uma revisão e atualização do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (“RGOIC”), bem como do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e do Código dos Valores Mobiliários. O RGOIC veio uniformizar a regulação quanto aos organismos de investimento coletivo, ou seja, organismos que dedicam-se ao investimento em ativos mobiliários, imobiliários ou não financeiros.

Neste intuito, verificam-se modificações primordialmente no que concerne ao conceito de organismo de investimento coletivo; à subcontratação de funções pela entidade gestora do organismo; ao depositário; à política de remuneração; à avaliação de ativos; ao regime de sanções; e às conexões transfronteiriças²⁰. O RGOIC buscou adaptar seu sistema sancionatório às vertentes mais modernas dos princípios da legalidade e da igualdade, o que parece resultar num sistema de ilícitos e de responsabilizações mais autónomo e específico.

Com a recente publicação da Lei n.º 18/2015, de 04 de Março (Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado – RJCR), alterou-se de maneira substancial o enquadramento regulatório do investimento em capital de risco em Portugal, revogando-se o Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro, antigo regime aplicável. Introduziu-se, ainda, as figuras do investimento em empreendedorismo social e do investimento alternativo especializado na ordem jurídica interna.

²⁰ Cf. PLMJ Sociedade de Advogados. **Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo**. Nota informativa, Março, 2015. Disponível em <<<http://www.plmj.com>>>. Acesso em 23.05.2016.

O primeiro consiste na “aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades que desenvolvem soluções adequadas para problemas sociais, com o objetivo de alcançar incidências sociais quantificáveis e positivas” (artigo 4.º, n.º 1). Já o investimento alternativo especializado trata da “aquisição por período de tempo limitado de ativos de qualquer natureza, não podendo cada ativo representar mais do que 30% do respetivo valor líquido global” (artigo 5.º, n.º 1).

Ressalta-se, como principais inovações promovidas pelo novo RJCR, as matérias concernentes aos compartimentos patrimoniais autónomos; à alteração de certos aspetos do regulamento de gestão de fundos sem a necessidade de consentimento dos participantes; e aos requisitos mínimos de fundos próprios²¹.

Sublinham-se ainda as exigências impostas às entidades gestoras de organismos de investimento em capital de risco, quais sejam: autorização prévia junto à CMVM para sua constituição; separação funcional e hierárquica das funções de gestão de riscos das unidades operacionais; adoção de medidas para a prevenção, identificação, gestão e monitoramento de conflitos de interesse²²; necessidade de notificação da CMVM caso se tencione a subcontratação de terceiros para o desempenho das funções em nome das entidades gestoras; implementação de um sistema adequado de gestão da liquidez, o qual assegure que o perfil de liquidez dos investimentos permita que os organismos de investimento cumpram suas obrigações; e cumprimento das regras para autorização da gestão e comercialização de organismos de investimento portugueses por entidades gestoras de outros países.

Como já se esperava, o novo regime jurídico da Lei n.º 18/2015 impôs que se procedesse a uma revisão global da regulação quanto ao capital de risco também na esfera de atuação da CMVM, revisão esta promovida através do Regulamento CMVM n.º 3/2015, revogando-se o Regulamento CMVM n.º 1/2008.

²¹ Para maiores detalhes, cf. Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados. **Alterações ao regime jurídico do investimento em capital de risco**. Março, 2015. Disponível em <<<http://www.mlgs.pt>>>. Acesso em 03.05.2016.

²² Repise-se que informações ou oportunidades de negócio conhecidas no exercício de suas funções não podem ser aproveitadas em benefício próprio pelo administrador. ALMEIDA, A. P. de. **Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados – Vol. 1**. Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p. 273.

Dentre as diversas alterações consolidadas, destaca-se a revisão quanto às regras de avaliação, em particular no que respeita à avaliação dos ativos e dos instrumentos financeiros não negociados em mercado, permitindo-se, a partir de então a adoção de metodologias internacionalmente reconhecidas – v.g. as aceites pela Invest Europe (antiga EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association).

I.2.c. Usos e costumes (*lex mercatoria*)

Na atuação internacional, o conjunto dos costumes, regras e usos comuns entre Estados diversos é designado como *lex mercatoria*, fonte de direito comercial que hoje é amplamente explorada. Desenvolveu-se sobretudo por autores franceses e ingleses na década de 1950, os quais demonstraram que o conceito já era reconhecido e aplicado por vários círculos de comércio internacional e pelos tribunais arbitrais²³.

Não obstante os problemas para se determinar os limites da sua aplicação em face da lei nacional, há mesmo autores que entendem que, para se obter um melhor plano de igualdade a nível global, a *lex mercatoria* deveria até substituir a lei interna²⁴. O item (19) do Preâmbulo do Regulamento CE n.º 593/2008, contudo, enuncia como regra que, havendo dúvida ou omissão no instrumento de acordo quanto à escolha da regulação aplicável, emprega-se a lei do país de residência habitual do contraente responsável pela prestação característica do contrato.

No que diz respeito ao capital de risco, uma das grandes dificuldades para o seu exame jurídico é a parcial cobertura das leis internas²⁵. Desta maneira, para o apropriado enquadramento do PE/VC e dos seus aspetos contratuais, salienta-se a vital importância dos usos e costumes – representados, mormente, pelas orientações das associações de capital de risco, a destacar-se a Invest Europe.

²³ Cf. OSMAN, F. **Les principes généraux de la *lex mercatoria* – Contribution à l'étude d'un ordre juridique anational**, in Bibliothèque de droit privé, Tomo 224, Paris, LGDJ, 1992.

²⁴ Salvo quando as partes acordem de forma diversa. A exemplo desta linha de pensamento, LANDO, O. **The Principles of European Contract Law and the “*lex mercatoria*”**, in Private Law in the International Arena. Haia: T.M.C. Asser Press, 2000, pp. 391-404.

²⁵ CÂMARA, P. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2009, p. 856.

CAPÍTULO II – O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO

II.1. Delimitações preliminares: capital de risco, *private equity*, *venture capital*, PE/VC

Nos termos do artigo 3.º, n.º 1 da Lei n.º 18/2015, considera-se investimento em capital de risco a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização.

Na descrição de Menezes Leitão, constitui “um processo de financiamento através da dotação às empresas dos capitais próprios e necessários ao exercício da sua actividade, mediante a participação temporária e (normalmente minoritária) de investidores no seu capital”²⁶. É, logo, uma forma de investimento com o intuito de se financiar empresas com elevado potencial de crescimento e rentabilidade.

A operação de capital de risco sustenta-se, então, sobre dois aspetos básicos: do ponto de vista da empresa financiada (*venture-backed company*), representa uma fonte de financiamento e liquidez alternativa aos tradicionais empréstimos bancários; já pelo lado dos investidores, trata-se de um investimento no capital próprio de determinada empresa, cabendo ao financiador contribuir para o aperfeiçoamento da gestão societária e a maximização do valor da empresa²⁷ – incrementando, deste modo, os ganhos que serão obtidos no futuro desinvestimento.

Importante notar que o uso do termo como uma referência genérica a toda forma de investimento em capital de risco prevalece, essencialmente, nos países latinos – exemplificando-se os casos de Portugal, Espanha, França e Itália²⁸. Nos países de origem anglo-saxónica, a categoria mais abrangente das modalidades de investimento em capital de risco traduz-se, quase sempre, na expressão *private equity*, cuja origem está relacionada à técnica original que era conferida a este tipo de operação²⁹.

²⁶ LEITÃO, L. M. **Estudos de direito fiscal**. Coimbra: Almedina, 2006, p. 50.

²⁷ Cf. SOARES, A. **Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco**, in *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, 2002, pp. 233-234.

²⁸ *Capital-riesgo*, *capital-risque* e *capitale di rischio* em Espanha, França e Itália, respetivamente.

²⁹ O *private equity* fazia referência, unicamente, a investimentos diretos em participações sociais, entendimento este que veio a diversificar-se com o tempo. CÂMARA, P., *op. cit.*, 2009, p. 856.

Como consequência da enorme influência anglo-saxónica para o desenvolvimento do tema, nas jurisdições europeias o termo *private equity* usualmente refere-se a uma categoria genérica (*umbrella definition*), concentrando todas as formas de investimento em capital de risco (v.g. *venture capital*, MBO/I, LBO/I)³⁰, tratamento conceitual reforçado tanto pela Comissão Europeia quanto pela Invest Europe³¹.

Particularmente nos EUA, Reino Unido e Alemanha, contudo, o *private equity* contém significado mais delimitado, representando operações de investimento em empresas relativamente mais desenvolvidas – excluindo-se o grupo dos investimentos realizados em empresas *seed* ou *start-ups*, ou seja, empresas em seus estágios iniciais de desenvolvimento³². Em Portugal e Espanha, é possível ainda deparar-se com subdivisões mais criteriosas da figura, elencando-se o *private equity* de acordo com os seus objetivos (v.g. expansão dos negócios; mera substituição societária; *turnaround*) ou situação económica da empresa no tempo da operação³³.

Uma última referência que cumprimos preliminarmente esclarecer é a do *venture capital* em sentido estrito. O termo, na sua qualificação mais simplificada, refere-se apenas uma operação de investimento de risco em empresas não listadas em bolsa de valores, operação esta geralmente realizada por meio de participação minoritária, sob a forma de capital social e sem prestação de garantia³⁴. A distinção é mais facilmente percebida nos Estados Unidos, onde *venture capital* refere-se apenas a investimentos em empresas jovens, *i.e.* em fase inicial de desenvolvimento, até mesmo em estágio de criação. Com o tempo, a gigantesca influência dos

³⁰ Esta abordagem de cunho mais genérico é claramente adotada, por exemplo, pela BVK – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, associação alemã de capital de risco. Cf. <<<http://www.bvkap.de>>>. Acesso em 17.12.2015.

³¹ Cf. RAADE, K.; MACHADO, C. **Recent developments in the European private equity markets**. Bruxelas: Comissão Europeia, 2008; e Comissão Europeia. **Venture capital investment**. Disponível em <<<http://ec.europa.eu>>>. Acesso em 17.12.2015.

³² Sobre os estágios operacionais e fases de investimento, cf. *infra*, em **II.3. Categorias e fases de investimento**.

³³ É o que se infere das definições da ASCRI – Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo e da APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento. Cf. <<<http://www.ascr.org>>>; e <<<http://www.apcri.pt>>>. Acesso em 17.12.2015.

³⁴ BREHM, C. **Das Venture-Capital-Vertragswerk: Die Bedeutung für Management und Strategie des Zielunternehmens**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2012, p. 6.

estado-unidenses para o mercado global de capital de risco contribuiu para a disseminação deste conceito a outros países³⁵.

Vê-se, novamente, uma certa proximidade conceitual ao capital de risco, bem como ao *private equity*. Não é por acaso que, em inúmeras publicações nacionais e estrangeiras, deparar-se-á com o termo “PE/VC” (*private equity / venture capital*) para congregar, sem delongas, o investimento em capital de risco como um todo, evitando-se quaisquer confusões.

Em síntese, para melhor compreensão, elaboramos o quadro abaixo:

Quadro II.1. Denominações para as operações de capital de risco

<p>“Private equity”</p> <ul style="list-style-type: none">▪ <i>Lato sensu</i>: em virtude da grande influência dos mercados e da literatura económica dos EUA e do Reino Unido, é comumente utilizada como referência genérica ao capital de risco como um todo, independentemente do estágio da empresa financiada, a contemplar, inclusive, operações de <i>venture capital</i>, MBO/I e LBO/I, entre outras.▪ <i>Stricto sensu</i>: refere-se a operações realizadas sobre empresas mais maduras, a contemplar, por exemplo, operações de MBO/I e LBO/I, mas excluindo-se o <i>venture capital</i>. <p>“Venture capital”</p> <ul style="list-style-type: none">▪ <i>Lato sensu</i>: pode ser utilizado como uma categoria abrangente de investimentos em capital de risco; neste sentido, ressalta-se que seu uso é pouco frequente.▪ <i>Stricto sensu</i>: refere-se a operações de investimento sobre empresas jovens (<i>seeds</i> ou <i>start-ups</i>) para o lançamento, desenvolvimento ou expansão do negócio. <p>“Capital de risco” ou “PE/VC”</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Denominações naturalmente genéricas, sendo “capital de risco” a expressão originada e utilizada nos países de origem latina (notadamente em Portugal, Espanha, França e Itália).

Feita toda esta análise, parece-nos mais sensato utilizar a expressão “capital de risco” em seu sentido genérico e próximo às designações latinas, concentrando neste único termo quaisquer ramificações³⁶. A despeito das definições supra, deve-se examinar a demarcação entre capital de risco, *private equity* e *venture capital* com uma certa ponderação. É evidente que a multiplicidade de interações globais na esfera do capital de risco resulta em discrepâncias

³⁵ Numa definição mais próxima àquela originada nos EUA, “Venture Capital is an equity investment with a long-term but a limited-time focus in privately held, high-growth start-up companies for the launch, early development or expansion of a business”. POSER, T., *op. cit.*, 2003, p. 37.

³⁶ Num esquema de classificação anglo-saxónico, por exemplo, o *private equity* assumiria a posição que conferimos ao “capital de risco”, derivando-se daquele todas as demais operações de investimento em capital de risco.

quanto às variadas delimitações conceituais, ainda que, via de regra, prefira-se seguir o que é ditado pela extensa literatura económica dos EUA e do Reino Unido.

Em virtude da falta de um consenso definitivo de alcance geral, para o propósito desta pesquisa, optamos pelo uso das denominações “capital de risco” e “PE/VC” como sinónimos, direcionados aqui para as operações em empresas jovens (geralmente *seeds* e *start-ups*) e com elevado potencial de crescimento. Logo, salvo expressa observação, não seguimos a distinguir cada uma dessas diferentes referências, ainda que a expressão “capital de risco” incida com maior frequência em razão do contexto português a partir do qual o trabalho foi desenvolvido.

II.2. Características gerais

Mais do que a mera aquisição, o objetivo maior do investidor é o de agregar valor ao negócio por meio da participação estratégica na direção da sociedade – o que possibilitaria o maior lucro possível com a futura venda da participação adquirida. Por este motivo, um dos pontos de partida fundamentais para a realização da operação é o alto potencial de crescimento vislumbrado na empresa-alvo.

No capital de risco, quando falamos em “investidor”, falamos das pessoas ou entidades interessadas no financiamento dessas empresas de elevado potencial de crescimento e retorno financeiro. Em Portugal, o investimento específico em capital de risco é feito tanto por pessoas singulares – *i.e.* investidores individuais e investidores em capital de risco (“**ICRs**”) registados junto à CMVM – quanto por pessoas coletivas – *i.e.* as sociedades de capital de risco (“**SCRs**”) e os fundos de capital de risco (“**FCRs**”)³⁷.

Na perspetiva da empresa financiada, Stefano Caselli elenca quatro benefícios principais do capital de risco³⁸: o benefício da certificação; o benefício do *networking*; o benefício do conhecimento; e, evidentemente, o benefício financeiro. Em regra, tais benefícios são contemplados em todas as operações de investimento em PE/VC, sob graus de importância a

³⁷ Nos termos do art. 3.º, n.º 2 e do art. 14.º, n.ºs 1 e 2 da Lei n.º 18/2015, de 04 de Março, a qual estabelece o regime jurídico do capital de risco. Tais figuras, bem como o diploma em questão, serão melhor analisados adiante.

³⁸ CASELLI, S. **Private Equity & Venture Capital Course**. Curso em plataforma virtual organizado pela Università Commerciale Luigi Bocconi e pelo Coursera. 2016, Módulo 1, Slide 8.

serem negociados entre investidor e empresário, de acordo com suas carências, prioridades, ou mesmo com base no próprio estilo de atuação (*approach*) do investidor.

A certificação pode ser vista como um capital reputacional, isto é, uma forma de conferir-se à empresa financiada maior credibilidade perante terceiros. Relembre-se que estamos a falar de muitos empreendimentos jovens, quase sempre desconhecidos do público. Logo, quando uma empresa recebe financiamento de capitalistas de risco, depreende-se que a mesma passou, com sucesso, por uma auditoria minuciosa de seus investidores, o que na teoria reflete uma boa saúde operacional (v.g. registos contabilísticos confiáveis; viabilidade económica do negócio; competência dos administradores).

O benefício do *networking* representa a capacidade que o investidor possui de integrar a empresa financiada à sua rede de contatos. O acesso a uma vasta rede de contatos (v.g. a outros possíveis investidores; a consumidores; a fornecedores; a *influencers*³⁹) significa o acesso a maiores oportunidades de negócio, os quais se potencializam ainda mais quando falamos de investidores especializados em certos setores de mercado.

O terceiro benefício envolve a transferência de conhecimento do investidor para a empresa, seja de *soft knowledge* (conhecimentos sobre a gestão do negócio), seja de *hard knowledge* (conhecimentos específicos do mercado, particularmente relevantes, por exemplo, para as empresas de alta tecnologia ou de saúde)⁴⁰. Os conhecimentos e a experiência do investidor são ainda mais importantes nos procedimentos de alta complexidade aos quais a empresa financiada pode ficar sujeita, tais como fusões, aquisições ou ofertas públicas iniciais de ações (*initial public offerings* – IPOs).

Por fim, temos o indiscutível benefício financeiro, *i.e.* a injeção de dinheiro que a empresa financiada obtém em troca da cessão das ações. Os recursos financeiros podem ser transferidos à empresa em diversas etapas, medidas de acordo com um certo período de tempo ou com o cumprimento de metas previamente estabelecidas (*milestones*)⁴¹. É possível também que o investidor e a empresa tenham previsto e regulamentado a organização de futuras rodadas de investimento, nas quais busca-se ainda mais recursos financeiros e investidores para a empresa.

³⁹ Líderes de opinião ou celebridades com alta capacidade de influenciar as opiniões e decisões de compra do público, quer pela sua popularidade, autoridade, conhecimento ou posição.

⁴⁰ CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 1, Slide 11.

⁴¹ Sobre as *milestones*, cf. *infra*, em **III.4.f. Cronograma de metas (*milestones*)**.

Frisa-se que o grau de exigência e influência do investidor sobre a empresa financiada depende muito do método de abordagem (*approach*) que o referido investidor se propõe a utilizar. Após analisar as condições gerais do investimento (v.g. ciclo da empresa; gestores; tamanho do mercado), o investidor pode adotar por uma abordagem de participação nos estilos *hands-off* ou *hands-on*.

Uma abordagem *hands-off* pressupõe apenas os quatro benefícios básicos do capital de risco (valor reputacional, *networking*, conhecimento e financiamento), ficando a liderança e condução das atividades da empresa principalmente nas mãos do empreendedor ou dos sócios iniciais, com pouca ou nenhuma participação do investidor.

Já na abordagem *hands-on* o investidor não só contribui com os referidos quatro benefícios, como também participa intensamente da liderança e do núcleo de gestão, atuando em conjunto com o empreendedor. Este nível de envolvimento ativo é, no capital de risco, o comportamento mais característico do investidor⁴², podendo, contudo, variar conforme a cultura do país⁴³.

De todo modo, em menor ou maior intensidade, notamos que a expectativa quanto ao *approach* dos investidores em capital de risco é a de que estes sempre atuem em prol da empresa, não só como financiadores, mas também como promotores e consultores do negócio.

II.3. Categorias e fases de investimento

A estruturação de um investimento em capital de risco pode assumir os mais variados desenhos, visto que tais operações estão em constante adaptação às práticas de mercado e são, via de regra, deveras flexíveis em seu aspeto formal. Mais do que isso, cada operação concentra uma combinação única de fatores imprevisíveis: as partes e suas vontades; a situação da empresa-alvo e do investidor; as características do setor de atuação dos envolvidos etc.

⁴² SCHMIDT, K. **Convertible securities and venture capital finance**, in *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, n.º 3, 2003, p. 1140; e KAPLAN, S.; STROMBERG, P. **Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring**. National Bureau of Economic Research. *Working paper* n.º 8202, 2001, p. 1.

⁴³ O envolvimento dos investidores no Reino Unido e nos EUA, por exemplo, costuma ser maior do que em França e Holanda. KLEINSCHIMDT, M. **Venture capital, corporate governance, and firm value**. Wiesbaden: Springer, 2007, p. 6.

Inobstante, é comum classificar as empresas-alvo de acordo com o seu ciclo de vida empresarial. Apesar do caráter genérico da classificação em ciclos, muitas vezes os investidores se utilizam desta referência no momento de decisão quanto à escolha da empresa em que vão realizar o seu investimento.

Nesta seara, temos o investimento em capital semente (*seed investment*); investimento em *start-ups*; investimento *early stage*; investimento em capital de expansão (*growth investment* ou *later stage investment*); e o investimento em reestruturação ou reorientação (*turnaround* ou *distressed investment*), assim denominados segundo o ciclo operacional da empresa financiada⁴⁴.

Seed investments estão associados a montantes de pequeno a médio porte, concretizados em fases pré-operacionais – o que significa que as empresas ainda não entraram no mercado e não testaram seus produtos e serviços. É, por isto, um investimento de elevado grau de risco.

Os recursos são utilizados para assegurar o desenvolvimento e a implementação de ideias e projetos, tanto no interesse pela autonomia destes quanto pelo valor que podem gerar como atividades acessórias a um outro negócio principal. O capital semente pode também servir como forma de proteção e aquisição de ativos da empresa-alvo, tangíveis (equipamentos, imóveis, estoque etc.) ou intangíveis (registro de marcas ou patentes, direitos de exploração etc.).

Investimentos em *start-ups* praticam-se em empresas recém-criadas ou com até dois anos de funcionamento. Apesar de se ter uma estrutura um pouco mais avançada do que no capital semente, ocasionalmente depara-se com financiamentos de organizações que não iniciaram qualquer comercialização, o que torna o investimento mais arriscado.

Já os investimentos *early stage* são feitos em empresas com certa maturidade, em geral de dois a quatro anos de funcionamento. Diferentemente das *start-ups*, empresas neste estágio encontram-se em situação relativamente estável no momento do aporte financeiro, com histórico de fluxo de caixa e de reações do mercado aos seus produtos e serviços.

Em ambos os casos, a finalidade do financiamento é aprimorar a gestão e a atividade empresária como um todo. Contudo, em razão das diferenças descritas acima, a tendência é que *start-ups* concentrem-se na melhoria de aspetos mais estratégicos do negócio (v.g. plano de negócios;

⁴⁴ Cf. LIPMAN, F. **Financing Your Business with Venture Capital: Strategies to Grow Your Enterprise with Outside Investors**. Nova Iorque: WSJ, 1998, pp. 10-13.

estrutura organizacional; desenvolvimento de produto; inserção no mercado), enquanto que empresas *early stage* tendem a favorecer questões operacionais (v.g. melhoria de processos internos; ações de publicidade; canais de distribuição; crescimento de mercado)⁴⁵.

Cumpra uma breve nota no sentido de se esclarecer ainda mais as delimitações que fizemos quanto ao conceito de capital de risco, *venture capital* e *private equity*. Isto porque os investimentos que tratamos até então – em capital semente, *start-ups* e *early stage* – situam-se, justamente, na categoria do *venture capital*, representando operações direcionadas a empresas em estágios iniciais, não listadas em bolsa, ou mesmo em mera fase de criação.

Adiante, o investimento em capital de expansão destina-se ao financiamento de uma empresa consolidada (*later stage*), no intuito de, como o nome sugere, incentivar-se a expansão comercial. O propósito dos recursos pode ser, por exemplo, a aquisição de outras empresas, a construção de uma nova planta ou a compra de ativos de alto custo. Por já existirem mais informações e registos da empresa-alvo disponíveis ao investidor, operações de capital de expansão costumam envolver maiores volumes financeiros e menor risco de investimento do que, por exemplo, o investimento em capital semente ou em *start-ups*⁴⁶.

Por último, o *turnaround investment* objetiva a reestruturação de empresas maduras em difícil situação financeira. O risco aqui é altíssimo, sendo que a experiência e os conhecimentos de mercado do investidor e de seus consultores são cruciais para que se obtenha qualquer retorno.

II.4. Enquadramento legal

Num primeiro momento, a análise jurídica do capital de risco dificulta-se por duas razões: a cobertura parcial pela lei; e o alargamento progressivo do seu âmbito⁴⁷. Ainda assim, ocasionalmente travam-se discussões quanto à sua regulação, o que resulta em novos parâmetros elementares para o seu devido exercício. Com o advento do novo regime jurídico do capital de risco (Lei n.º 18/2015, de 04 de Março, doravante “RJCR”), consagrou-se a

⁴⁵ Para uma descrição geral das necessidades das empresas *seed*, *start-up* e *early stage*, cf. POSER, T., *op. cit.*, 2003, p. 52.

⁴⁶ Cf. ASCRI – Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. **Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)**. Disponível em <<<http://www.ascr.org>>>. Acesso em 26.04.2016.

⁴⁷ CÂMARA, P., *op. cit.*, 2009, p. 856.

transposição da Diretiva n.º 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho e, por conseguinte, a harmonização regulatória do tema sob a perspetiva comunitária.

Em Portugal, a atuação no investimento em capital de risco é feita por investidores individuais (também denominados investidores-anjo ou *business angels*); investidores em capital de risco (“ICRs”); sociedades de capital de risco (“SCRs”), a incluir aqui o seu significado genérico, o seu formato simplificado, as sociedades gestoras de fundos de capital de risco (“SGFCRs”) e as sociedades de investimento em capital de risco (“SICR”); outras entidades previstas em lei; e os fundos de capital de risco (“FCRs”).

Pode-se resumir tais figuras na seguinte estrutura:

Quadro II.2. Entidades investidoras no capital de risco

Pessoas singulares	Pessoas coletivas
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investidor-anjo ▪ ICR 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entidade gestora do FCR <ul style="list-style-type: none"> a. SCR <ul style="list-style-type: none"> i. SCR (simplificado) ii. SGFCR iii. SICR b. Outras entidades ▪ FCR

Na esfera das pessoas singulares, convém ressaltar a fundamental importância dos investidores-anjo, em especial no que tange ao apoio às pequenas e médias empresas⁴⁸. Estamos a falar de indivíduos de alto poder aquisitivo, frequentemente experientes nos seus ramos de negócios e dispostos a investir parte de seu património pessoal em empresas novas em crescimento. O *business angel* pode investir sozinho ou em grupo, prática que vem ganhando adeptos em muitos países⁴⁹.

⁴⁸ Sobre os *business angels* no capital de risco, cf. IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação. **Guia prático do capital de risco**. 2006, p. 5. Disponível em <<<http://www.iapmei.pt>>>. Acesso em 04.08.2016; e Comissão Europeia. **Business angels**. Disponível em <<<https://ec.europa.eu>>>. Acesso em 04.08.2016.

⁴⁹ Nos EUA, há grupos com mais de 200 membros registados. Apenas para citar alguns: Ohio TechAngel Funds (Columbus), Tech Coast Angels (Los Angeles), Investor’s Circle (São Francisco).

Para além da atuação como *business angel*, prevê-se a possibilidade do registo de pessoa singular junto à CMVM como um investidor em capital de risco (“**ICR**”). Nos termos do art. 14.º, n.ºs 1 e 2 do RJCR, um ICR é uma sociedade de capital de risco especial que deve, obrigatoriamente, assumir a forma de sociedade unipessoal por quotas⁵⁰.

Passando para as hipóteses das pessoas coletivas, salienta-se, em primeiro lugar, que um fundo de capital de risco (“**FCR**”) não detém personalidade jurídica⁵¹, razão pela qual carece de vínculo com uma entidade gestora. A delimitação quanto às entidades gestoras de FCRs permitidas em lei dispõe-se no art. 17.º, n.ºs 2 e 3 do RJCR, o qual assevera que a administração de FCRs pode ser exercida por: sociedades de capital de risco; sociedades de desenvolvimento regional; ou entidades legalmente habilitadas a gerir organismos de investimento alternativo fechados.

Relativamente ao último grupo, o art. 65.º, n.º 2 da Lei n.º 16/2015 (Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, “**RGOIC**”), por sua vez, estabelece que os organismos de investimento alternativo fechados podem ser geridos por instituições de crédito referidas nas alíneas *a)* a *d)* do artigo 3.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, *i.e.* os bancos; as caixas económicas; a Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo; e as instituições financeiras de crédito⁵².

O RJCR prevê dois regimes distintos de operação das sociedades de capital de risco (“**SCRs**”), quais sejam, o simplificado e o harmonizado. O regime simplificado é aquele previsto entre os artigos 6.º e 43.º, aplicável às SCRs cujos ativos sob gestão não excedam, no total, os limiares de: € 100 milhões, quando as carteiras incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem; e € 500 milhões, quando não houver recurso à alavancagem e desde que, ainda

⁵⁰ Sobre a sociedade unipessoal por quotas, cf. ALMEIDA, A. P. de., *op. cit.*, 2013, pp. 427-437.

⁵¹ RJCR, art. 15.º, n.º 1.

⁵² Para tanto, ainda nos termos do art. 65.º, n.º 2 do RGOIC, estas instituições devem dispor de fundos próprios não inferiores a € 7,5 milhões. Ademais, os ativos que compõem as carteiras dos organismos de investimento alternativo sob gestão destas não podem exceder, no total, os limiares de: i.) € 100 milhões, quando as carteiras incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem; e ii.) € 500 milhões, quando os organismos de investimento alternativo não recorram ao efeito de alavancagem.

em relação às carteiras, não existam direitos de reembolso exercitáveis durante o período de 5 anos a contar da data do investimento inicial.

Caso se ultrapasse os limiares enunciados acima, a SCR fica então sujeita ao regime harmonizado, mais exigente no que toca às regras de autorização, funcionamento, transparência e supervisão. Sendo assim, a SCR deve apresentar à CMVM um pedido de autorização para operar: i.) como sociedade gestora de fundos de capital de risco (“**SGFCR**”), cujo objeto social limita-se à gestão de organismos de investimento em capital de risco, v.g. a gestão de um FCR; ou ii.) como sociedade de investimento em capital de risco (“**SICR**”), cujo objeto social limita-se à realização de investimentos em capital de risco⁵³.

Portanto, as regras quanto à autorização, funcionamento, transparência e supervisão no regime harmonizado são mais rigorosas do que a do regime simplificado. Este último permite, ainda, que a SCR opere com um objeto social amplo, isto é, a acumular as atividades de gestão de carteira própria (gestão interna) e de gestão de FCR (gestão externa).

A constituição de FCRs, bem como o início de atividade dos ICRs e das SCRs (incluindo-se aqui as SGFCRs e as SICRs), dependem de registo prévio na CMVM⁵⁴, a qual pode exigir uma extensa documentação antes de conferir sua aprovação⁵⁵. Atentamos novamente para a notória rigorosidade para a constituição das SGFCRs e das SICRs, quando comparadas com as demais entidades.

Verifica-se que o nível de detalhamento da documentação a ser fornecida pelos interessados é consideravelmente maior para as SGFCRs e SICRs. Para citar alguns exemplos, a CMVM exige destas: informação sobre as pessoas que irão dirigir efetivamente as atividades e sobre os membros que integrarão os órgãos sociais; informação sobre a identidade dos futuros acionistas (pessoas singulares ou coletivas) que irão deter, direta ou indiretamente, participações qualificadas⁵⁶ na entidade, bem como sobre o número de ações detidas, direitos de voto e a

⁵³ RJCR, art. 6.º, n.º 5, e art. 45.º, n.ºs 1 e 2.

⁵⁴ RJCR, art. 7.º, n.º 1.

⁵⁵ Para facilitar tais procedimentos, a CMVM disponibiliza em sua página virtual os requisitos de autorização relacionados a cada uma destas figuras, fundamentando cada item com a norma que lhe concerne. Cf. <<<http://www.cmvm.pt>>>. Acesso em 04.08.2016.

⁵⁶ Entende-se por “participação qualificada” a participação direta ou indireta que represente percentagem não inferior a 10% do capital social ou dos direitos de voto da empresa participada ou que, por qualquer motivo, possibilite exercer influência significativa na gestão da empresa participada. Decreto-Lei n.º

percentagem do capital correspondente; a descrição completa do programa de atividades com a estrutura organizativa da entidade, a incluir a descrição dos recursos (humanos, técnicos, materiais e informáticos), da forma pela qual a entidade tenciona cumprir o RJCR, e de outras políticas e procedimentos que se mostrem relevantes para demonstrar o cumprimento das obrigações a cargo da entidade; indicação das futuras relações estreitas⁵⁷ entre a entidade e outras pessoas singulares e coletivas etc.

Como resultado da harmonização regulatória do capital de risco, a legislação interna confere uma especial atenção no tocante à divulgação de informação aos investidores. Destarte, ao remeter para o art. 13.º do Regulamento UE n.º 345/2013, o art. 14.º do Regulamento CMVM n.º 03/2015 prevê uma série de informações que devem ser disponibilizadas pelos gestores dos FCRs aos investidores antes que estes efetuem o investimento. Tais informações incluem:

- a.** a identidade do gestor e de quaisquer outros prestadores de serviços contratados pelo gestor no âmbito da sua gestão dos referidos FCRs, bem como uma descrição das respetivas obrigações;
- b.** o montante de fundos próprios de que o gestor dispõe, bem como uma exposição detalhada dos motivos pelos quais o gestor considera que esse montante é suficiente para a manutenção dos recursos humanos e técnicos necessários a uma gestão correta dos seus FCRs;
- c.** a descrição da estratégia e dos objetivos de investimento do fundo (tipos de empresa em que tenciona investir; outros FCRs em que o fundo tenciona investir, bem como os tipos de empresa em carteira daqueles; os investimentos não elegíveis que o fundo tenciona realizar; as técnicas que o fundo tenciona utilizar; e quaisquer restrições aplicáveis ao investimento);
- d.** a descrição do perfil de risco do FCR e dos riscos associados aos ativos em que o FCR possa vir a investir ou às técnicas de investimento que possa vir a aplicar;

298/92, de 31 de Dezembro – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, art. 2.º-A, al. *ee*).

⁵⁷ Na aceção do RGOIC, art. 2.º, n.º 1, al. *hh*), ou seja, uma “relação entre duas ou mais pessoas, singulares ou coletivas, que se encontrem ligadas entre si através: i) de uma participação, direta ou indireta, de percentagem não inferior a 20% no capital social ou dos direitos de voto de uma empresa; ou ii) de uma relação de controlo; ou iii) de uma ligação de todas de modo duradouro a um mesmo terceiro através de uma relação de controlo”.

- e. a descrição do processo de avaliação e da metodologia de determinação de preços utilizada pelo FCR na avaliação dos ativos, incluindo os métodos aplicados na avaliação das empresas em carteira;
- f. a descrição do método de cálculo da remuneração do gestor do FCR;
- g. a descrição de todos os custos relevantes e a indicação do valor máximo que poderão alcançar;
- h. a evolução histórica dos resultados financeiros do FCR, caso exista;
- i. os serviços de apoio às empresas e outras atividades de apoio que o gestor do FCR preste, diretamente ou através de terceiros, a fim de facilitar o desenvolvimento, o crescimento ou qualquer outro aspeto do funcionamento corrente das empresas em carteira nas quais o FCR investe, ou, caso tais serviços e atividades não sejam prestados, uma explicação para esse facto;
- j. a descrição dos procedimentos pelos quais o FCR poderá alterar a sua estratégia de investimento, a sua política de investimento ou ambas.

Para ser qualificado como EuVECA, a caracterizar-se uma entidade gestora de fundos europeus de capital de risco, os FCRs devem adicionalmente cumprir com os quesitos do artigo 3.º, alínea *b)* do Regulamento n.º 345/2013, quais sejam:

- a. serem organismos de investimento coletivo que tencionem investir ao menos 70% do total das suas entradas de capital e do seu capital subscrito⁵⁸ não realizado em ativos que constituam investimentos elegíveis (calculados na base dos montantes investíveis após a dedução de todos os custos relevantes, disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa, dentro do prazo previsto no seu regulamento interno ou nos seus documentos constitutivos);
- b. não utilizarem mais do que 30% do total das suas entradas de capital e do seu capital subscrito não realizado na aquisição de ativos que não sejam investimentos elegíveis; e
- c. encontrarem-se estabelecidos no território de um Estado-Membro.

A sequência do artigo 3.º, alínea *d)* do Regulamento expressa uma série de categorias de negócios que, pela sua natureza, não podem representar uma empresa em carteira elegível dos

⁵⁸ O capital subscrito é o compromisso pelo qual o investidor obriga-se a adquirir certa participação no fundo de capital de risco ou a efetuar contribuições de capital para este, dentro do prazo previsto no regulamento interno ou nos documentos constitutivos do fundo. Cf. Regulamento n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Abril de 2013. Artigo 3.º, alínea *j)*,

fundos. São elas: os próprios organismos de investimento coletivo; instituições de crédito⁵⁹; empresas de investimento⁶⁰; empresas de seguros⁶¹; companhias financeiras⁶²; e companhias mistas⁶³.

A respeito dos investimentos elegíveis aos fundos EuVECA amparados pelo Regulamento, o artigo 3.º, alínea e) evidencia quatro classes:

- a. instrumentos de capital próprio ou equiparados;
- b. empréstimos, garantidos ou não, concedidos pelo fundo de capital de risco a uma empresa em carteira elegível na qual o fundo já detenha investimentos elegíveis;
- c. ações de empresas em carteira elegíveis, adquiridas junto aos accionistas dessas empresas; e
- d. unidades de participação ou ações de um ou vários outros fundos de capital de risco, desde que tais fundos não tenham investido mais de 10% do total das suas entradas de capital e do seu capital subscrito não realizado em outros fundos de capital de risco.

Caso a empresa em portfólio esteja situada num país terceiro, é crucial que este último não figure no relatório de países e territórios não cooperantes, compilado e publicado pelo Grupo de Ação Financeira contra o Branqueamento de Capitais e o Financiamento do Terrorismo – FATF-GAFI⁶⁴.

Para ser elegível, a empresa deve, ainda, verificar se o país terceiro acordou com o pleno cumprimento das normas do artigo 26.º do Modelo de Convenção Fiscal da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico – OECD em matéria de Rendimento e Capital⁶⁵, assegurando, assim, um intercâmbio apropriado de informações no tocante à esfera fiscal. É

⁵⁹ Na aceção do artigo 4.º, ponto 1, da Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006.

⁶⁰ Na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 1, da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004.

⁶¹ Na aceção do artigo 13.º, n.º 1, da Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Novembro de 2009.

⁶² Na aceção do artigo 4.º, ponto 19, da Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006.

⁶³ *Ibidem*, ponto 20.

⁶⁴ Cf. FAFT – Financial Action Task Force. **Annual Report 2013-2014**. Paris: FAFT/OECD, 2014. Disponível em <<<http://www.fatf-gafi.org>>>. Acesso em 07.01.2016.

⁶⁵ Disponível em <<<https://info.portaldasfinancas.gov.pt>>>. Acesso em 07.01.2016.

necessário que o referido acordo alcance tanto o Estado-Membro de origem do gestor do fundo quanto os demais Estados-Membros de acolhimento, nos quais as unidades de participação ou ações do fundo serão comercializadas.

II.5. Análise prática: atuação dos fundos de investimento (FCRs)

Feitos os devidos esclarecimentos quanto ao enquadramento legal do capital de risco e suas entidades, seguimos para a apresentação e análise prática dos processos de investimento. Afinal, para a apropriada compreensão do PE/VC, torna-se imprescindível conhecer a forma como os agentes – investidor e empresa-alvo – se comportam no decorrer do processo.

Veja-se que um FCR, na legislação portuguesa, representa apenas mais um formato de fundo de investimento (em sentido geral). Nos EUA, por exemplo, os fundos de investimento dividem-se nas tipificações de *closed-end funds*, *mutual funds* (ou *open-end funds*) e *unit investment trusts*⁶⁶. No Reino Unido, temos as figuras elementares das *pension funds*, *life assurance companies*, *investment trusts* e *unit trusts*⁶⁷. Na Alemanha, a Kapitalanlagegesetzbuch de 2012 (equivalente à nossa Lei n.º 18/2015, responsável pela transposição da Diretiva 2011/61/CE) também prevê, entre outras figuras, organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (*Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren*) e fundos de investimento alternativos (*Alternative Investmentfonds*).

Em síntese, notamos que cada jurisdição estabelece em sua ordem jurídica diferentes modalidades de fundos de investimento. Na sua essência, contudo, os fundos de investimento destinados ao investimento em capital de risco possuem práticas de gestão e fases de atividade bastante similares entre inúmeros países⁶⁸, fator que será aproveitado para se atingir o propósito instrutivo deste tópico.

Assim sendo, considerando-se a sua importância como atores no investimento em capital de risco e tendo em vista o caráter relativamente universal de seu *modus operandi*, julgamos que a maneira mais completa de ilustrarmos e dilucidarmos o processo de investimento em capital

⁶⁶ SEC – U.S. Securities and Exchange Commission. **Investment Companies**. Disponível em <<<https://www.sec.gov>>>. Acesso em 05.08.2016.

⁶⁷ Cf. BUCKLE, M.; THOMPSON, J. **The UK financial system**. Manchester: Manchester University Press, 2004, p. 118.

⁶⁸ CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 3, Slide 4.

de risco é a partir da perspectiva de um fundo de investimento direcionado para tal atividade. Para tanto, adotamos, sobretudo, as orientações compiladas de diversas associações de capital de risco – notadamente, da Invest Europe (antiga EVCA) – e as referências literárias de autores dedicados ao tema.

Isto posto, a estrutura legal de um fundo de investimento em capital de risco compõe-se, tipicamente pelas seguintes figuras⁶⁹:

- a. o próprio fundo, qual seja, uma entidade devidamente registada com o propósito específico de realizar investimentos;
- b. o *manager*, isto é, a empresa que estrutura o fundo de investimento e responsabiliza-se pela gestão do mesmo;
- c. o *general partner* (GP), incumbido das decisões de investimento do fundo, responsável pelas suas ações, as quais devem ser tomadas segundo o melhor interesse dos LPs; e
- d. o *limited partner* (LP), investidor de responsabilidade limitada, não detendo controle algum sobre a gestão diária do fundo.

O fundo de investimento é gerido de forma a aplicar-se o capital na participação societária de uma ou mais empresas-alvo, selecionadas, primordialmente, segundo o seu potencial de crescimento e retorno financeiro do investimento. Sem embargo, o *manager* sujeita-se aos deveres fundamentais dos administradores em geral, quais sejam, o dever de administrar com diligência; o dever de cuidado; e o dever de lealdade⁷⁰.

É comum que os fundos especializem-se em empresas de determinado setor (v.g. tecnologia; saúde) ou estágio de desenvolvimento (v.g. *early stage*; *later stage*) – o portfólio de empresas do fundo revela bastante sobre sua estratégia de mercado. Possuem uma duração limitada, em geral de 5 a 7 anos, estabelecendo-se o termo do fundo em até 10 anos, com extensões de 2 ou 3 anos a dependerem da aprovação dos LPs⁷¹.

Preliminarmente ao investimento em si, os fundos definem suas condições gerais de funcionamento, colocando em documentos: a descrição da estrutura legal do fundo, do processo

⁶⁹ Cf. DUTTA, J.; DUPERE, J.; HENNEGAN, J. **GP/LP Structure – How Private Equity Firms are Formed**. 2010. Disponível em <<<http://pt.slideshare.net>>>. Acesso em 09.04.2016.

⁷⁰ Cf. ALMEIDA, A. P. de., *op. cit.*, 2013, pp. 266-275.

⁷¹ Sobre a natureza de longo prazo, porém de duração limitada do capital de risco, cf. POSER, T., *op. cit.*, 2003, pp. 35-38.

de decisões e das competências da equipe de gestão; a síntese dos principais fatores de risco inerentes à atividade do fundo de investimento; orientações para imprevistos relacionados a executivos-chave do fundo (v.g. saída de um destes executivos); o histórico das decisões e o sumário de poderes do GP; aspetos da estratégia de investimentos do fundo (v.g. escopo, critérios, diretrizes, período de investimento, restrições); as obrigações do GP perante os LPs, bem como as garantias e deveres destes últimos; a forma como os custos, honorários e distribuições serão suportados e divididos; a dinâmica dos pagamentos em parcelas pela participação societária (*drawdowns*) e de eventuais inadimplementos (*defaults*); a política em caso de coinvestimento ou investimentos sequenciais (*follow-on*); as sanções aplicáveis aos participantes do fundo; e as condições para o termo ou extensão do fundo⁷².

Tradicionalmente, os investidores (LPs) em fundos de investimento PE/VC são pessoas singulares com elevado património; investidores estratégicos, que aplicam em fundos de investimento setoriais; administradores de ativos (*asset managers*); bancos de fomento; fundos de pensão; agências governamentais; ou fundos que investem em outros fundos (*funds of funds*)⁷³.

Para angariar os recursos necessários perante investidores, inicia-se o planeamento do *fundraising*. Nesta etapa preparatória, que pode durar até um ano e meio, é possível realizar as primeiras análises de eficiências e previsões das despesas futuras, o que já serve de indicação quanto ao potencial de sucesso ou malogro da operação. Caselli descreve o *fundraising* como um jogo de vendas, no qual a reputação do fundo, a confiança dos investidores e o interesse pelo risco são pilares fundamentais⁷⁴.

O *fundraising* é um estágio em que os fundos e suas equipes dedicam-se, ainda, a esclarecer uma série de assuntos próprios, tais como: suas políticas, objetivos e estratégias de investimento; os valores mínimo e máximo de recursos necessários à implementação da estratégia de investimento; o período de duração do investimento e o termo previsto do fundo; os tipos de LPs que o fundo pretende atrair, bem como os compromissos previstos para tais LPs

⁷² Para recomendações mais detalhadas, cf. EVCA Handbook. **Professional Standards for the Private Equity and Venture Capital Industry**. Janeiro, 2014, pp. 14-15.

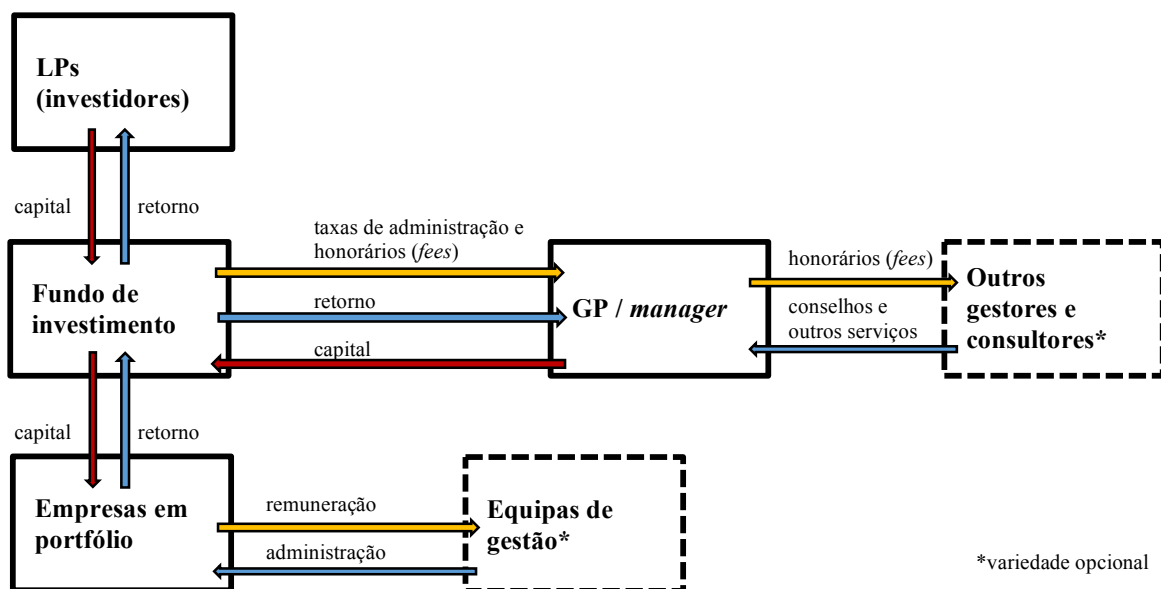
⁷³ ROSSI, L. E. M. **Manual de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 165.

⁷⁴ CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 3, Slide 6.

e as jurisdições concernentes a estes; considerações quanto ao custo total do *fundraising*; recursos humanos necessários; e cálculo apropriado da margem de lucro e das remunerações⁷⁵.

Finda esta fase preparatória⁷⁶, estabelecidos os pactos necessários perante os LPs e concluídos os procedimentos legais de registo para autorização de funcionamento, o fundo inicia, então, as suas atividades. Para se compreender melhor sua dinâmica de funcionamento, confira-se o fluxograma abaixo⁷⁷.

Figura II.1. Estrutura e fluxo operacional de um FCR



Temos que o capital global é constituído pelas contribuições dos LPs, *i.e.* as pessoas singulares e coletivas admitidas em lei para participarem do fundo de investimento, bem como pelas próprias contribuições da entidade responsável pela estruturação do fundo (*manager*). A gestão

⁷⁵ EVCA Handbook, 2014, p. 11.

⁷⁶ O que nem sempre sucede bem, visto que um grande número de fundos de investimento não se concretiza em razão, principalmente, da angariação insuficiente de recursos financeiros.

⁷⁷ Adaptado de EVCA Handbook, 2014.

do mesmo é de responsabilidade do *manager* e do GP⁷⁸, podendo-se acordar a necessidade de contratação de outros gestores, consultores e sub-consultores de investimentos para auxiliarem os primeiros.

As equipas de gestão das empresas em portfólio resultam da negociação entre os empreendedores e o fundo de investimento. Há que se equilibrar os pontos fortes e fracos de ambos os agentes: num primeiro momento, não interessa ao fundo de investimento alterar acentuadamente o modelo de gestão de uma empresa com boa performance e equipas com elevado *know-how* ou experiência na área; o mesmo, contudo, pode fazer sentido quando o conhecimento e a experiência de mercado do fundo for um fator essencial na relação⁷⁹.

Sublinha-se que a apropriada divulgação das informações aos LPs é de grande relevância, não somente por força da lei, mas principalmente para o bom relacionamento entre GP, *manager* e LPs. Logo, ainda que a legislação de cada país pré-estabeleça algumas informações fundamentais que devem ser disponibilizadas aos investidores⁸⁰, é prática comum que os fundos de investimento implementem um sistema próprio e suplementar. A regra é que o GP, para cumprir com suas obrigações contratuais perante os LPs, exija e forneça informações da empresa financiada com maior frequência e nível de detalhes.

Por fim, ainda que a decisão de investir caiba ao GP⁸¹, é comum que este elabore um comunicado ou memorando aos LPs após cada nova operação. O memorando contém uma descrição geral sobre o negócio investido, a abordar o mercado de atuação da empresa-alvo; a tese por trás do investimento; os riscos; a estrutura societária; os métodos de avaliação da empresa-alvo etc.

⁷⁸ Gestão esta que é independente e soberana, sem a interferência dos LPs. TRL – Tribunal da Relação de Lisboa. Acórdão de 09 de Julho de 2014 (processo 841/13.9TVLSB.L1-7). Relatora: Conselheira Graça Amaral.

⁷⁹ Sobre os benefícios do capital de risco, cf. *supra*, em **II.2. Características gerais**.

⁸⁰ Como é o caso, em Portugal, do art. 14.º do Regulamento CMVM 03/2015, o qual remete ao art. 13.º do Regulamento UE n.º 345/2013.

⁸¹ Salvo na existência de uma *key man clause*, cláusula que encarrega, sob certas condições, um ou mais executivos a dedicarem-se na administração do fundo por um determinado período de tempo. Assim sendo, e estando o *key man* impossibilitado de atuar no fundo, o GP encontra-se temporariamente suspenso e impossibilitado de realizar novos investimentos até que os LPs acordem nova situação. DUTTA, J.; DUPERE, J.; HENNEGAN, J., *op. cit.*, 2010.

II.6. Processo de decisão do investimento e desinvestimento

Esclarecidos alguns dos principais pontos concernentes ao funcionamento dos fundos de investimento orientados para o capital de risco, retornamos agora para a esfera geral do tema. Neste tópico, abordaremos o momento de decisão que antecede a consecução do investimento, assim como a etapa de desinvestimento, isto é, do desfazimento das participações adquiridas pelo investidor e aferição final do retorno financeiro.

Antes de qualquer decisão final quanto ao investimento, é certo que o investidor – ou, sendo o caso, o GP – providenciará a *due diligence* da empresa-alvo. A base de uma decisão de investimento forma-se, essencialmente, pela informação adquirida neste processo, em conjunto, claro, com o conhecimento e a experiência do próprio investidor.

A *due diligence* na indústria de PE/VC destina-se a investigar e analisar se a oportunidade de investimento está, efetivamente, em linha com os critérios e expectativas do investidor. O objetivo primário é mitigar os riscos do investimento por meio de uma compreensão aprofundada sobre a empresa-alvo, seu mercado e sua compatibilidade com as demais empresas do portfólio do investidor⁸². A investigação recai sobre uma vasta gama de elementos da empresa, destacando-se os aspetos comerciais; financeiros; fiscais; jurídicos; regulatórios; tecnológicos; ambientais; sociais; de governança; e de capacidade da gestão atual⁸³.

O processo de decisão para a concretização de um investimento exige uma intensa produção documental, cujo conteúdo e tempo de elaboração dependem, sobretudo, da burocracia legal; dos fatores regulatórios; dos impactos fiscais; e do grau de participação que o investidor pretende assumir na empresa-alvo. Os pactos e diretrizes firmados nesta etapa devem refletir todos os aspetos da transação, considerando aquilo que foi negociado com os demais *shareholders* da empresa a se investir.

Nesta senda, o acordo de investimento (*investment agreement*) é o instrumento contratual que concentra estes interesses entre o investidor e os sócios preexistentes, explicitando os seguintes pontos: liderança, hierarquia de controle e incentivos à gestão da empresa-alvo no pós-investimento; transferência e características das participações; marcos de investimento

⁸² CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 3, Slide 27.

⁸³ Sobre as características da *due diligence* jurídica, cf. EGUIDAZU, J. A. **Auditoría Legal – Due Diligence y Opiniones Legales en los Negocios Mercantiles**. Madrid: Civitas, 2008.

(*investment performance milestones*) e outras obrigações futuras; ações específicas que carecem de aprovação do conselho ou dos sócios da empresa; providências quanto aos credores e devedores da empresa-alvo; qualidade, quantidade e frequência do fornecimento de informação⁸⁴; e disposições para o momento de saída (desinvestimento) da empresa.

Este momento de saída denomina-se desinvestimento (*exiting*). É a fase de decisão para a venda das participações, visando-se obter em retorno o maior valor possível. É, por isto, o momento chave na avaliação de cumprimento ou não dos objetivos do investimento. Relembre-se: desde a sondagem de uma empresa-alvo até a venda da participação adquirida através do investimento – ou seja, até a auferição final dos lucros ou prejuízos –, o investidor deve contar com um ciclo médio de 5 a 7 anos, podendo, nalguns casos, chegar aos 12 ou 13 anos.

O desinvestimento é coordenado em função de múltiplos fatores, os quais servem de fundamento para a tomada de decisão do investidor. Neste sentido, os principais aspectos a se analisar são: as regras gerais e específicas dos acordos; a oportunidade temporal (*timing*) oferecida pelo mercado de atuação da empresa financiada; as exigências ou obrigações de capital; e o próprio histórico de saída do portfólio do investidor⁸⁵. Via de regra, este processo de saída é definido *ex ante* num acordo de desinvestimento (*exiting agreement*), geralmente descrito no próprio acordo de investimento. Nota-se, porém, que apenas com o desenrolar das etapas é que se poderá optar por uma estratégia de saída final.

Existem quatro estratégias típicas de desinvestimento. São elas: a venda das participações a terceiro (*trade sale*); a recompra por um ou mais acionistas, ou por comprador escolhido por estes acionistas (*buy back*); a oferta pública inicial de ações (IPO); e a liquidação das participações (*write off*)⁸⁶.

O *trade sale* trata justamente da venda das participações a uma empresa ou a uma pessoa individual externa, ou seja, a uma entidade não vinculada diretamente nem à empresa financiada, nem ao investidor inicial. Via de regra, surge da relação comercial entre o investidor de capital de risco, a empresa financiada e o comprador.

⁸⁴ Lembrando que o direito à informação compreende o direito geral à informação; o direito à informação preparatória das assembleias gerais; e o direito à informação nas assembleias gerais. ALMEIDA, A. P. de., *op. cit.*, 2013, p. 144.

⁸⁵ CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 3, Slide 57.

⁸⁶ Sobre as estratégias e o processo de desinvestimento, cf. POSER, T., *op. cit.*, 2003, pp. 73-80.

A finalidade da aquisição costuma relacionar-se com o desenvolvimento estratégico de um determinado plano de negócios, relativo a outros empreendimentos detidos pelo comprador. Nada impede, por exemplo, que este comprador seja outro investidor de capital de risco, SCR ou FCR mais especializado no ciclo operacional ou no mercado de atuação da empresa.

Geralmente, os empreendedores tencionam manter alguma proximidade com a empresa financiada, não se interessando pela mera transferência dos direitos sobre esta ou sobre as ideias geradas até então a alguém de fora. Em virtude disto, a venda das participações a terceiro não é tão difundida na prática, sendo mais frequente em situações de LBOs; de exercício da cláusula de *drag along*; ou em investimentos privados sobre ações listadas em bolsa (*private investments in public equity* – PIPEs), bastante populares nos EUA⁸⁷.

Na hipótese de recompra (*buy back*), tem-se, sumariamente, uma *trade sale* na qual o comprador não é uma entidade nova ou desconhecida, tratando-se, em geral, dos próprios empreendedores e co-fundadores da empresa financiada.

Ocorre quando tais empreendedores optam por retomar o controle total ou maioritário da empresa, procedendo-se à recompra das participações do investidor a um preço pré-estabelecido, negociado ou calculado segundo critérios acordados⁸⁸. Assim, o *buy back* está associado ao exercício das cláusulas de *put option* (na perspectiva do investidor) ou de *call option* (na perspectiva do empreendedor). Evidentemente, tal estratégia depende da premissa de liquidez do empreendedor, o qual necessita de poder de capital suficiente para adquirir a participação detida pelo investidor.

A terceira saída é a oferta pública inicial de ações, o grande objetivo de qualquer investidor. Consiste na oferta e venda das participações em bolsa de valores, o que, na prática, revela-se um procedimento repleto de complexidades. Não é por acaso que apenas 1% de todas as operações de capital de risco resultam em IPO⁸⁹.

Estrategicamente, o investidor pode optar por vender a sua participação antes ou depois do IPO em si, a depender de qual momento proporcionar-lhe-á o maior retorno. O julgamento para tanto fundamenta-se na experiência e conhecimentos do investidor, bem como na solidez da

⁸⁷ CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 3, Slide 60.

⁸⁸ ROSSI, L. E. M., *op. cit.*, 2010, p. 39.

⁸⁹ CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 3, Slide 62.

estrutura da empresa financiada, preparo dos gestores e aceitação do negócio pelo mercado. Em razão do alto nível de interesses, minúcias e recompensas envolvidos, o processo de IPO é conduzido e monitorado de perto pelo investidor e por seus consultores.

A última opção de desinvestimento, pelo contrário, representa o pior cenário possível. No *write off*, o investidor se vê obrigado a cancelar do seu portfólio o valor da participação na empresa financiada, em virtude do incumprimento de dívidas ou da inviabilidade de continuidade no negócio (v.g. por conta de um plano de negócios agressivo ou desarrazoado para uma empresa *seed* ou *start-up*), realizando-se uma liquidação indesejada do investimento⁹⁰.

O *write off* pode advir de um acordo privado ou por força da lei, em processo de falência proposto por um ou mais credores. Apesar de sua natureza, a liquidação das participações não implica, forçosamente, um prejuízo de 100% do investimento. Em muitos casos, investidor e empreendedor conseguem reduzir drasticamente a perda financeira por meio da venda de ativos valiosos, sejam eles tangíveis ou intangíveis.

⁹⁰ CUMMING, D. J.; JOHAN, S. A. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Waltham: Elsevier, 2014, p. 591.

CAPÍTULO III – O VÍNCULO ENTRE INVESTIDOR E EMPREENDEDOR: ESTIPULAÇÕES CONTRATUAIS E APONTAMENTOS RELEVANTES

III.1. Quadro da relação contratual

Com base no que verificamos até este ponto do estudo, temos que a dinâmica contratual de um investimento em capital de risco resume-se num esquema em que o investidor recebe determinada participação social na empresa financiada, devendo, em troca, providenciar a transferência dos recursos com os quais se comprometeu, no devido prazo. Como vimos, tais recursos podem incluir, para além do financiamento, a valorização reputacional da empresa perante terceiros; o acesso a uma rede mais extensa de contatos (*networking*); e a transferência de conhecimento acerca do produto ou serviço (*know-how*).

Assim sendo, a finalidade mor dos acordos firmados no decorrer da operação é a de elucidar a forma, os prazos e as condições sob os quais a entidade investidora – seja ela uma SCR, um FCR ou um investidor individual – assume esta participação no capital da empresa financiada e transfere, em contrapartida, os recursos acordados.

Relembre-se que estamos a falar de investimentos na escala de centenas de milhares de euros. De um lado da operação temos os investidores individuais ou uma entidade investidora, com uma visão de mercado e metodologia de gestão próprios, dispostos a auferir o maior lucro possível por meio da máxima otimização da empresa financiada; de outro, os sócios-fundadores da empresa-alvo, os quais frequentemente são pessoas com um conhecimento técnico-jurídico menor, grande receio de entregar seu negócio a outrem e de promoverem mudanças demasiado bruscas na cultura organizacional da empresa que arduamente construíram.

A formalização da vontade das partes num instrumento contratual adequado é o primeiro passo para amenizar o impacto deste inevitável choque de forças. O contrato expressa os termos do negócio jurídico em questão, sendo este “o *instrumento* por que cada pessoa *actua* ou *exerce* o seu poder de *criar direito*, de *criar a sua lei*, para conformar as suas relações jurídicas segundo a sua vontade”⁹¹; logo, o negócio jurídico “é o *instrumento da autonomia privada*”⁹².

⁹¹ OLIVEIRA, N. M. P. **Princípios de Direito dos Contratos**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 105.

⁹² *Ibidem*.

O estudo e a aplicação da autonomia privada e da liberdade contratual não é recente. Já na Lei Única, Título XVI do Ordenamento de Alcalá de 1348⁹³ determinou-se o mero consentimento proclamado como núcleo básico dos contratos, ao declarar que “sea valedera la obligación o el contrato que fueron hechos, en cualquier manera que parezca que alguno se quiso obligar a otro a hacer contrato con él”. Do recorte, infere-se desde então uma valorização do princípio espiritualista, qual seja, da liberdade de forma para a celebração dos contratos⁹⁴.

Hoje, o princípio da autonomia privada é a porta de entrada às disposições dedicadas à matéria das obrigações no Código Civil, o qual institui no art. 405.º, n.º 1 que “dentro dos limites da lei, as partes têm a faculdade de fixar livremente o conteúdo dos contratos, celebrar contratos diferentes dos previstos neste código ou incluir nestes as cláusulas que lhe aprouver”. A cada pessoa designa-se a competência para estabelecer e adaptar livremente as suas relações jurídicas, como melhor lhe aprazer, desde que faça uso de atos e negócios jurídicos admitidos e reconhecidos em direito privado. Esta é a premissa básica que sustenta o princípio da autonomia privada (também designada autonomia da vontade)⁹⁵.

Nossa explanação acima decorre em função da problemática resultante de dois importantes fatores nas operações de PE/VC: a parcial regulação de seu funcionamento e a complexidade da administração dos interesses em jogo. Entendemos que a problemática reside, justamente, na aparente ausência de referências normativas que contemplem, de forma satisfatória, as questões relativas à formalização das relações contratuais nesta esfera.

A princípio, o ponto central de um estudo quanto aos aspetos contratuais parece ser a compreensão das regras aplicáveis à transmissão das ações e à alteração do contrato de

⁹³ Corpo de normas promulgado após uma reunião das cortes na cidade de Alcalá de Henares, durante o reinado de Afonso XI de Leão e Castela. O Ordenamento é considerado hoje um elemento fundamental para a evolução do direito em Espanha. Cf. PLANAS, J. A. **Manual de historia del derecho y de las instituciones**. Madrid: Sanz y Torres, 2002, pp. 548 e ss.

⁹⁴ GARCÍA, J. A. **La concepción del contrato en el Derecho europeo y su proyección en la Propuesta de Modernización**, in *Derecho privado europeo y modernización del Derecho contractual en España*. Barcelona: Atelier, 2011, p. 125.

⁹⁵ FLUME, W. **Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Vol. II: Das Rechtsgeschäft**. Berlim: Springer, 1992, *apud* OLIVEIRA, N. M. P., *op. cit.*, 2011, p. 149.

sociedade, visando-se como efeito a transmissão da empresa societária nos termos da lei, cuja titularidade expressa-se nas participações sociais⁹⁶.

Ao nosso ver, porém, na prática o que ocorre é uma nova conciliação de múltiplos interesses, isto é, dos interesses dos sócios preexistentes com aqueles dos sócios recém-integrados à empresa financiada. Nota-se um reequilíbrio de vontades e de influências que, inegavelmente, gera efeitos de dimensões maiores do que aqueles que normalmente se verificam em meras alterações contratuais. Ainda que não haja a constituição de uma nova sociedade comercial *de iure*, não seria exagero afirmarmos que o investimento em capital de risco implica numa nova identidade empresária *de facto*.

Com esta ressalva, compreender as normativas gerais quanto à transmissão das participações (como o ato jurídico final que oficializa a entrada do investidor na empresa) é indiscutivelmente necessário⁹⁷. Entretanto, ainda mais valoroso é compreender a construção dos acordos que sobrepõem-se à oficial transmissão das participações, frutos do exercício da autonomia das vontades e inerentes à atividade de PE/VC, revelando uma perspectiva mais ampla sobre as características da operação.

Para melhor referenciação no decorrer do presente capítulo, resumimos abaixo algumas das questões e elementos fundamentais para a sustentação do processo de investimento na esfera contratual, os quais serão examinados nos tópicos seguintes.

⁹⁶ CORTEZ, J. S. **As Formalidades da Transmissão de Quotas e Acções no Direito Português: dos princípios à prática**, in *Questões de direito societário em Portugal e no Brasil*. Coimbra: Almedina, 2012, p. 319.

⁹⁷ O que é exposto *infra*, em **III.3. Acordo de investimento (*investment agreement*) e acordo de sócios (*shareholders agreement*): estrutura geral**.

Quadro III.1. Sumário de elementos da relação contratual no PE/VC

<p>Fase preambular</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Empreendedor: geração da ideia; implementação inicial; busca por investidores interessados.▪ Investidor: sondagem de empresas com alto potencial de crescimento e retorno financeiro; expansão/criação de portfólio de empresas.<ul style="list-style-type: none">a. Pessoas singulares: investidor-anjo; ICR.b. Pessoas coletivas: gestora do FCR (SCR: SCR simp., SGFCR, SICR; outras entidades); FCR.
<p>Fase preparatória</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Carta de intenção<ul style="list-style-type: none">a. Instrumento acessório a um eventual contrato principal.b. Fase preliminar (<i>iter contractus</i>) de preparação e negociação.c. Em regra, regime jurídico pré-contratual da <i>culpa in contrahendo</i> (compromisso mais moral do que jurídico; valor indissociável da boa-fé na formação contratual). Exceção: violação a pactos autônomos (<i>side agreements</i>) – arts. 798.º e ss. do Código Civil.d. Zona jurídica cinzenta; previsão <i>subject to contract</i>.e. Principais pontos: atos formais preparatórios de natureza material (v.g. reuniões; estudos; orçamentos; viagens) e de natureza jurídica (v.g. minutas; atas de reunião; correspondências); <i>due diligence</i>; divisão de despesas; definição de questões essenciais para o sucesso da operação.
<p>Fase de consecução do investimento</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Acordo de investimento e acordo de sócios<ul style="list-style-type: none">a. Acordo de investimento: contrato atípico de <i>fiducia</i>; condições da operação de PE/VC.b. Acordo de sócios: contrato civil; forma de exercício dos direitos e obrigações dos sócios.c. Qualificação das partes conforme a sua categoria (investidores; sócios-fundadores; outros sócios; e a empresa-financiada).d. Descrição da empresa-financiada, do seu negócio principal e do objeto do acordo de investimento (aquisição ou subscrição de ações; recursos externos para o desenvolvimento da empresa).e. Divisão, transmissão e privilégios das participações sociais.<ul style="list-style-type: none">i. Direitos de preferência no aumento de capital; direitos de recebimento prioritário em caso de liquidação; possibilidade de indicar membros para o Conselho de Administração; maior peso em votações; maior percentagem dos lucros.ii. <i>Cap table</i> e eventual plano de incentivos por meio da opção de ações (ISOs).f. Outras estipulações habituais: cláusula de confidencialidade (<i>non-disclosure agreement</i>); princípio da boa-fé contratual e a cláusula de melhores esforços (<i>best efforts</i>); pacto de não-concorrência e exclusividade; proteção anti-diluição, inalienabilidade de ações, direito de primeira oferta e direito de primeira recusa; direitos de propriedade intelectual; cronograma de metas (<i>milestones</i>); cláusulas de <i>tag along</i> e <i>drag along</i>; cláusulas de <i>call option</i> e <i>put option</i>; cláusula <i>pay-to-play</i>; cláusulas de adaptação (força maior, <i>hardship</i>, revisão automática e revisão concorrente); e cláusula compromissória (arbitragem).

Neste campo, a carta de intenção, o acordo de investimento e o acordo de sócios são os figurinos contratuais recorrentes às relações formadas no decorrer das operações de capital de risco⁹⁸. Sem o desenvolvimento histórico do exercício da autonomia privada neste mercado tão

⁹⁸ Sobre a habitualidade de resumir-se a formalização do PE/VC nestes documentos, cf. BRECHBÜHL, B. A.; WOODER, B. **Global Venture Capital Transactions: A Practical Approach**. Haia: Kluwer Law International, 2004.

dinâmico, o recurso a estes instrumentos e o conhecimento das suas bases estruturais não seriam hoje tão acessíveis. Mais do que isso, a natureza flexível de tais acordos permite uma ampla cobertura de situações e de mecanismos habituais ao PE/VC, cobertura esta sem a qual a prática da atividade seria assaz dificultada.

À vista disso, organizamos o restante do presente capítulo de maneira a compreender estes instrumentos e as estipulações comumente utilizadas para a regulação do vínculo contratual entre investidor e empreendedor. De modo a contribuir ainda mais para a compreensão e aplicação deste estudo, concentraremos em cada tópico as observações pertinentes a alguns dos principais problemas identificados na prática do mercado, encerrando o capítulo com nossos apontamentos e conclusões.

III.2. Carta de intenção (*letter of intent*)

Os contratos comerciais em geral são precedidos pela fase preliminar do *iter contractus*, qual seja, uma fase pré-contratual de preparação, discussão e negociação entre as partes contratantes. Em face da crescente internacionalização das empresas e da magnitude económica de certos bens e serviços, o estágio pré-contratual assume no campo prático-jurídico uma importância maior a cada dia⁹⁹.

O período negocial pode estender-se, nalguns casos, durante meses ou até anos, a envolver numerosos atos preparatórios de natureza material (v.g. reuniões; estudos; orçamentos; viagens) e de natureza jurídica (v.g. minutas; atas de reunião; correspondências). Habitualmente, ocorre também a formalização de acordos pré-contratuais de carácter preliminar, instrumental ou complementar relativo ao contrato mercantil principal¹⁰⁰.

Assim sendo, no contexto prático dos processos de investimento em capital de risco, é neste período que investidor e empresa procedem à celebração da carta de intenção, também denominada acordos de princípio ou memorando de entendimentos (*letter of intent*, *memorandum of understandings*, *agreements in principle*, *Absichtserklärungen*, *accords de*

⁹⁹ CORDEIRO, A. M. **Tratado de Direito Civil Português – Vol. I**. Coimbra: Almedina, 1999, Tomo I, pp. 307 e ss.

¹⁰⁰ ANTUNES, J. E. **Direito dos contratos comerciais**. Coimbra: Almedina, 2009, p. 95.

principe)¹⁰¹. Representa o primeiro ato formal entre investidor e empresa-alvo para a persecução do negócio.

A priori, trata-se de um compromisso mais moral do que jurídico¹⁰², auxiliar para a consecução de um contrato mercantil principal e de conteúdo extremamente variável. Destina-se a estabelecer pactos em que as partes, num certo estágio das negociações ainda em curso, manifestam o seu interesse em continuar de boa-fé as conversas, no intuito de se atingir o acordo final.

Como adiantamos supra, esta etapa caracteriza-se por diversos atos preparatórios, de menor custo (v.g. telefonemas; estudos internos) ou de maior (v.g. viagens; consultorias; *due diligence*), pelo que a carta cria, justamente, as regras e parâmetros mínimos para a melhor condução do processo de negociação (v.g. divisão e responsabilidade pelas despesas efetuadas; prazo de validade da proposta; período de negociação exclusiva entre os interessados). Ademais, é comum que as partes desde já organizem os pontos que consideram essenciais para o sucesso da operação de investimento.

Repare-se, a título de exemplo, que desde os primeiros contatos entre investidor e empreendedor é possível estabelecer alguma exigência ou garantia prévia como condição para a continuidade das negociações, em especial quando estamos a falar de grandes concursos de financiamento de *start-ups*¹⁰³. Em Portugal, por exemplo, o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação – IAPMEI é a entidade responsável pela concessão do Estatuto IAPMEI Inovação e do Certificado PME, os quais podem ser interessantes para a atração de investidores¹⁰⁴.

¹⁰¹ *Ibidem*, p. 97.

¹⁰² VERNIMMEN, P.; *et al.* **Corporate finance: theory and practice**. West Sussex: Wiley, 2014, p. 802.

¹⁰³ Frisando-se neste campo o Global Startup Program da University Technology Enterprise Network – UTEN, uma parceria entre o Governo Português e o IC² Institute da Universidade do Texas; o Programa StartUp GNRation em Braga; e o Call for Entrepreneurship da Portugal Ventures.

¹⁰⁴ Muitas vezes tais estutos possibilitam o acesso a programas públicos de fomento económico e a incentivos fiscais. Tendo em vista seu valor de oficialidade, corroboram também o grau de reconhecimento e fiabilidade da empresa. A exemplo, para concorrer a um financiamento através do Call for Entrepreneurship, a Portugal Ventures exige como condição precedente a obtenção do Estatuto IAPMEI Inovação (quando aplicável) e do Certificado PME. Cf. Portugal Ventures. **Ficha Técnica de**

Na sequência da assinatura entre os representantes de cada parte, a carta é oficialmente apresentada a todos os sócios da empresa-alvo ou, sendo o caso, ao seu Conselho de Administração, com a finalidade de se obter a devida autorização para que as negociações prossigam.

Observando-se a sua natureza não contratual, as cartas de intenção possuem, tipicamente, um regime jurídico pré-contratual, isto é, os efeitos em caso de incumprimento sustentam-se no instituto da *culpa in contrahendo*, consagrado no art. 227.º, n.º 1 do Código Civil. Diante do valor predominante da boa-fé indissociável à formação dos contratos, uma eventual ruptura injustificada ou desleal das negociações em curso pode resultar em obrigações de indemnização fundadas nesta responsabilidade pré-contratual¹⁰⁵.

Em virtude da multiculturalidade das operações de PE/VC, convém, contudo, assegurar a natureza não contratual da carta de intenção utilizando-se: a.) da previsão *subject to contract*, cláusula que expressa a obrigatoriedade de um futuro instrumento escrito para que as partes fiquem contratualmente vinculadas; ou b.) de uma previsão *subject to the approval of*, pela qual o vínculo contratual sujeita-se à aprovação de certa pessoa ou órgão das entidades em negociação¹⁰⁶.

Atentamos ainda para o facto de que, frequentemente, as cartas de intenção contém em seu corpo textual diversas estipulações destinadas a disciplinar aspetos parciais, secundários ou instrumentais de um contrato mercantil principal. Tais convénios qualificam-se como pactos satélites ou complementares (*side agreements; Zusatzvereinbarungen; accords satellites*), dos quais destacamos os acordos de confidencialidade; os acordos de exclusividade; e os acordos de distribuição de despesas¹⁰⁷.

Investimento Não Vinculativa. Cláusula 25. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016

¹⁰⁵ Cf. CORDEIRO, A. M. **Manual de Direito Comercial**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 497. O STJ consagra a regra de que a indemnização deverá calcular-se segundo o interesse contratual positivo “quando as negociações tiverem atingido um desenvolvimento tal que justifique a confiança na celebração do negócio”, *i.e.* quando se tiver alcançado um “acordo sobre todas as questões”, faltando apenas “a concretização/celebração do acordo através da forma legal”. STJ – Supremo Tribunal de Justiça. Acórdão de 29 de Abril de 2009 (processo 09A0457). Relator: Conselheiro Azevedo Ramos.

¹⁰⁶ COSTA, M. F. da. **Ruptura de Negociações Pré-Contratuais e Cartas de Intenção**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 77.

¹⁰⁷ Cf. ANTUNES, J. E., *op. cit.*, 2009, pp. 106-108.

Logo, havendo previsão de alguma cláusula satélite que, como os exemplos citados, constituam fonte de direitos e obrigações autónomos para as partes envolvidas, tais cláusulas sujeitam-se então ao regime contratual. Quer dizer que, na hipótese de incumprimento definitivo de um *side agreement*, a parte infratora pode responder pelos danos causados à outra, nos termos dos arts. 798.º e ss. do Código Civil.

Segue-se um exemplo nosso de cláusula de *subject to contract*, com ressalvas para o vínculo contratual acordado no tocante aos pactos complementares:

Cláusula A. Salvo no tocante ao Pacto de Confidencialidade (Cláusula B), ao Pacto de Exclusividade (Cláusula C) e ao Pacto de Divisão de Despesas Preliminares (Cláusula D), a presente carta de intenções não cria vínculo entre as partes, estando a consecução do negócio jurídico tratado na Cláusula A sujeita à celebração de futuro acordo por escrito.

De todo modo, importa repisar que as cartas de intenção situam-se, legalmente, numa zona cinzenta (*grauen Zone des Ungeklärten*)¹⁰⁸, pelo que é fundamental cuidar para que o instrumento não caracterize indevidamente a responsabilidade contratual entre os interessados.

No capital de risco, diz-se que o *screening* e o investimento possuem uma regra 100-10-1, ou seja: para cada 100 projetos sondados, 10 são financiados e apenas 1 é bem sucedido¹⁰⁹. Frequentemente os investidores procedem à assinatura de dezenas de cartas de intenção com inúmeros empreendedores, em projetos que são abruptamente descartados em detrimento de uma minoria de outros projetos com maior potencial de retorno financeiro.

Diante da habitualidade da formalização de cartas de intenção no decorrer das operações de PE/VC, há que se ter especial cuidado no sentido de não inflar-se a responsabilidade dos investidores pelo cumprimento precoce do objeto principal a que a carta de intenção se refere, *i.e.* o fornecimento de recursos, tangíveis ou não, a serem investidos na empresa financiada. Nesta senda, a melhor forma de se mitigar futuros conflitos em massa desde cedo é através de uma carta de intenção transparente quanto aos seus objetivos e procedimentos, não abusiva para com as expetativas do empreendedor e com expressa referência ao *subject to contract*.

¹⁰⁸ Expressão utilizada por LUTTER, M., em **Der Letter of Intent: zur rechtlichen Bedeutung von Absichtserklärungen**. Colónia: Heymanns, 1998, pp. 3-4.

¹⁰⁹ Cf. CASELLI, S., *op. cit.*, 2016, Módulo 1, Slide 23.

III.3. Acordo de investimento (*investment agreement*) e acordo de sócios (*shareholders agreement*): estrutura geral

O acordo de investimento é a figura através da qual o investidor e a empresa-alvo comprometem-se com os mecanismos da operação de capital de risco para darem início à persecução dos seus objetivos. Isoladamente, o acordo de investimento em PE/VC insere-se no contexto de um contrato atípico de *fiducia*, como um novo tipo contratual de financiamento¹¹⁰.

Já o acordo de sócios é um contrato civil que resume o exercício dos direitos e obrigações dos sócios – novos e antigos – da empresa financiada, contendo ainda as regras políticas e administrativas da operação empresarial. Tenciona, primordialmente, converger os interesses das partes a fim de possibilitar o exercício dos direitos oriundos desta condição de sócio; por isto, é um contrato plurilateral em relação aos interesses que congrega, podendo ser plurilateral, bilateral ou unilateral em relação às obrigações que impõe¹¹¹.

É possível abordar os acordos no campo do investimento e os acordos no campo da relação entre os sócios em dois documentos apartados. No entanto, por força da inelutável situação de codependência entre as temáticas interpeladas em ambas as esferas, é bastante cotidiano contemplar tudo num único instrumento contratual. Em nossa opinião, este último método proporciona um maior número de vantagens a todos os envolvidos. Isto porque, ao unificar os pontos de debate num só documento, facilita-se a perceção de todo o acordo e de seus efeitos, conferindo-se mais transparência e fluidez à operação.

Optamos, destarte, por analisar neste tópico a estrutura geral de um instrumento contratual de maneira a contemplar, de uma só vez, as questões do investimento e as matérias pertinentes à relação entre os sócios. Naturalmente, a ordem exata dos tópicos e o conteúdo de um contrato podem variar e se adaptar conforme o melhor interesse das partes e do mercado em questão.

Damos início a este exame estrutural com as definições quanto à data e o local do contrato, informações que, apesar de elementares, podem ser importantes ferramentas de estratégia jurídica e processual¹¹², particularmente quando o instrumento não previr cláusula

¹¹⁰ VASCONCELOS, P. P. de. **Contratos Atípicos**. Coimbra: Almedina, 2009, p. 301.

¹¹¹ BARBI FILHO, C. **Acordo de acionista**. Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 39.

¹¹² Sobre a importância do fator geográfico nos contratos de financiamento, cf. BENGTTSSON, O.; RAVID, S. A. **Geography and Financial Contracts**. 2010. Disponível em <<<http://papers.ssrn.com>>>. Acesso em 29.07.2016.

compromissória¹¹³ ou quando permitir interpretação dúbia no que toca ao diploma normativo aplicável. Atenta-se que a data é um primeiro ponto de referência temporal quanto aos prazos previstos no contrato, em especial para os direitos, obrigações e sanções aos quais sujeitam-se as partes.

Ultrapassado este ponto, é necessária uma qualificação completa dos contraentes. Para facilitar a interpretação do conteúdo contratual, convém distribuir as partes de acordo com a sua função ou condição no negócio, agrupando-as como:

- a. investidores;
- b. sócios-fundadores;
- c. outros sócios; e
- d. empresa-financiada.

Independentemente do grupo em que se localize, seja a parte pessoa singular ou pessoa coletiva, a identificação é feita, no mínimo, com seu nome ou razão social; número de identificação ou de registo comercial; e morada. Especialmente para as transações transfronteiriças, sugere-se já enquadrar a legislação geral aplicável à empresa-financiada, bem como eventuais estatutos ou licenças aos quais esta faça direito.

Parte-se para a descrição da empresa-financiada, do seu negócio principal e do interesse da empresa e das partes em tratarem do financiamento no acordo em questão. No que toca ao objeto contratual, vejamos o exemplo¹¹⁴:

Cláusula A. A **Sociedade** pretende aumentar o seu capital social numa primeira rodada de financiamento por meio da emissão de [*um número X*] de ações Categoria A da **Sociedade** com o valor nominal de € [*valor*] por ação desta categoria, cada uma a ser paga inteiramente em dinheiro, de modo a aumentar o capital social da **Sociedade** num valor nominal de € [*valor da diferença entre o capital social anterior e posterior à operação*], ou seja, de € [*valor do capital social antes do investimento*] para € [*valor do capital social após o investimento*].

¹¹³ Sobre a cláusula compromissória, cf. *infra*, em **III.4.k. Cláusula compromissória (arbitragem)**.

¹¹⁴ Adaptado de SECA – Swiss Private Equity & Corporate Finance Association. **Investment Agreement with comments**. 2012. Disponível em <<<http://www.seca.ch>>>. Acesso em 11.07.2016.

No que diz respeito à transmissão das participações sociais, repara-se que há uma distinção entre o regime legal do CSC para a transmissão de quotas da sociedade e aquele para a transmissão de ações, como melhor constatamos no quadro comparativo abaixo¹¹⁵:

Quadro III.2. Transmissão de ações vs. transmissão de quotas

Transmissão de Ações	Transmissão de Quotas
<ul style="list-style-type: none"> • A regra geral é a da livre transmissibilidade (art. 328.º, n.º 1). • A transmissão de ações não pode ser proibida (art. 328.º, n.º 1, primeira parte), só podendo ser limitada nos termos e condições previstos na lei (art. 328.º, n.º 1, segunda parte). • O interesse social é o principal critério para aferir a licitude das limitações à transmissão das ações (arts. 328.º, n.º 2, alínea c), e 329.º, n.º 2). 	<ul style="list-style-type: none"> • A regra é a de que a cessão de quotas a estranhos¹¹⁶ carece do consentimento da sociedade (arts. 225.º, n.º 1, e 228.º, n.º 2). • A transmissão de quotas pode ser proibida (arts. 225.º, n.º 1, e 229.º, n.º 1, primeira parte), podendo ser limitada de acordo com a vontade dos sócios (arts. 225.º, n.º 1, segunda parte, e 229.º, n.º 5). • A licitude das limitações à transmissão das quotas não se afere tanto pela conformidade das mesmas com o interesse social, mas mais pelo facto de corresponder à vontade e aos interesses (individuais) dos sócios.

Portanto, atenta-se que a validade da transmissão das participações sociais deve atender aos requisitos formais mínimos de suas normas concernentes, notadamente os arts. 228.º (para a transmissão de quotas) e 328.º (para a transmissão de ações) do CSC.

É certo também que em algum momento será necessário apresentar a distribuição e a titularidade destas participações sociais, bem como a sua natureza. Como dissemos, a entrada dos investidores é acompanhada de uma alteração na distribuição e valoração das participações sociais, sendo ainda bastante comum a criação de direitos especiais atribuídos às ações. Dentre os pontos comumente negociados pelo investidor, destacam-se os seguintes:

- a.** direitos de preferência no aumento de capital (v.g. em caso de novas rondas de financiamento)¹¹⁷;

¹¹⁵ Adaptado de CORTEZ, J. S., *op. cit.*, 2012, p. 317.

¹¹⁶ Nos termos do art. 228.º, n.º 2 do CSC, “estranho” condiz às pessoas para além do cônjuge, dos ascendentes, dos descendentes e dos sócios.

¹¹⁷ O direito básico de preferência no aumento de capital já é assegurado pelos arts. 266.º, n.º 1 e 458.º, n.º 1 do CSC. O direito de subscrição preferencial funda-se em razões patrimoniais e políticas, sendo que “os fundamentos patrimoniais assentam na necessidade de evitar que terceiros venham a aproveitar-

- b. direitos de recebimento prioritário em caso de liquidação da empresa (*liquidation preference*);
- c. possibilidade de indicação de membros para o Conselho de Administração da empresa financiada;
- d. maior peso por ação em votações ou decisões estratégicas da empresa; e
- e. maior percentual por ação no recebimento de lucros¹¹⁸.

A melhor maneira de se resumir toda a estrutura de distribuição das participações é por meio de uma *capitalization table*. Trata-se de uma tabela gráfica que apresenta os sócios da empresa e suas participações, incluindo detalhes sobre o montante de capital investido por cada um; as categorias de ações e seus valores; o percentual da participação; e eventuais *incentive stock options* (“ISOs”) aos sócios ou funcionários, também com o descritivo de seus valores e de sua titularidade.

Confira o exemplo abaixo, a representar um financiamento com as seguintes premissas:

- primeira ronda de investimento (*Series A round*), destinada a captar \$ 5.000.000 em troca de 50% da *start-up* (i.e. os promotores da ronda de investimento avaliaram a empresa em \$ 10.000.000);
- previsão de que 30% da empresa pertence aos dois sócios fundadores, com participação social de 15% para cada;
- atuação de um *business angel*, com participação de 10%;
- atuação de dois FCRs, cada um com 20% de participação;
- previsão de ações com direitos especiais aos sócios fundadores e aos investidores, categorizadas como “Ações A”; e

se dos lucros acumulados em reservas e não distribuídos aos sócios”, enquanto que “os *fundamentos políticos* têm como finalidade impedir a diluição da participação relativa dos sócios e consequentemente do seu poder ou força de voto”. ALMEIDA, A. P. de., *op. cit.*, 2013, pp. 184-185.

¹¹⁸ Lembrando-se que se o contrato determinar somente a parte de cada sócio nos lucros, presumir-se-á ser a mesma a sua parte nas perdas (CSC, art. 22.º, n.º 2), e que é nula a cláusula que exclui um sócio da comunhão dos lucros ou que o isente de participar nas perdas da sociedade, salvo o disposto quanto aos sócios de indústria (CSC, art. 22.º, n.º 3).

- previsão de opção de ações de incentivo (ISOs)¹¹⁹ aos funcionários equivalente a 20% das participações sociais, numa categoria de ações sem direitos especiais designada como “Ações B”.

Quadro III.3. Exemplo simplificado de cap table¹²⁰

	Valor do investimento	Ações A	Ações B	Participação
Fundador 1		1.500.000		15%
Fundador 2		1.500.000		15%
FCR 1	\$ 2.000.000	2.000.000		20%
FCR 2	\$ 2.000.000	2.000.000		20%
Investidor-anjo	\$ 1.000.000	1.000.000		10%
ISOs			2.000.000	20%
TOTAL	\$ 5.000.000	10.000.000		100%

¹¹⁹ Expressão aqui utilizada em sentido genérico. Não entramos em detalhes quanto às ocasionais diferenciações conceituais entre plano de aquisição de ações; plano de subscrição de ações; plano de *phantom shares*; plano de *stock grants* etc. por julgarmos que o aprofundamento destas figuras exige explicações de direito comparado em excesso, o que fugiria aos interesses do presente trabalho. Atentase, apenas, para o facto de que as regulamentações e as modalidades de opções de atribuição de ações variam sensivelmente conforme a jurisdição e o tipo societário (se a empresa é de capital fechado ou aberto). Para melhor noção sobre as modalidades e suas diferenças, indicamos SANCHES, J. L. S.; BARREIRA, R. **O regime actual das stock options**, in *Fiscalidade*, n.º 7/8, Julho-Outubro de 2001. Lisboa: Instituto Superior de Gestão; BASTO, J. X. de. **A tributação, em IRS, dos planos de opção, de subscrição ou de aquisição de valores mobiliários a favor de trabalhadores dependentes ou de membros de órgãos sociais**, in *Boletim de Ciências Económicas da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. XLVI, 2003; PINTO, R. M. **Planos de Opções de Acções**, in *Revisores & Empresas*, n.º 33, Abril-Junho de 2006, pp. 58-66; ANTUNES, J. E., *op. cit.*, 2009, pp. 615-676; CARDONA, R. J. **Changes in Equity Compensation Plans: Evidence From the U.S. Capital Markets**, in *Global Journal of Business Research*, Vol. 5, n.º 2, 2011; CÂMARA, P. **2.1.5 – Remuneração**, in *Código do Governo das Sociedades Anotado*. Coimbra: Almedina, 2012, pp. 196-197; e MARSHALL II, R. G.; LITT, S. E. **Global Equity Plans**, in *Practical Law*, Thomson Reuters, 2013. Disponível em <<<http://www.jonesday.com>>>. Acesso em 11.08.2016.

¹²⁰ Adaptado de Opus Capital. **Cap Table Example – Series A**. Disponível em <<<http://pt.slideshare.net>>>. Acesso em 14.08.2016.

Com um plano de incentivos por meio da opção de ações (*incentive stock options plan*), a empresa compromete-se a facilitar ou assegurar a uma ou mais categorias de funcionários a aquisição ou a subscrição¹²¹ de ações da mesma, até uma determinada percentagem e após um certo período de tempo. Isto pode ser feito pela mera estipulação de ocasião certa para a aquisição dessas ações ou, melhor ainda, pela redução do valor de mercado ou do valor contabilístico da ação no ato da referida aquisição.

O exercício de um plano ISO tem como objetivo primordial incentivar a produtividade dos funcionários, utilizando-se do estímulo material ao vincular sua remuneração final ao desempenho das atividades operacionais (já que, a princípio, quanto melhor forem os resultados da empresa, maior é a valorização da ação), bem como por meio do potencial benefício fiscal a que os funcionários podem estar sujeitos¹²².

Na melhor das hipóteses, verifica-se também um incentivo material pela valorização futura da ação, considerando que a aquisição desta sob preços mais vantajosos pode implicar numa mais-valia (*spread*) ainda maior quando decorrer o prazo de maturidade e possibilitar-se a venda da participação detida pelo funcionário¹²³.

Exemplo de cláusula com previsão de *stock options*, neste caso exigida pela entidade investidora como condição para a concretização do investimento^{124 125}:

Cláusula A. Os **Promotores** obrigam-se a alocar [*um número X*] de ações (conforme a *Cap Table* final) da **Sociedade** para a constituição de uma *Stock Options Pool*, a favor de pessoas chave (equipa executiva, diretores não-executivos, funcionários-chave, assessores e consultores), cujo regulamento deverá ser aprovado em Assembleia Geral da **Sociedade**, sob proposta do Conselho de Administração.

¹²¹ Lembrando-se, apenas, que a subscrição envolveria a emissão de novas participações.

¹²² A vislumbrar-se, por exemplo, quando os ganhos dos planos ISO não são tributados enquanto rendimentos do trabalho, sendo tributáveis somente as eventuais mais valias realizadas. BASTO, J. X. de., *op. cit.*, 2003, p. 148.

¹²³ SANCHES, J. L. S.; BARREIRA, R., *op. cit.*, 2001, p. 5.

¹²⁴ Adaptado de Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 24. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016.

¹²⁵ Na ficha técnica em análise, o termo “promotores” refere-se aos responsáveis pela candidatura da “sociedade” (empresa em busca de financiamento por capital de risco) no Call for Entrepreneurship da Portugal Ventures (“projeto”), programa que visa possibilitar o acesso a investimento de capital de risco por projetos seed inovadores de base científica e tecnológica.

Outro aspeto relevante é tratar das formas de representação das partes, da delimitação de responsabilidade destas e dos remédios indemnizatórios destinados ao melhor cumprimento do acordo de investimento. Em vista da frequente complexidade e minuciosidade destas questões, é comum anexar documentos especialmente detalhados para este propósito, fazendo-lhes referência no texto do acordo¹²⁶.

Partimos, enfim, para as denominadas *miscellaneous provisions*, categoria de disposições que definem, em suma, quaisquer matérias residuais do contrato, nomeadamente: outros custos e despesas; a forma e processo das notificações referentes à execução do contrato; responsabilidades regulatórias; e a jurisdição e legislação aplicável. Se for o caso, convencionase também uma cláusula de arbitragem para a resolução de futuras divergências entre os signatários do acordo de investimento.

III.4. Outras estipulações habituais

Ainda que já tenhamos discorrido sobre o cerne dos instrumentos negociais no curso dos tópicos anteriores, entendemos que a temática do presente trabalho seria melhor aproveitada se continuássemos a elucidar também as estipulações contratuais específicas já rotineiras ao processo de negociação e de formalização do investimento.

Muitas destas estipulações não são de todo estranhas ao jurista. As cláusulas de confidencialidade e de boa-fé, por exemplo, consagram-se em inúmeros campos do Direito; outros preceitos, como as cláusulas de arbitragem e as cláusulas de adaptação, são comumente associados ao direito comercial transnacional, em particular na compra e venda internacional de mercadorias e nos contratos de transporte.

Do mesmo modo como ocorre a outras tipologias contratuais, é facto que as cartas de intenção, os acordos de investimento e os acordos de sócios no âmbito do capital de risco também possuem determinadas estipulações já praticamente incorporadas à atividade. As diferenças conceituais mínimas entre diversas jurisdições contribuem, ainda, para a aceitação e

¹²⁶ É o que ocorre, por exemplo, no modelo da SECA – Swiss Private Equity & Corporate Finance Association. **Investment Agreement with comments**. 2012. Disponível em <<<http://www.seca.ch>>>. Acesso em 11.07.2016.

aplicabilidade universal dos dispositivos aqui tratados, razão pela qual o compêndio destes é extremamente oportuno.

À vista disso, elencamos a seguir os conceitos, aplicações e breves considerações acerca de algumas das disposições contratuais que, em virtude de sua notória popularidade e amplo reconhecimento internacional, demonstram-se inestimáveis à atividade de PE/VC.

III.4.a. Cláusula de confidencialidade (*non-disclosure agreement*)

É o acordo no qual as partes de um negócio comprometem-se a não divulgar determinadas informações sensíveis a que tiveram acesso no curso das negociações (v.g. informações contabilísticas, jurídicas e económicas). Pactos de confidencialidade (*confidentiality agreements; patti di riservatezza*)¹²⁷ são bastante comuns em quase todas as áreas do Direito, a destacar-se seu uso no direito comercial, no direito do trabalho e nos contratos de obrigações ou de natureza patrimonial do direito civil.

Exemplo de cláusula de confidencialidade, destinada a proteger o sigilo do conteúdo de uma carta de intenção¹²⁸:

Cláusula A. A presente carta de intenção vigora sob o fundamento de que o seu conteúdo e a sua existência são confidenciais e, salvo autorização por escrito dos **Investidores** e da **Empresa** ou por necessidade de cumprir com obrigações regulatórias ou estatutórias, não pode ser revelada pelos **Investidores**, pela **Empresa** ou pelos **Sócios** a nenhum terceiro.

Há diversas informações sensíveis que carecem de um cuidado especial quanto à sua descrição, como os segredos de empresa; *know-how*; dados de consumidores; propriedade industrial e intelectual etc. Por isto, os acordos de confidencialidade integram a rotina de boas práticas nas operações de PE/VC desde o início das conversas entre investidor e empreendedor, integrando o grupo dos pactos satélites autónomos (*side agreements*) sujeitos ao regime jurídico de responsabilidade contratual.

¹²⁷ ANTUNES, J. E., *op. cit.*, 2009, p. 106.

¹²⁸ Adaptado de BVCA – The British Private Equity and Venture Capital Association. **A Guide to Venture Capital Term Sheets**. 2007, p. 38. Disponível em <<<http://www.bvca.co.uk>>>. Acesso em 14.08.2016.

III.4.b. Princípio da boa-fé contratual e a cláusula de melhores esforços (*best efforts*)

A boa-fé traduz-se num dever recíproco de comportamento leal e coerente, a fim de se evitar que uma parte lese a outra através do exercício desvirtuado de um direito contratualmente previsto. Menezes Cordeiro classifica o dever de boa-fé como um dever acessório de proteção, de informação e de lealdade, cuja observância faz-se necessária tanto durante as negociações, quanto na execução do contrato¹²⁹.

O princípio da boa-fé é a nascente do dever de não agir contra ato próprio (*venire contra factum proprium*). Segundo este, denota-se má-fé se a parte age de certo modo (quando o ato é-lhe conveniente e vantajoso), e em seguida volta-se contra o mesmo (quando o ato não mais interessar). Constitui comportamento contraditório e nocivo ao dever de boa-fé, muitas vezes revestido de aparente legalidade ou de exercício regular de direito¹³⁰.

A boa-fé é, desta maneira, intrínseca a todo acordo e aos respetivos instrumentos contratuais, consagrando-se, em Portugal, no art. 334.º do Código Civil, a enunciar a caracterização do abuso de direito nos casos em que os limites impostos pela boa-fé sejam ultrapassados.

Ainda assim, sabemos que qualificar com precisão os limites do dever de boa-fé não é tarefa simples por conta, particularmente, da sua usual subjetividade. Considerando que referido instituto é dos que possuem maior complexidade de discussões no universo jurídico, dificulta-se também a missão de delimitar a essência do que exatamente constituem os “melhores esforços” numa relação contratual.

A despeito desta ressalva, o dever de melhores esforços possui definição mais especificada do que aquela da boa-fé. Traduz-se num cuidado mais rigoroso e diligente com a execução do contrato¹³¹, muitas vezes confundido com o dever de boa-fé em razão da popularização de supostas cláusulas *best efforts* excessivamente vagas e, portanto, impraticáveis autonomamente. A ineficácia de muitas estipulações de melhores esforços no mundo real faz com que as mesmas reiteradamente assumam o papel de mero suporte ao princípio da boa-fé quando, na nossa opinião, seu emprego poderia ser muito mais útil e proveitoso.

¹²⁹ CORDEIRO, A. M. **Da boa fé no direito civil**. Coimbra: Almedina, 1997, pp. 603 e ss.

¹³⁰ LOBO, P. L. N. **Deveres gerais de conduta nas obrigações civis**, in Novo Código Civil: Questões controvertidas no direito das obrigações e dos contratos. São Paulo: Método, 2005.

¹³¹ FARNSWORTH, A. **Farnsworth on Contracts**. Nova Iorque: Aspen Publishers, 1998, pp. 383-384.

Vejamos abaixo um exemplo simplificado e comum de cláusula de melhores esforços:

Cláusula A. Empreendedor e Investidor comprometem-se a fazer uso dos seus melhores esforços para a consecução dos objetivos do presente acordo de investimento.

Em seguida, outro exemplo num formato aperfeiçoado, com referências objetivas que já permitiriam alguma mensuração quanto ao melhor esforço por parte dos acordantes¹³²:

Cláusula A. Empreendedor e Investidor comprometem-se a fazer uso dos seus melhores esforços para a consecução dos objetivos do presente acordo de investimento.

Cláusula A.1. Os esforços do **Empreendedor** serão mensurados, nomeadamente, conforme a aplicação do seu tempo e do seu conhecimento para: i.) informar e tomar providências quanto à manutenção dos recursos humanos e materiais da **Empresa**, respeitando-se a legislação vigente; ii.) estando tais recursos em situação regular de operação, assegurar o cumprimento do cronograma de metas estabelecido na Cláusula B; e iii.) ao deparar-se com dificuldades para cumprir com o disposto nas alíneas anteriores, informar imediatamente o **Investidor** ou o representante deste a fim de se acordar uma solução adequada.

Cláusula A.2. Os esforços do **Investidor** serão mensurados, nomeadamente, conforme a aplicação do seu tempo e do seu conhecimento para: i.) garantir o fornecimento dos recursos financeiros conforme o plano previsto na *cap table* da Cláusula C; ii.) aconselhar regularmente o **Empreendedor** no tocante às medidas para se obter melhores desempenhos e resultados da **Empresa**, com base no cronograma de metas estabelecido na Cláusula B; e iii.) sendo notificado pelo **Empreendedor** na situação prevista na alínea iii. do item anterior, reagir com a devida presteza a fim de se acordar uma solução adequada.

Considerando que a análise quanto ao exercício ou não dos melhores esforços pela parte contratante é matéria factual bastante subjetiva, sugere-se que tal julgamento decorra em função da experiência, conhecimento, situação financeira e outras competências da parte em questão¹³³. Complementarmente, negociar uma lista não exaustiva de indicadores de performance vinculados à cláusula reduz significativamente o risco de que a previsão de *best efforts* torne-se inaplicável.

¹³² Exemplo nosso, inspirado em FISHMAN, E.; CHARETTE, A. **Drafting a Better “Best Efforts” Clause**. Nova Iorque: Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP, 2013. Disponível em <<<https://www.pillsburylaw.com>>>. Acesso em 04.09.2016.

¹³³ Este é o precedente estabelecido nas cortes estado-unidenses, destacando-se os casos *Triple-A Baseball Club Assoc. v. Northeastern Baseball, Inc.* e *Carlson Brewing Co. v. Salt Lake Brewing Co.* Cf. Jones Day. **Best Efforts and Endeavours – Case Analysis and Practical Guidance Under U.S. and U.K. Law**. 2007. Disponível em <<<http://www.jonesday.com>>>. Acesso em 04.09.2016.

III.4.c. Pacto de não-concorrência e exclusividade

Através do estabelecimento de acordos de engajamento exclusivo, investidores e empreendedores comprometem-se, sob certas condições e durante um período de tempo limitado, a não iniciarem atividades paralelas com outras entidades cujo objeto comercial seja idêntico ou similar àquele do negócio principal da empresa-financiada¹³⁴.

Exemplo de pacto de não-concorrência e exclusividade¹³⁵:

Cláusula A. Os **Promotores** obrigam-se a não exercer outras atividades profissionais e a não exercer atividades concorrentes com a **Sociedade** nos termos a prever em acordo parassocial.

Especialmente no que toca ao capital de risco, é certo que os investidores são extremamente motiváveis pela qualidade do trabalho dos sócios-fundadores de uma empresa, enquanto que tais sócios-fundadores também esperam alguma segurança quanto ao real compromisso dos investidores com o negócio¹³⁶.

Portanto, não é surpresa que frequentemente as partes condicionem sua participação a um engajamento de médio a longo prazo entre si para dedicarem-se com maior atenção ao cumprimento das metas e expectativas do acordo de investimento.

III.4.d. Proteção anti-diluição, inalienabilidade de ações, direito de primeira oferta e direito de primeira recusa

A proteção anti-diluição consiste no direito que os sócios possuem de manter a percentagem da sua participação social na hipótese de aumento de capital (direito de preempção – *preemptive right*). Vejamos um exemplo de cláusula de proteção anti-diluição, em que estabeleceu-se uma fórmula a ser utilizada nos casos de emissão de novas ações¹³⁷:

¹³⁴ Cf. KNIEHASE, C. **Standstill Agreements in Deutschland und den USA**. Frankfurt: Peter Lang, 2003.

¹³⁵ Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 23. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Sobre referências para os termos em negrito, cf. *supra*, Nota de Rodapé n.º 126.

¹³⁶ VERNIMMEN, P.; *et al.*, *op. cit.*, 2014, p. 738.

¹³⁷ Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 16. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016.

Cláusula A. Sempre que em momento posterior à emissão das ações da Categoria A (Q1) a **Sociedade** se proponha emitir quaisquer novas ações ou direitos à subscrição ou aquisição de ações (Q2), a um preço de subscrição por ação (P2) inferior ao preço de subscrição por ação da Categoria A (P1), serão atribuídas novas ações da Categoria A (QN) aos sócios titulares de ações dessa categoria, na proporção da respetiva participação relativa de capital, de forma a assegurar a redução da diluição do valor económico da sua participação que resulte num preço final (P) por ação correspondente à média ponderada do preço de subscrição por ação da Categoria A (P1) e do preço de subscrição por ação da nova emissão (P2), como segue:

$$\text{Preço Final: } P = (P1 \times Q1 + P2 \times Q2) / (Q1 + Q2)$$

$$\text{Número de novas ações da Categoria A: } QN = (P1 \times Q1) / P - Q1$$

As previsões de inalienabilidade de ações, por sua vez, indicam um período de carência em que os sócios originais e/ou os investidores encontram-se impedidos de comercializar sua participação social na empresa, determinando-se um prazo de permanência mínima no negócio. Vejamos um exemplo de cláusulas de inalienabilidade de participações, cuja aplicabilidade limita-se a uma categoria específica de ações¹³⁸:

Cláusula A. Durante a vigência do Acordo Parassocial¹³⁹, os sócios não procederão à venda de ações, salvo com o consentimento de sócios titulares de, pelo menos, 2/3 das ações de Categoria A.

Cláusula A.1. Durante um período a definir no Acordo Parassocial, mas que não excederá o Período Inicial de Investimento, os sócios titulares de ações de Categoria A não procederão à alienação de ações, salvo com o consentimento dos **Promotores** e nos demais casos a prever em Acordo Parassocial.

É possível, ainda, que as partes pactuem condições para o direito de primeira oferta (*right of first offer*) ou para o direito de primeira recusa (*right of first refusal*), em cláusulas que podem afetar bastante o direito de preempção acima referido.

Caso um dos sócios opte por vender as suas ações, o direito de primeira oferta assegura ao seu beneficiário o direito de, num certo prazo, ser o primeiro a negociar e efetuar uma proposta pelas ações daquele sócio vendedor, antes que este ofereça tais ações a terceiros. Se não houver acordo, ou se o sócio beneficiário do direito não tiver interesse pela compra das ações¹⁴⁰, aí sim

¹³⁸ *Ibidem*, Cláusula 17.

¹³⁹ Nos termos da Cláusula 8 do documento exemplificativo que tomamos como base, há que se celebrar um acordo parassocial entre todos os sócios que regule matérias relativas à governança societária, à obrigação de disponibilização de informação periódica, às limitações à transmissão de ações, aos direitos especiais atribuídos às ações de Categoria A e ao desinvestimento.

¹⁴⁰ As negociações podem ocorrer livremente ou segundo condições e critérios pré-acordados entre o sócio vendedor e o sócio beneficiário.

o sócio vendedor liberta-se para ofertar suas ações a terceiros ou, sendo o caso, retornar ao sócio titular do direito de primeira oferta para aceitar a sua proposta.

Noutro giro, ainda numa situação em que um sócio decide vender suas ações, o direito de primeira recusa (também designado como *last look provision*) confere ao seu favorecido, primeiramente, o direito de ter conhecimento quanto às ofertas que o sócio vendedor recebeu de terceiros para, num segundo momento, e novamente num prazo pré-estabelecido, poder optar por exercer a preferência pela compra das ações. Para isto basta, apenas, que o detentor do direito de primeira recusa iguale os termos e condições da melhor oferta de terceiros recebida pelo sócio vendedor¹⁴¹.

As diferenças entre os direitos de primeira oferta e de primeira recusa podem parecer um mero detalhe de ordem na preferência pela aquisição das ações. Todavia, quando melhor analisada, torna-se evidente que o primeiro caso oferece uma grande vantagem de posição negocial ao vendedor das ações, enquanto que, no caso da previsão de primeira recusa, a vantagem maior passa a ser do potencial comprador beneficiário do direito.

III.4.e. Direitos de propriedade intelectual

Entende-se por propriedade intelectual o conjunto dos direitos relativos às obras e interpretações literárias, artísticas e científicas, bem como os direitos relativos às invenções em todos os domínios da atividade humana, às descobertas científicas, aos desenhos, marcas e modelos industriais, comerciais e de serviço¹⁴².

No PE/VC, muitos são os casos em que a empresa financiada baseia a sua atividade comercial em algo que foi por esta criado e desenvolvido. Em virtude da importância da inovação comercial como ferramenta de sobrevivência em inúmeros setores (destacando-se o de tecnologia e o de saúde), há mesmo situações em que o grande interesse dos investidores é menos pela empresa em si do que pelos direitos de propriedade intelectual que aquela detém.

¹⁴¹ CROSIER, L. P. **Selling Your Business: The Transition from Entrepreneur to Investor**. Hoboken: Wiley & Sons, 2004, p. 58.

¹⁴² Convenção para o Estabelecimento da Organização Mundial da Propriedade Intelectual (1967), art. 2.º, al. *viii*.

Exemplo de cláusulas concernentes aos direitos de propriedade intelectual¹⁴³:

Cláusula A. Os **Promotores** obrigam-se a transferir para a **Sociedade**, a título de prestações acessórias gratuitas, na data da sua constituição ou simultaneamente com a subscrição de ações da Categoria A, todos e quaisquer direitos de que sejam titulares emergentes de patentes, modelos de utilidade, direitos de autor, registos de modelo, desenhos industriais e registos de marcas ou quaisquer processos em curso à data de constituição da **Sociedade** que possam a vir constituir tais direitos, relacionados com o **Projeto** e que sejam necessários à sua implementação e desenvolvimento.

Cláusula A.1. Mais se obrigam os **Promotores** e a **Sociedade** a assegurar que todos e quaisquer direitos de propriedade intelectual e/ou industrial relacionados ou que surjam com respeito ao **Projeto** permanecerão, sempre e a todo o momento, da titularidade da **Sociedade**, livres de ónus ou encargos.

No atual cenário global, algumas invenções (v.g. programas e aplicativos em rede; medicamentos alternativos; novos desenhos e modelos industriais) possuem uma enorme capacidade para alavancar ou mudar radicalmente a dinâmica dos mercados. Assim sendo, quanto maior o potencial que a invenção possui para agregar valor a um certo produto ou serviço, maior é o interesse pela titularidade sobre os direitos de uso da invenção – fator que, sem dúvida, tornar-se-á um ponto central nas negociações entre empreendedor e investidor.

III.4.f. Cronograma de metas (*milestones*)

Os investidores frequentemente não tencionam transferir todos os seus recursos financeiros de uma só vez. Antes disso, optam pelo investimento em parcelas, cuja efetivação fica dependente do cumprimento de uma série de metas (*milestones*) de natureza técnica ou comercial pela empresa financiada.

Um dos caminhos mais usuais para este monitoramento da empresa financiada é desenvolver indicadores-chave de desempenho (*key performance indicators* – KPIs). Os KPIs analisam a maneira como os processos da empresa são realizados, revelando, por conseguinte, se os objetivos acordados estão a ser cumpridos¹⁴⁴.

¹⁴³ Adaptado de Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 5. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016.

¹⁴⁴ Sobre KPIs e suas utilizações, cf. PARMENTER, D. **Key Performance Indicators – Developing, Implementing, and Using Winning KPIs**. Hoboken: Wiley & Sons, 2007.

KPIs podem ser divididos em diferentes grupos a depender da finalidade do indicador de desempenho, incluindo-se aqui as categorias de indicadores:

- a. **de produtividade**, relacionados à produtividade hora/trabalhador ou hora/máquina;
- b. **de qualidade**, muitas vezes paralelos aos de produtividade, buscam compreender desvios ou não-conformidades ocorridas durante o processo de produção ou de serviço;
- c. **de capacidade**, *i.e.* a capacidade de resposta ou de volume num certo procedimento comercial; e
- d. **estratégicos**, os quais auxiliam na orientação da empresa em face de seus objetivos e do cenário atual.

A falha na realização das *milestones* não implica um automático cancelamento do investimento, ainda que configure um cenário propício para que o investidor negocie os termos – e montantes – para a sua permanência no negócio.

III.4.g. Cláusulas de *tag along* e *drag along*

Em caso de venda das participações sociais por um dos sócios, a cláusula de *tag along* permite que os demais sócios façam o mesmo, alienando também as suas ações. Por um lado, estipula ao sócio a obrigação de dar conhecimento aos demais sobre o potencial interessado na compra de sua participação na empresa; por outro, os demais sócios possuem o direito de também vender a sua parte pelo mesmo preço e pelas mesmas condições estabelecidas pelo comprador interessado, se assim o quiserem¹⁴⁵.

Imbuí-se de um direito de venda conjunta, com notório efeito de proteção ao sócio minoritário para que este também se retire da sociedade junto com o sócio majoritário, dentro dos critérios de conveniência e oportunidade¹⁴⁶.

Vejamos um exemplo de cláusula de *tag along*¹⁴⁷:

¹⁴⁵ LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J. L. B. **Direito das Companhias – Vol. I**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 470.

¹⁴⁶ CARVALHOSA, M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 312.

¹⁴⁷ Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 19. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016.

Cláusula A. No caso de qualquer dos sócios pretender alienar ações da **Sociedade**, o mesmo deve notificar os demais sócios para que estes exerçam o direito de venda conjunta.

Já as cláusulas de *drag along* estabelecem um direito de compra conjunta de ações aos sócios majoritários ou aos terceiros interessados em adquirir a participação societária na empresa financiada. Isto porque, havendo uma oferta de compra de ações, a previsão confere aos sócios majoritários o poder de obrigar os sócios minoritários a também alienarem suas ações, segundo a forma prevista no acordo¹⁴⁸.

Exemplo de cláusula de *drag along*¹⁴⁹:

Cláusula A. Caso seja recebida de terceiro interessado uma proposta de aquisição de ações representativas da totalidade do capital social da **Sociedade**, e desde que sócios titulares de, pelo menos, 2/3 de ações de Categoria A se incluam entre os sócios que aprovelem tal proposta apresentada, tais sócios poderão exigir aos demais a obrigação de também vender suas ações ao terceiro interessado, nos termos e condições por este oferecidos, nomeadamente em matéria de preço, condições de pagamento e garantias.

Enquanto que a *tag along* oferece uma ferramenta de proteção ao sócio minoritário, a *drag along* oferece outra ferramenta de proteção ao sócio majoritário. Ainda assim, por se tratarem de mecanismos pré-acordados, ambas as opções podem servir como uma solução prática para possíveis incompatibilidades entre os objetivos dos sócios da empresa financiada.

III.4.h. Cláusulas de *call option* e de *put option*

A *call option* é uma opção de compra através da qual, observados os termos pré-estipulados no pacto, o sócio exerce o direito de adquirir as participações de outro sócio signatário. Noutra perspetiva, este último obriga-se a proceder com a venda nos termos previstos no acordo, bastando, para a execução da cláusula, a manifestação de vontade do primeiro sócio, detentor da opção de compra¹⁵⁰.

Por sua vez, a cláusula de *put option* é o convénio através do qual os signatários estabelecem determinadas condições que, quando verificadas, oportunizam aos sócios a opção de alienarem as suas participações. Neste cenário, caso o sócio opte por exercer o direito de venda das suas

¹⁴⁸ CARVALHOSA, M., *op. cit.*, 2011, p. 315.

¹⁴⁹ Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 20. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016.

¹⁵⁰ BERTOLDI, M. M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 95.

ações, os demais obrigam-se a aceitar a sua saída da sociedade, dispondo de um certo prazo para elaborarem propostas de compra antes que o sócio vendedor ofereça suas ações a terceiros.

Nas disposições do modelo da Ficha Técnica da Portugal Ventures¹⁵¹, por exemplo, o incidente de *put option* visa claramente a proteção dos sócios investidores, ao utilizar a opção de venda como uma solução em caso de falha no desinvestimento da empresa financiada, após um certo período de tempo. Vejamos:

Cláusula A. A partir do termo do prazo de 5 (cinco) anos contados da data de celebração do Acordo de Sócios, e caso até essa data não tenha ocorrido um Evento de Liquidez¹⁵², os sócios titulares de pelo menos 2/3 de ações de Categoria A poderão solicitar, mediante notificação escrita, aos **Promotores** e demais sócios, que lhes seja dirigida uma proposta de aquisição da participação por eles detida na **Sociedade**, no prazo de 15 (quinze) dias a contar da notificação.

O processo de execução das previsões de *call* e de *put option* podem ocorrer de forma mais ou menos automática, a depender, sobretudo, do estabelecimento de critérios objetivos para a precificação¹⁵³ das ações e forma de pagamento. Em ambos os casos, condicionar tais opções à aceitação de um parâmetro de cálculo e transferência das participações sociais facilita todo o processo, evitando-se uma fase desgastante de negociação e, deste modo, tornando mais rápida a futura saída de sócios da empresa.

III.4.i. Cláusula *pay-to-play*

A inclusão de uma cláusula *pay-to-play* pode condicionar os privilégios das ações de uma certa categoria à continuidade do investimento nas futuras rodadas de financiamento. Desta forma, o detentor das ações privilegiadas que optar por não continuar a investir nas rondas de

¹⁵¹ Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Cláusula 21. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016.

¹⁵² *In casu*, um “evento de liquidez” configuraria-se: a.) com a transmissão de quotas da empresa financiada representativas de mais de 50% do capital social à data da transmissão; b.) com uma fusão, dissolução ou outra forma de liquidação da empresa financiada; ou c.) em caso de admissão da empresa financiada à cotação em Bolsa de Valores, na sequência de uma oferta pública de distribuição ou transação similar da qual resulte a dispersão de participações da empresa financiada pelo público.

¹⁵³ Tais critérios não necessitam de estabelecer um valor final, mas sim a forma do cálculo (v.g. com base: no património líquido; na apuração do fluxo de caixa). Devem, ainda, atentar para a não configuração de enriquecimento ilícito ou de situação leonina da parte beneficiária. Cf. CARVALHOSA, M., *op. cit.*, 2011, p. 303.

investimentos (*follow-up investments*) obriga-se a ceder, parcial ou totalmente, determinados direitos ou regalias vinculados à sua participação (v.g. parte do controlo sobre a empresa financiada; direitos de aquisição preferencial em futuros aumentos de capital; dividendos fixos ou mais elevados)¹⁵⁴.

Vimos mais acima que as ações dividem-se em categorias, as quais contêm privilégios distintos umas das outras. Desta forma, a cláusula *pay-to-play* interessa apenas quando houver esta recusa ou possibilidade de recusa do investidor em dar continuidade com os investimentos *follow-up* segundo a proporção da sua participação, ou segundo uma outra razão acordada entre investidor e empresa financiada.

Exemplo de previsão *pay-to-play*¹⁵⁵:

Cláusula A. Nas subsequentes Rondas de Investimento, todos os sócios titulares de ações da Categoria A obrigam-se a realizar investimentos segundo a proporção estabelecida na Cláusula B.

Cláusula A.1. Caso, por quaisquer motivos, o sócio não proceda com os investimentos conforme o estabelecido no item anterior, referido sócio obriga-se automaticamente a abdicar de todos os direitos de preferência e demais privilégios associados às suas ações de Categoria A, previstos na Cláusula C.

O grande benefício desta cláusula é o de reforçar um maior compromisso por parte dos investidores nas rodadas de financiamento vindouras. Em contrapartida, a previsão de uma *pay-to-play* pode espantar investidores menos convencidos em relação ao negócio ou que não disponham no momento de um património tão elevado para investir, ainda que sigam a apoiar e contribuir para o desenvolvimento da empresa financiada.

Imaginemos agora um cenário em que os investidores da empresa compõem-se por *business angels*, familiares e FCRs. Trata-se de situação bastante sensível aos efeitos de uma cláusula *pay-to-play*, em razão da alta diversidade dos perfis dos sócios e investidores finais. Por consequência, parece-nos que a inclusão ou não da referida previsão deve ser mesmo apreciada caso a caso, sobretudo nos casos em que a empresa financiada por capital de risco é participada por mais de um conjunto de investidores, com perfis muito variados entre si.

¹⁵⁴ BENGTTSSON, O.; RAVID, S. A. **The Importance of Geographical Location and Distance on Venture Capital Contracts**. 2009. Disponível em <<<http://papers.ssrn.com>>>. Acesso em 27.07.2016.

¹⁵⁵ Adaptado de WALKER, S. E. **VC Term Sheets – Pay To Play Provisions**. Walker Corporate Law Group PLLC, 2011. Disponível em <<<http://walkercorporatelaw.com>>>. Acesso em 04.09.2016.

III.4.j. Cláusulas de adaptação (força maior, *hardship*, revisão automática e revisão concorrente)

Os contratos em geral regem-se pelo princípio da força obrigatória (*pacta sunt servanda*), no sentido de que estes, quando celebrados em observância a todos os pressupostos e quesitos de validade, devem ser cumpridos pelas partes como se lei o fossem¹⁵⁶. Ao celebrarem um acordo, os contraentes optam por um futuro desconhecido, instituindo entre si um quadro normativo que, *a priori*, vigora de modo independente às vicissitudes do percurso.

Prevalece, por isto, o princípio da intangibilidade do conteúdo dos contratos. Ou seja: ainda que se verifique uma mudança nos contextos económico ou social da parte contratante, referida mudança não constitui, num primeiro momento, causa suficiente para a modificação das obrigações assumidas¹⁵⁷.

Ocorre que, como toda regra, esta também possui a sua exceção. No direito português, tal regime de resolução ou de modificação do contrato por alteração das circunstâncias é previsto nos arts. 437.º a 439.º do Código Civil¹⁵⁸. Neste contexto, de forma a prevenir conflitos e assegurar a devida flexibilidade dos contratos diante de imprevistos, desenvolveram-se as soluções das designadas cláusulas de adaptação, frisando-se as:

- a. **cláusulas de força maior (*force majeure*)**, a exonerarem a parte contratante do cumprimento de suas obrigações, quando o seu cumprimento tornar-se impossível e dever-se a um impedimento independente da sua vontade, e do qual não era razoável esperar que a parte o tomasse em consideração no momento da celebração do contrato¹⁵⁹;
- b. **cláusulas de *hardship***, a estabelecerem uma renegociação do contrato quando o cumprimento das obrigações tornar-se excessivamente oneroso para uma das partes em

¹⁵⁶ GOMES, O. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 36.

¹⁵⁷ ANTUNES, J. E., *op. cit.*, 2009, p. 308.

¹⁵⁸ O STJ já estabeleceu que situações excepcionais como uma revolução ou o deflagrar de um estado de guerra podem facilmente ser qualificados como alteração das circunstâncias, assim como as alterações legislativas completamente inesperadas. Outras hipóteses como a simples alteração do preço dos produtos comercializados não preenchem o requisito da anormalidade. STJ – Supremo Tribunal de Justiça. Acórdão de 27 de Janeiro de 2015 (processo 876/12.9TBBNV-A.L1.S1). Relator: Conselheiro Fonseca Ramos.

¹⁵⁹ Cf. UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts (2010), art. 7.1.7, item (1); e Principles of European Contract Law (2002), art. 8:108, item (1).

razão da alteração substancial do equilíbrio contratual, causada pela ocorrência de eventos imprevisíveis no momento de sua celebração¹⁶⁰;

- c. **cláusulas de revisão automática**, a estabelecerem a revisão ou a modificação das prestações contratuais segundo um factor de correção ou de indexação mais ou menos automático, a princípio sem a necessidade de novo acordo negocial entre as partes (v.g. cláusulas de estabilização cambiais; cláusulas de indexação de juros a uma determinada mercadoria ou índice)¹⁶¹; e
- d. **cláusulas de revisão concorrente**, a preverem a modificação ou a extinção do contrato na hipótese de uma das partes receber de ou oferecer a um terceiro condições contratuais mais favoráveis do que aquelas que possui com a outra parte¹⁶².

Exemplo de cláusula de força maior (*force majeure*)¹⁶³:

Cláusula A. Salvo acordo em contrário das partes de forma expressa ou tácita, quando uma parte contratante não cumprir com uma ou mais de suas obrigações contratuais, aplicam-se os efeitos previstos nas Cláusulas B a G, desde que a parte faltosa prove: i.) que o incumprimento deveu-se a um impedimento além do devido controlo da parte; ii.) que não seria razoável assumir que a parte tomasse a ocorrência do impedimento em consideração no momento da celebração do contrato; e iii.) que a parte não poderia evitar ou superar os efeitos do impedimento de forma razoável.

Exemplo de cláusula de *hardship*¹⁶⁴.

Cláusula A. A parte contratante obriga-se ao cumprimento de suas obrigações contratuais, mesmo com o surgimento de eventos que tornem o cumprimento do contrato mais oneroso do que o inicialmente previsto no momento da celebração do contrato.

Cláusula B. Inobstante o disposto na cláusula anterior, quando a parte contratante provar que:

- i. o cumprimento contínuo de suas obrigações contratuais tornou-se excessivamente oneroso em razão de evento que estava além do devido controlo da parte, e que não seria razoável assumir que a parte tomasse a ocorrência do evento em consideração no momento da celebração do contrato; e que
- ii. a parte não poderia evitar ou superar os efeitos do evento de forma razoável,

¹⁶⁰ *Ibidem*, art. 6.2.2; e Principles of European Contract Law (2002), art. 6:111.

¹⁶¹ ANTUNES, J. E., *op. cit.*, 2009, pp. 317-318.

¹⁶² FONTAINE, M. **Droit des Contrats Internationaux – Analyse et Rédaction de Clauses**. Paris: Feduci, 1989, pp. 287 e ss., *apud* ANTUNES, 2009, p. 319.

¹⁶³ Adaptado de ICC – Câmara de Comércio Internacional. **ICC Force Majeure Clause**. 2003, p. 8.

¹⁶⁴ Adaptado de ICC – Câmara de Comércio Internacional. **ICC Hardship Clause**. 2003, p. 15.

as partes ficam então obrigadas, dentro de um prazo razoável para a invocação desta cláusula, a negociar termos contratuais alternativos que levem em consideração as consequências do referido evento.

Mormente nos contratos mercantis internacionais (*in casu*, nos investimentos em capital de risco transfronteiriços), a complexidade, longevidade e volatilidade de boa parte das relações jurídicas impõe que se permita aos contraentes modificar o conteúdo inicialmente celebrado, desde que sob certas condições.

III.4.k. Cláusula compromissória (arbitragem)

Investidores e empreendedores querem se concentrar ao máximo no desenvolvimento das atividades comerciais da empresa para, no futuro, obterem o maior retorno possível com a sua valorização. Obviamente, enfrentar meses ou anos de litígios em tribunais por conta de conflitos oriundos de suas condições na empresa financiada não faz parte dos planos de nenhum dos interessados.

Para se evitar o recurso aos tribunais judiciais para a resolução de futuros conflitos, elaborase uma cláusula compromissória, qual seja, um pacto para “cometer à decisão de árbitros a solução de um litígio eventual entre as partes de um contrato”¹⁶⁵, desde que não envolva direitos indisponíveis (v.g. direitos familiares pessoais, direitos de personalidade e direitos de alimentos)¹⁶⁶.

Confira-se o exemplo seguinte¹⁶⁷:

Cláusula A. Todos os litígios emergentes do presente acordo de investimento ou com ele relacionados serão definitivamente resolvidos de acordo com o Regulamento de Arbitragem da Câmara de Comércio Internacional, por um ou mais árbitros nomeados nos termos desse Regulamento.

Atenta-se que a cláusula compromissória é autónoma quanto ao contrato principal, sendo considerada como um acordo independente das demais cláusulas do mesmo. Significa dizer que a decisão do tribunal arbitral que considere nulo o acordo de investimento não implica, por si

¹⁶⁵ VENTURA, R. **Convenção de arbitragem**, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 46, Lisboa, 1986, p. 217.

¹⁶⁶ PINHEIRO, L. **Direito Comercial Internacional**. Coimbra: Almedina, 2005, p. 105.

¹⁶⁷ Adaptado de ICC – Câmara de Comércio Internacional. **Standard ICC Arbitration Clauses**. Disponível em <<<http://www.iccwbo.org>>>. Acesso em 04.09.2016.

só, a nulidade da cláusula compromissória¹⁶⁸. A cláusula permanece viva, devendo as partes recorrerem ao respetivo tribunal arbitral para dirimir suas questões.

Certo é que a opção pelo provimento judicial não é nada popular nas divergências em operações de capital de risco, preferindo-se, sendo o caso, negociar um novo acordo do que desperdiçar tempo e dinheiro com litígios, os quais ainda podem causar danos imensuráveis à imagem dos envolvidos¹⁶⁹.

¹⁶⁸ Lei n.º 63/2011, de 14 de Dezembro (Lei da Arbitragem Voluntária), art. 18.º, n.ºs 2 e 3.

¹⁶⁹ SVAMC – Silicon Valley Arbitration & Mediation Center. **VCDR: Venture Capital Dispute Resolution**. Disponível em <<<https://www.svamc.org>>>. Acesso em 15.08.2016.

CONCLUSÃO

Nos últimos anos, houve um crescimento geral do interesse da sociedade pelo empreendedorismo e pelo contexto que o engloba, notadamente as operações de financiamento por meio do capital de risco. À distância, porém, tais operações podem aparentar ser um mecanismo razoavelmente simples, a transmitir a noção de que a relação formada entre investidores e empreendedores constitui-se numa mera “compra” da ideia ou de parte do negócio¹⁷⁰.

Muito pelo contrário, vimos que os aspetos operacionais do capital de risco são extremamente complexos, a contemplarem inúmeros acontecimentos de natureza jurídica que, escondidos nos bastidores, carecem de exploração académica. Neste âmbito, desenvolvemos um particular interesse pelos incidentes jurídico-formais, a destacar-se o figurino contratual comumente adotado pelo setor.

Na ordem jurídica portuguesa, a atuação no investimento em capital de risco pode ser realizada por investidores individuais (também denominados investidores-anjo ou *business angels*); investidores em capital de risco (“ICRs”); sociedades de capital de risco (“SCRs”), a incluir aqui o seu significado genérico, seu formato simplificado, as sociedades gestoras de fundos de capital de risco (“SGFCRs”) e as sociedades de investimento em capital de risco (“SICR”); outras entidades previstas em lei; e os fundos de capital de risco (“FCRs”).

Após esclarecermos o enquadramento legal do capital de risco e das suas entidades, seguimos para a apresentação e análise prática da operação. Uma compreensão plena do PE/VC e de suas implicações exige o conhecimento elementar sobre seus agentes – investidor e empresa-alvo – e o comportamento destes no decorrer do processo de investimento até a decisão sobre a melhor estratégia de desinvestimento (*exit*). Relembre-se que tudo isto ocorre num ambiente deveras assimétrico de informações – outro fator que reforça o carácter complexo acima mencionado.

Isto posto, elencamos os conceitos, aplicações e breves considerações acerca das disposições contratuais que, em virtude de sua notória popularidade e do amplo reconhecimento internacional, demonstram-se inestimáveis à atividade de PE/VC. No que importa à construção do vínculo entre investidor e empreendedor, foi possível determinar algumas das questões e

¹⁷⁰ Sobre esta visão erroneamente simplista, cf. PINTO, A. **Shark Tank, capital de risco e contratos de investimento**, in *Jornal Vida Económica*, n.º 1583, Porto, de 02.04.2015.

elementos primordiais para a sustentação do processo de investimento na esfera contratual, sintetizados no quadro que elaboramos ao início do capítulo anterior¹⁷¹.

A parcial regulação do funcionamento do PE/VC e a complexidade da administração dos interesses em jogo constituem uma grande problemática a ser considerada. Neste campo, a carta de intenção, o acordo de investimento e o acordo de sócios são os figurinos contratuais que, oriundos do desenvolvimento histórico do exercício da autonomia privada, permitem uma cobertura ampla e flexível do quadro do capital de risco.

É facto que, similarmente ao que ocorre com outras tipologias contratuais no âmbito do direito comercial internacional, a prática da atividade foi aos poucos incorporando certos fundamentos estruturais à carta de intenção, ao acordo de investimento e ao acordo de sócios no capital de risco. Neste ponto, diferenças entre as diversas jurisdições não parecem causar grande prejuízo para a aceitação e aplicabilidade universal das estipulações contratuais tratadas no presente estudo, o que torna o compêndio de tais dispositivos extremamente oportuno.

Demonstra-se, por conseguinte, que há sim aplicabilidade e habitualidade de certos figurinos e estipulações contratuais característicos da operação de capital de risco, o que proporciona uma maior compreensão quanto ao regime do vínculo entre investidor e empreendedor.

¹⁷¹ Cf. *supra*, em **Quadro III.1. Sumário de elementos da relação contratual no PE/VC**.

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, A. P. de. **Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados – Vol. 1**. Coimbra: Coimbra Editora, 2013.
- ANTUNES, J. E. **Direito dos contratos comerciais**. Coimbra: Almedina, 2009.
- APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento. Disponível em <<<http://www.apcri.pt>>>. Acesso em 17.12.2015.
- ASCRI – Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. **Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)**. Disponível em <<<http://www.ascr.org>>>. Acesso em 26.04.2016.
- BAKER, G. P.; SMITH, G. D. **The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value**. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.
- BARBI FILHO, C. **Acordo de acionista**. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.
- BASTO, J. X. de. **A tributação, em IRS, dos planos de opção, de subscrição ou de aquisição de valores mobiliários a favor de trabalhadores dependentes ou de membros de órgãos sociais**, in Boletim de Ciências Económicas da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. XLVI, 2003.
- BENGTSSON, O.; RAVID, S. A. **Geography and Financial Contracts**. 2010. Disponível em <<<http://papers.ssrn.com>>>. Acesso em 29.07.2016.
- BENGTSSON, O.; RAVID, S. A. **The Importance of Geographical Location and Distance on Venture Capital Contracts**. 2009. Disponível em <<<http://papers.ssrn.com>>>. Acesso em 27.07.2016.
- BERTOLDI, M. M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.
- BLACK, B. S.; GILSON, R. J. **Venture capital and the structure of the capital markets: banks versus stock markets**, in Journal of Financial Economics, n.º 47, 1998.
- BRECHBÜHL, B. A.; WOODER, B. **Global Venture Capital Transactions: A Practical Approach**. Haia: Kluwer Law International, 2004.
- BREHM, C. **Das Venture-Capital-Vertragswerk: Die Bedeutung für Management und Strategie des Zielunternehmens**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2012.
- BUCKLE, M.; THOMPSON, J. **The UK financial system**. Manchester: Manchester University Press, 2004.
- BVCA – The British Private Equity and Venture Capital Association. **A Guide to Venture Capital Term Sheets**. 2007. Disponível em <<<http://www.bvca.co.uk>>>. Acesso em 14.08.2016.
- CÂMARA, P. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2009.

- CÂMARA, P. **Remuneração**, in Código do Governo das Sociedades Anotado. Coimbra: Almedina, 2012.
- CARDONA, R. J. **Changes in Equity Compensation Plans: Evidence From the U.S. Capital Markets**, in Global Journal of Business Research, Vol. 5, n.º 2, 2011;
- CARVALHOSA, M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011.
- CASELLI, S. **Private Equity & Venture Capital Course**. Curso em plataforma virtual organizado pela Università Commerciale Luigi Bocconi e pelo Coursera. 2016.
- Cicero Consulting. **Green Paper – Access to Venture Capital by SMEs**. Bruxelas. Disponível em <<<http://www.cicero-group.com>>>. Acesso em 11.09.2016.
- Comissão Europeia. **Business angels**. Disponível em <<<https://ec.europa.eu>>>. Acesso em 04.08.2016.
- Comissão Europeia. **Europa 2020 – Estratégia para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo**. Bruxelas, 2010. Disponível em <<<http://eur-lex.europa.eu>>>. Acesso em 09.11.2015.
- Comissão Europeia. **Venture capital investment**. Disponível em <<<http://ec.europa.eu>>>. Acesso em 17.12.2015.
- CORDEIRO, A. M. **Da boa fé no direito civil**. Coimbra: Almedina, 1997.
- CORDEIRO, A. M. **Manual de Direito Comercial**. Coimbra: Almedina, 2007.
- CORDEIRO, A. M. **Tratado de Direito Civil Português – Vol. I**. Coimbra: Almedina, 1999.
- CORTEZ, J. S. **As Formalidades da Transmissão de Quotas e Ações no Direito Português: dos princípios à prática**, in Questões de direito societário em Portugal e no Brasil. Coimbra: Almedina, 2012.
- COSTA, M. F. da. **Ruptura de Negociações Pré-Contratuais e Cartas de Intenção**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- CROSIER, L. P. **Selling Your Business: The Transition from Entrepreneur to Investor**. Hoboken: Wiley & Sons, 2004.
- CUMMING, D. J.; JOHAN, S. A. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Waltham: Elsevier, 2014.
- DAVIDOFF, S. M. **The Private Equity Contract**, in The Oxford Handbook of Private Equity (ed. CUMMING, D.). Oxford: Oxford University Press, 2012.
- DUTTA, J.; DUPERE, J.; HENNEGAN, J. **GP/LP Structure – How Private Equity Firms are Formed**. 2010. Disponível em <<<http://pt.slideshare.net>>>. Acesso em 09.04.2016.
- EGUIDAZU, J. A. **Auditoría Legal – Due Diligence y Opiniones Legales en los Negocios Mercantiles**. Madrid: Civitas, 2008.
- EVCA Handbook. **Professional Standards for the Private Equity and Venture Capital Industry**. Janeiro, 2014.

- FARNSWORTH, A. **Farnsworth on Contracts**. Nova Iorque: Aspen Publishers, 1998.
- FAFT – Financial Action Task Force. **Annual Report 2013-2014**. Paris: FAFT/OECD, 2014. Disponível em <<<http://www.fatf-gafi.org>>>. Acesso em 07.01.2016.
- Financial Times. **Global MBA Ranking 2016**. Disponível em <<<http://rankings.ft.com>>>. Acesso em 09.07.2016.
- FISHMAN, E.; CHARETTE, A. **Drafting a Better “Best Efforts” Clause**. Nova Iorque: Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP, 2013. Disponível em <<<https://www.pillsburylaw.com>>>. Acesso em 04.09.2016.
- FLUME, W. **Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Vol. II: Das Rechtsgeschäft**. Berlim: Springer, 1992.
- FONTAINE, M. **Droit des Contrats Internationaux – Analyse et Rédaction de Clauses**. Paris: Feduci, 1989.
- Forbes. **The Best International MBAs: One-Year Programs**. Disponível em <<<http://www.forbes.com>>>. Acesso em 09.07.2016.
- GARCÍA, J. A. **La concepción del contrato en el Derecho europeo y su proyección en la Propuesta de Modernización**, in *Derecho privado europeo y modernización del Derecho contractual en España*. Barcelona: Atelier, 2011.
- GOMES, O. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 1998.
- GUPTA, U. **The first venture capitalist: Georges Doriot on leadership, capital, and business organization**. Calgary: Gondolier, 2004.
- IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação. **Guia prático do capital de risco**. 2006. Disponível em <<<http://www.iapmei.pt>>>. Acesso em 04.08.2016
- ICC – Câmara de Comércio Internacional. **ICC Force Majeure Clause**. 2003.
- ICC – Câmara de Comércio Internacional. **ICC Hardship Clause**. 2003.
- ICC – Câmara de Comércio Internacional. **Standard ICC Arbitration Clauses**. Disponível em <<<http://www.iccwbo.org>>>. Acesso em 04.09.2016.
- KAPLAN, S.; STROMBERG, P. **Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring**. National Bureau of Economic Research. *Working paper* n.º 8202, 2001.
- KAY, B. **Der Navigator – Historischer Roman**. Mülheim: Bastei Lübbe, 2000.
- KLEINSCHIMDT, M. **Venture capital, corporate governance, and firm value**. Wiesbaden: Springer, 2007.
- KNIEHASE, C. **Standstill Agreements in Deutschland und den USA**. Frankfurt: Peter Lang, 2003.
- LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J. L. B. **Direito das Companhias – Vol. I**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

- LANDO, O. **The Principles of European Contract Law and the “lex mercatoria”**, in Private Law in the International Arena. Haia: T.M.C. Asser Press, 2000.
- LEITÃO, L. M. **Estudos de direito fiscal**. Coimbra: Almedina, 2006.
- LIPMAN, F. D. **New methods of financing your business in the United States: a strategic analysis**. Hackensack: World Scientific, 2016.
- LIPMAN, F. D. **Financing Your Business with Venture Capital: Strategies to Grow Your Enterprise with Outside Investors**. Nova Iorque: WSJ, 1998.
- LOBO, P. L. N. **Deveres gerais de conduta nas obrigações civis**, in Novo Código Civil: Questões controvertidas no direito das obrigações e dos contratos. São Paulo: Método, 2005.
- LUTTER, M., em **Der Letter of Intent: zur rechtlichen Bedeutung von Absichtserklärungen**. Colónia: Heymanns, 1998.
- MARSHALL II, R. G.; LITT, S. E. **Global Equity Plans**, in Practical Law, Thomson Reuters, 2013. Disponível em <<<http://www.jonesday.com>>>. Acesso em 11.08.2016.
- NORTON, E. **Venture capitalist attributes and investment vehicles: an exploratory analysis**, in Journal of Small Business Management. Vol. 3, n.º 3, 1994.
- OLIVEIRA, N. M. P. **Princípios de Direito dos Contratos**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- OSMAN, F. **Les principes généraux de la *lex mercatoria* – Contribution à l’étude d’un ordre juridique anational**, in Bibliothèque de droit privé, Tomo 224, Paris, LGDJ, 1992.
- PARMENTER, D. **Key Performance Indicators – Developing, Implementing, and Using Winning KPIs**. Hoboken: Wiley & Sons, 2007.
- PINHEIRO, L. **Direito Comercial Internacional**. Coimbra: Almedina, 2005.
- PINTO, A. **Shark Tank, capital de risco e contratos de investimento**, in Jornal Vida Económica, n.º 1583, Porto, de 02.04.2015.
- PINTO, R. M. **Planos de Opções de Acções**, in Revisores & Empresas, n.º 33, Abril-Junho de 2006.
- PLANAS, J. A. **Manual de historia del derecho y de las instituciones**. Madrid: Sanz y Torres, 2002.
- Portugal Ventures. **Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa**. Disponível em <<<http://www.portugalventures.pt>>>. Acesso em 10.07.2016
- POSER, T. **The Impact of Corporate Venture Capital – Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2003.
- RAADE, K.; MACHADO, C. **Recent developments in the European private equity markets**. Bruxelas: Comissão Europeia, 2008;
- REEVES, J. **Corporate Mergers Transitioning the American Economy: Corporate Buyouts and a Junk Bond Market Out of Control**. Bloomington: iUniverse, 2012.
- ROSSI, L. E. M. **Manual de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo: Atlas, 2010.

- SANCHES, J. L. S.; BARREIRA, R. **O regime actual das stock options**, in *Fiscalidade*, n.º 7/8, Julho-Outubro de 2001. Lisboa: Instituto Superior de Gestão.
- SCHMIDT, K. **Convertible securities and venture capital finance**, in *The Journal of Finance*, vol. LVIII, n.º 3, 2003.
- SEC – U.S. Securities and Exchange Commission. **Investment Companies**. Disponível em <<<https://www.sec.gov>>>. Acesso em 05.08.2016.
- SECA – Swiss Private Equity & Corporate Finance Association. **Investment Agreement with comments**. 2012. Disponível em <<<http://www.seca.ch>>>. Acesso em 11.07.2016.
- SOARES, A. **Breves notas sobre o novo regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco**, in *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, 2002.
- STJ – Supremo Tribunal de Justiça. Acórdão de 27 de Janeiro de 2015 (processo 876/12.9TBBNV-A.L1.S1). Relator: Conselheiro Fonseca Ramos.
- STJ – Supremo Tribunal de Justiça. Acórdão de 29 de Abril de 2009 (processo 09A0457). Relator: Conselheiro Azevedo Ramos.
- SVAMC – Silicon Valley Arbitration & Mediation Center. **VCDR: Venture Capital Dispute Resolution**. Disponível em <<<https://www.svamc.org>>>. Acesso em 15.08.2016.
- TRL – Tribunal da Relação de Lisboa. Acórdão de 09 de Julho de 2014 (processo 841/13.9TVLSB.L1-7). Relatora: Conselheira Graça Amaral.
- UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts (2010).
- VASCONCELOS, P. P. de. **Contratos Atípicos**. Coimbra: Almedina, 2009.
- VENTURA, R. **Convenção de arbitragem**, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 46, Lisboa, 1986.
- VERNIMMEN, P.; *et al.* **Corporate finance: theory and practice**. West Sussex: Wiley, 2014.
- WALKER, S. E. **VC Term Sheets – Pay To Play Provisions**. Walker Corporate Law Group PLLC, 2011. Disponível em <<<http://walkercorporatelaw.com>>>. Acesso em 04.09.2016.