

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**CENTRO REGIONAL DE LISBOA**



**CAPITAL DE RISCO — A PROTEÇÃO  
CONTRATUAL DO INVESTIDOR**

**Mestrado em Direito Empresarial**

Catarina Pardal Ferreira Gomes

Orientador: Professor Doutor Rui Pinto Duarte

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa | maio de 2021

*Aos meus pais,  
A quem devo tudo o que sou hoje.  
Obrigada por todo o apoio e amor incondicionais.*

**Palavras-chave:** investimento em capital de risco; *exit*; mecanismos de transmissão conjunta e mecanismos de transmissão forçada das participações sociais; estatuto social; acordo parassocial.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	6
 <b>CAPÍTULO I - UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO: O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO</b>	
<b>1.1. Delimitações preliminares: alguns conceitos introdutórios</b> .....	9
<b>1.2. Características gerais</b> .....	10
<b>1.3. Modalidades de capital de risco</b> .....	13
<b>1.4. Enquadramento legal: o Regime Jurídico do Capital de Risco</b> .....	14
 <b>CAPÍTULO II - DO PLANO TEÓRICO AO PLANO PRÁTICO: AS ESTIPULAÇÕES CONTRATUAIS</b>	
<b>2.1. O começo do começo: a decisão de investimento</b> .....	19
<b>2.1.1. A <i>due diligence</i></b> .....	19
<b>2.1.2. Os diversos acordos pré-contratuais (acordos intermédios)</b> .....	22
<b>2.2. A elaboração do contrato de investimento em capital de risco: cláusulas que regulam a saída do investidor</b> .....	26
<b>2.2.1. Cláusulas <i>Drag Along</i> e <i>Tag Along</i></b> .....	28
<b>2.2.2. Cláusulas <i>Call Option</i> e <i>Put Option</i></b> .....	29
<b>2.2.3. Cláusulas <i>Buy-Sell</i></b> .....	30
<b>2.2.4. Cláusulas de preferência</b> .....	31

**CAPÍTULO III - EM QUE TIPO DE INSTRUMENTO CONTRATUAL DEVEM VIR PLASMADAS ESTE TIPO DE CLÁUSULAS?**

<b>3.1. A colocação do problema: Pacto Social Vs. Acordo Parassocial.....</b>	<b>33</b>
<b>3.2. Quadro comparativo.....</b>	<b>36</b>
<b>3.2.1. Publicidade.....</b>	<b>36</b>
<b>3.2.2. Alterações de conteúdo.....</b>	<b>37</b>
<b>3.2.3. Limites.....</b>	<b>38</b>
<b>3.2.4. Eficácia.....</b>	<b>41</b>
<b>3.3. A Resposta.....</b>	<b>42</b>
<b>Conclusão.....</b>	<b>47</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>49</b>

## INTRODUÇÃO

Nos dias em que vivemos são inúmeros os projetos de inovação com que nos deparamos, maioritariamente no mundo da tecnologia e da farmacologia, que apresentam grandes possibilidades de crescimento e respetiva valorização. Não é por acaso que cada vez mais ouvimos jovens a auto intitular-se de “*entrepreneurs*”.

O dito “empreendedor” pode ter em mente um projeto com grandes possibilidades de sucesso, mas, se lhe faltarem as condições financeiras ideais para o seu desenvolvimento, tal ideia que poderia revolucionar o mercado alvo, de pouco valerá. Compreende-se, pois, que o financiamento de uma empresa é um elemento essencial para o bom desenvolvimento da mesma.

Dentro dos vários modos de financiamento de uma sociedade comercial, é comumente realizada a seguinte repartição: financiamento através de capital próprio (*equity finance*) e financiamento através de capital alheio (*debt finance*). Para o que aqui nos ocupa, dentro do financiamento com capital próprio, surge figura do capital de risco.

O recurso ao capital de risco pode ser visto como uma alternativa ao crédito bancário, uma vez que, em geral e em especial no caso das *startups*<sup>1</sup>, poderá tornar-se difícil o acesso a tal meio de financiamento, quando o grau de sucesso do empreendimento se apresenta como incerto.

O investimento de capital de risco tanto pode fazer sentido numa fase inicial da vida de uma empresa (*venture equity*), tanto numa fase em que se torna necessária a sua reestruturação (*private equity*).

Apesar de o recurso ao capital de risco ser uma alternativa ao crédito bancário, existem algumas diferenças entre estes meios de financiamento. Para além da clássica distinção entre capital próprio e capital alheio, na concessão de crédito, por norma, existe “um direito de crédito correspondente ao montante mutuado (sem prejuízo do risco normal de incumprimento), no caso que nos ocupa o sucesso do investimento depende do sucesso da própria empresa, o que envolve riscos acrescidos sobretudo tendo em conta a

---

<sup>1</sup> Na lei portuguesa, a Portaria n.º 423/2021, de 31 de dezembro, que “Cria a medida de Apoio à Contratação de Trabalhadores por Empresas Startups”, no seu preâmbulo, define, de forma muito genérica, o conceito de *startups*. Assim, estas consistem em “empresas baseadas em conhecimento e com potencial de crescimento em mercados internacionais (...)” e com “o potencial de colocar no mercado produtos e serviços transacionáveis, inovadores e de elevado valor acrescentado.”

fase em que tipicamente se encontra a empresa. (...) Ao contrário das instituições de crédito que têm sempre (ou quase sempre) o retorno do capital, os investidores de capital de risco não têm qualquer garantia de retorno.”<sup>2</sup>

Tendo presente que o retorno do capital investido irá depender do valor que a empresa participada tiver na altura da venda das participações sociais adquiridas, é usual que os investidores profissionais intervenham ativamente na empresa<sup>3</sup>, pelo que, independentemente da participação que detenham (podendo esta ser maioritária ou minoritária), estes não se enquadram na definição clássica de sócio, pois são-lhes conferidos direitos acrescidos em comparação com aqueles que um normal sócio teria.<sup>4 5</sup>

Ainda no que toca à proteção do valor investido, para além da possibilidade de imiscuição do investidor na gestão e organização da empresa participada e respetiva regulação contratual, centrando-se o sucesso ou insucesso da atividade de capital de risco no momento da venda da participação social, afigura-se igualmente essencial garantir a proteção do investimento através da estipulação dos termos e condições da saída do investidor da sociedade.

Apesar de este tipo de investidores deterem, não raras as vezes, um poder negocial forte, conseguindo negociar de forma muito agressiva, ainda assim torna-se necessário aprofundar e debater a questão das cláusulas contratuais que visam a sua proteção (a proteção do valor investido, entenda-se). Em momento algum nos podemos esquecer que muitas empresas dependem deste tipo de investimento<sup>6</sup>, devendo ser minimamente atrativo, para o investidor, o seu regime jurídico, bem como a panóplia de possibilidades de estipulações contratuais que lhes são favoráveis.

É precisamente este segundo aspeto que irá ser abordado ao longo deste estudo, fazendo-se a ponte com a temática do “contrato social vs. acordo parassocial”, surgindo

---

<sup>2</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª Edição, Coimbra Almedina, 2018, p. 72.

<sup>3</sup> “A empresa de capital de risco pode também participar na gestão e organização, através do aconselhamento relativo à viabilidade dos projetos, análise de estratégias de mercado, estratégias de produção e distribuição, de *marketing* ou do *know how* relativo à atividade e gestão da empresa.” Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual...* cit., p. 72.

<sup>4</sup> JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial: Das Sociedades*, vol. II, 5.ª Edição, Almedina, 2015, pp.195-196, fornecendo-nos a definição de sócio, bem como o elenco dos vários direitos que compõem a participação social para além dos elencados no art. 21.º do CSC.

<sup>5</sup> Neste âmbito, será igualmente relevante trazermos à colação o problema dos conflitos de interesses (*Agency problem*). Com mais desenvolvimento, *vide* ANA NUNES TEIXEIRA, “A gestão dos fundos de capital de risco — Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, *in* Revista de Direito das Sociedades, X, Número 3, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 566 e ss.

<sup>6</sup> Note-se que, segundo o “Relatório Sobre a Atividade de Capital de Risco” da CMVM (2018), continua a verificar-se uma tendência de crescimento em relação à procura deste tipo de financiamento [consultado em 24 de junho de 2020], disponível em: [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg)

a questão de saber qual a vantagem (e/ou admissibilidade) de tais cláusulas constarem de um instrumento contratual ou de outro.

Partindo do pressuposto que os investidores em capital de risco requerem uma proteção acrescida, como se realçou, fará sentido estas cláusulas constarem do próprio contrato social (com as vantagens que daí advêm)? Tendo em mente que em relação à socialidade existe um núcleo fixo, intangível, de situações jurídicas que a integram, serão válidas certas cláusulas caso constem dos estatutos? Devemos tomar como regra transpor estas cláusulas para acordos parassociais ou, alternativamente, ainda existirá alguma margem para que constem do contrato social?

Serão estas as questões a que nos propomos responder, pretendendo-se, num primeiro momento, elencar alguns conceitos e traços essenciais do RJCR que poderão afigurar-se úteis para a análise desta matéria, de seguida, identificar quais as cláusulas mais recorrentes neste tipo de contratos (explicando, de forma não exaustiva, em que consiste cada uma delas), e, finalmente, abordar-se-á a questão da socialidade e parassocialidade.



## CAPÍTULO I

### **UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO: O INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO**

#### **1.1. Delimitações preliminares: alguns conceitos introdutórios**

Com algumas similitudes quando comparado com o contrato de associação em participação<sup>7</sup>, o investimento em capital de risco traduz-se, grosso modo, na injeção de capital numa sociedade (investida), por um investidor (pessoa singular ou coletiva), que irá adquirir participações sociais dessa empresa, que tanto pode estar na fase de instalação, de desenvolvimento, ou numa fase mais avançada da sua vida e necessitar de ser reestruturada, tendo como objetivo a respetiva valorização.

À semelhança do que se sucede no contrato de associação em participação<sup>8</sup>, em que temos, de um lado, um associado e, do outro, um associante, no investimento em capital de risco temos um investidor, que irá financiar a atividade a prosseguir pela empresa em causa e cujo único interesse será, essencialmente, a obtenção de lucro e, do lado oposto, o promotor/fundador da sociedade investida, que, visando igualmente a obtenção de lucro, será a pessoa que exerce a atividade económica em si, que atua no mercado e a quem competirá, à partida, a gestão da empresa.

Ambas as partes estarão em prática concertada para a obtenção de um resultado comum: o sucesso e a conseqüente valorização da empresa financiada. O promotor/fundador vê o seu sonho concretizado e vê todo o seu esforço e dedicação ao projeto recompensados, bem como o retorno do capital pessoal investido por este no início do projeto, e o investidor, ao alienar as participações sociais, lucra com a mais-valia alcançada com a valorização da empresa.

É possível antever que o sucesso da operação em si irá depender do próprio sucesso da empresa, como já adiantámos. Por essa mesma razão, o objetivo primordial deste

---

<sup>7</sup> Regulado pelo Decreto-Lei n.º 231/81, de 28 de julho.

<sup>8</sup> Sobre o tema, v.g., FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, “O direito comercial na actualidade e o sentido de um (novo) código mercantil - os casos paradigmáticos dos contratos de associação em participação e de capital de risco e do interesse na tutela do crédito”, in Revista de Legislação e de Jurisprudência, setembro-outubro de 2019, ano 149.º, n.º, 4018, [27-48]

tipo de investimento é o desenvolvimento e crescimento da empresa investida, contrariamente ao que sucede na concessão de crédito bancário, em que, por exemplo, à entidade financiadora pouco lhe importará se a empresa se valorizou ou não, desde que as prestações que se vão vencendo, sejam pagas a tempo e horas.

O recurso ao capital de risco é, portanto, um meio potencial de grande relevo no financiamento de empresas que não conseguiram, através dos meios “tradicionais”, obter financiamento.

No entanto, importa realçar que este será um mecanismo propício para o aparecimento de investidores agressivos, que podem, inclusivamente, aproveitar as fragilidades da empresa por forma a adquirirem o controlo.

## 1.2. Características gerais

Sabendo quais os intervenientes no contrato de investimento em capital de risco (investidor e promotor/fundador) e tendo presente, de um modo geral, como identificar este tipo de contrato, cumpre mencionar algumas características do mesmo que nos permitam distingui-lo do investimento “tradicional”.

A primeira delas consiste no facto deste tipo de investimento estar relacionado com as *startups*, já que o recurso ao crédito bancário por este tipo de empresas afigura-se, muitas vezes, difícil. Tal deve-se ao facto de serem empresas novas no mercado, inexistindo dados financeiros que possam comprovar a sua solidez financeira, a sua evolução, a projecção de vendas, os seus rendimentos, sendo-lhes, conseqüentemente, negado o financiamento bancário.

Assim, “o capital de risco está mais associado a investimentos em empresas em arranque, com grandes perspectivas de crescimento e com projeto dinâmicos.”<sup>9</sup>

Em segundo lugar, temos que este investimento assume uma natureza intra-societária. Estamos perante um financiamento que se dá através da aquisição de instrumentos de capitais próprios (participações sociais).

No entanto, e salvo melhor entendimento, há que ter atenção ao reconduzir este tipo de investimento ao campo do financiamento através de capitais próprios, sem mais.

---

<sup>9</sup> JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Aspetos jurídicos das startups”, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 2017, Ano 77, Vol. LII, p. 249 [221-279], disponível em [https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos\\_roa\\_i\\_ii\\_2017-9.pdf](https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf)

A título exemplificativo, partindo da definição de “capitais próprios” apresentada pela professora Ana Perestrelo de Oliveira<sup>10</sup>, o investimento de capital de risco dá-se, é certo, através da aquisição de participações sociais, não implicando a realização de pagamentos regulares, mas não apresenta um caráter definitivo, já que, *ab initio*, se estipulará a duração da detenção das participações sociais subscritas/adquiridas.

Nesta senda, a terceira característica deste modo de financiamento reconduz-se, precisamente, à sua duração. O investimento concretizar-se-á durante um período de tempo limitado, sendo regulado no próprio contrato de investimento o momento a partir do qual investidores e fundadores/promotores procurarão o desinvestimento.

Na 1.<sup>a</sup> redação do RJCR, estatuiu a lei, na al. c), do n.º 1, do artigo 10.º, que dez anos seria a duração máxima do investimento. No entanto, com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 56/2018, de 9 de julho, essa norma foi revogada e, apesar de hoje nada se dizer quanto a esse ponto, é unanimemente aceite como duração média do investimento entre os três e os sete anos. Assim, é bastante usual que as partes estipulem o momento a partir do qual devam procurar estratégias de saída da empresa investida, já que o caráter temporário continua a ser exigido neste tipo de contratos.

O quarto aspeto que importa mencionar prende-se com o facto de ser um financiamento não participativo, *i.e.*, se no investimento tradicional é recorrente que quem detém o maior número de participações sociais, detém a participação maioritária no capital social e, conseqüentemente, o controlo na administração da sociedade, o mesmo não se sucede aqui. No investimento em capital de risco é patente uma desproporção entre a titularidade das participações sociais e a assunção do controlo da administração.

Em consequência, o facto de um investidor em capital de risco contribuir para o financiamento de uma empresa, sob a forma de ações, por exemplo, adquirindo a maior parte destas, não faz com que este assuma uma posição maioritária no capital, como seria de esperar.

Não obstante, o facto de o investidor não assumir uma posição maioritária no capital da sociedade financiada, não significa que não participe ativamente na vida da empresa. Na verdade, é recorrente que estes investidores aportem, para além de recursos

---

<sup>10</sup> Por capitais próprios entende-se os meios de financiamento que têm origem nos detentores do capital social e que, nessa medida, apresentam caráter definitivo, *i.e.*, não são objeto de restituição, de tal maneira que não têm prazo, não obrigam a pagamentos regulares que possam gerar incumprimento e são reembolsados, sendo caso disso, apenas após pagos os restantes credores.”, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual... cit.*, p. 39

financeiros, *know-how* e ofereçam aos gestores uma rede de informação, de contactos e de conselhos úteis para o sucesso empresarial, bem como obrigações de informação acrescidas comparativamente com aquelas que um normal sócio detenha, direito de veto, obrigações de não praticar determinados atos, poder de nomear ou destituir órgãos de administração.<sup>11</sup>

De forma sucinta e bastante elucidativa, Paulo Caetano refere que os “Representantes da capital de risco, frequentemente, especialistas altamente qualificados no setor, exercem um papel muito ativo na direção estratégica da empresa e na supervisão da gestão (embora deixando o dia-a-dia operacional para os gestores).”<sup>12</sup>

Nesta linha de raciocínio, para que se cumpra o objetivo pretendido, é importante “que os promotores da sociedade mantenham o controlo da mesma e não sejam transformados em trabalhadores por conta de outrem.”<sup>13</sup>

Deste modo, o investidor de capital de risco, ao abdicar, em parte, do controlo da administração da sociedade, terá de ser beneficiado de uma outra forma. O mecanismo de saída do investidor na sociedade financiada será a forma mais recorrente de compensação do seu investimento, “recebendo um múltiplo significativo do valor que investiu e receberá o mesmo prioritariamente face aos demais acionistas.”<sup>14</sup>

Daqui fazemos a ligação com a quinta e última característica, que tem vindo a ser mencionada ao longo da presente exposição. Como vimos, se o investidor em capital de risco apenas consegue obter lucro através da alienação das participações sociais adquiridas - sendo, por isso, quase forçoso, diríamos, que estes desempenhem ações que levem à valorização da empresa financiada -, o objetivo destes investidores é, portanto, a potenciação e obtenção de um *exit*<sup>15</sup>. Em consequência, é seguro afirmar que o sucesso do investimento realizado depende, diretamente, do sucesso da empresa financiada.

Assim, da mesma forma que o investidor pode lucrar com a maximização do valor global (não a valorização do valor da ação, considerada individualmente) da empresa in-

---

<sup>11</sup> “Alguns investidores, sobretudo os profissionais, tendem, de facto, a exercer um considerável poder de influência na gestão e na organização da sociedade, através do aconselhamento técnico relativo à viabilidade dos projetos e à análise das estratégias de mercado, de produção e distribuição dos produtos e *marketing*.” CATARINA SERRA, “Investimentos de capital de risco na reestruturação de empresas”, in IV Congresso Direito da Sociedades em Revista, 2016, Almedina, p. 332 [321-359].

<sup>12</sup> PAULO CAETANO, *Capital de Risco*, 2013, Almedina, p. 26.

<sup>13</sup> PAULO BANDEIRA, “Estratégias de saída”, in Revista de Direito das Sociedades, X (2018), 3, p. 595 [591-605].

<sup>14</sup> PAULO BANDEIRA, “Estratégias...” *cit.*, p. 596 [591-605].

<sup>15</sup> PAULO BANDEIRA, “Estratégias...” *cit.*, p. 596 [591-605].

vestida, pode igualmente suceder que esta não valorize ou, pior, que até desvalorize. Consequentemente, o risco a cargo do investidor é das particularidades mais relevantes deste tipo de financiamento, o que faz sobressair quando comparado com as demais formas de financiamento<sup>16</sup>.

Em suma, o negócio destes investidores é tão simples quanto este: entrar na sociedade financiada, conseguir que esta ganhe uma nova vida, incrementando o seu valor, e, aquando do momento da sua saída (desinvestimento), sair com o valor de investimento adicionado de um *plus*.

### 1.3. Modalidades de capital de risco

A altura do investimento, a forma como é realizado e o modo de desinvestimento determinarão as suas diferentes modalidades.

Como já foi aqui referido, este tipo de investimento pode respeitar a empresas numa fase inicial ou num estágio mais avançado, já em pleno funcionamento. Dentro da fase inicial da vida de uma empresa, é possível distinguir entre: “capital de fase inicial” e “capital de desenvolvimento.”

O capital de fase inicial integra o “*seed capital*”, que cifra-se no financiamento de uma empresa ainda antes do seu início de atividade e o “*startup capital*” que, por outro lado, resume-se ao financiamento de empresas que já existem e já estão a funcionar, mas que ainda se encontra a decorrer o processo de instalação.

A fase de investimento em “capital de desenvolvimento” dá-se quando a fase de desenvolvimento das empresas financiadas está finda, onde “A empresa necessita de capital para crescimento, marketing, e para iniciar a produção e venda em termos completos.”<sup>17</sup>

Para além das fases “*seed capital*” e “*startup capital*”, é ainda possível que o investimento em capital de risco ocorra numa fase de substituição, onde se podem incluir,

---

<sup>16</sup> JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Aspetos jurídicos...” *cit.*, p. 247-255 [221-279]

<sup>17</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual... cit.*, p. 83

por exemplo, as modalidades de MBO (*management buy-out*), MBI (*management buy-in*), BIMBO (*Buy-In Management BuyOut*) e IBO (*institutional buy-out*).<sup>18</sup>

A este propósito, cumpre mencionar que o MBO consiste na aquisição de participações sociais por parte da administração da sociedade; o MBI, comparativamente ao MBO, apresenta como diferença o facto das participações sociais serem adquiridas por uma equipa de gestores externos (é mais frequente nas situações em que a empresa apresenta uma grande desvalorização ou uma administração mal sucedida); por sua vez, a operação BIMBO incorpora as características da MBO e MBI, ou seja, esta operação dá-se quando os administradores da sociedade, conjuntamente com gestores externos, adquirem as participações da sociedade; finalmente, a IBO é realizada pela própria sociedade de capital de risco ou pelo, investidor, pessoa singular.<sup>19</sup>

#### **1.4. Enquadramento legal: o Regime Jurídico do Capital de Risco**

Não sendo o nosso objetivo realizar uma análise exaustiva, importa aludir a alguns aspetos relevantes do regime jurídico do capital de risco, previsto na Lei n.º 18/2015, de 4 de março<sup>20</sup>, antes de avançarmos para o núcleo do presente estudo.

Nos termos do n.º 1 do seu artigo 3.º, “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 sociedade com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização.”<sup>21</sup>

Destrinçando a definição legal apresentada, podemos, desde já, concluir que a lei portuguesa não distingue a fase da vida em que se encontra a empresa financiada, não existindo, portanto, divisão entre *private equity* e *venture capital*.

---

<sup>18</sup> Para além destas modalidades, cumpre ainda assinalar a importância da operação Public to Private (PtoP), bastante relevante no caso de empresas em situação económico-financeira difícil, mas que apresentam planos de reestruturação. A este propósito, vide CATARINA SERRA, “Investimentos...”, *cit.*, [321-359]

<sup>19</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual... cit.*, p. 83

<sup>20</sup> Transpõe parcialmente as Diretivas n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e a Diretiva n.º 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio, que visam assegurar a execução, na ordem jurídica interna, dos Regulamentos (UE) n.º 345/2013 e n.º 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril, e procede, concomitantemente, à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em capital de risco

<sup>21</sup> Em moldes semelhantes, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) define capital de risco como a “atividade através da qual investidores proporcionam financiamento, em geral de médio e longo prazo, a empresas, usualmente não cotadas, com elevado potencial de crescimento ou valorização.”, Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco (2013), p.1, disponível em [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relat%C3%B3rio%20Capital%20de%20risco%202013\\_Vers%C3%A3o%20final\\_09012015%20v2.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relat%C3%B3rio%20Capital%20de%20risco%202013_Vers%C3%A3o%20final_09012015%20v2.pdf).

A norma em apreço apenas faz menção à aquisição de “instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio”. No entanto, para além da compra, em que tudo se passa no mercado secundário, *i.e.*, o investidor vai comprar participações sociais a um sócio, também ocorre a subscrição destas participações (veja-se o caso de investimento em empresas da sua fase muito inicial).

Nos casos de compra de participações sociais, importa referir os contratos que se realizam à margem do contrato de investimento em si, existindo acordos parassociais muito intensos, acabando, inclusivamente, por ser tornar “estatutos sombra” - este será um tema abordado mais adiante.

Finalmente, retiramos da norma em causa que o investimento se dá em sociedades “com elevado potencial de desenvolvimento”, pois não faria sentido investir numa sociedade com pouca probabilidade de sucesso no mercado, já que, como referimos, o investidor apenas consegue recuperar o seu investimento no momento da alienação das suas participações se a empresa não desvalorizar.

Quanto às entidades investidoras em capital de risco, apesar de termos sempre vindo a falar em “investidor”, importa referir que existem investidores a atuar a título individual e investidores que se reconduzem a pessoas coletivas.

Na categoria de investidores pessoas singulares, incluem-se os denominados *business angels*. que costumam investir o seu próprio dinheiro (daí que, frequentemente, esta categoria de investidores esteja relacionada com investimentos de pequeno/médio porte), entrando em cena numa fase embrionária da empresa financiada e que, além do investimento monetário, usualmente assumem um papel ativo na empresa, dedicando-lhe tempo e experiência (assumem, pois, uma postura *hands-on*)<sup>22</sup>.

Quanto aos investidores pessoas coletivas, incluem-se as sociedades de capital de risco (SCR’s), os fundos de capital de risco (FCR’s) e as sociedades de investimento em capital de risco (SICR’s).

O RJCR faz a distinção entre o regime de operação simplificado e o regime de operação qualificado<sup>23</sup>, em função dos “limiões relevantes” previstos no n.º 2, do artigo

---

<sup>22</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual... cit.*, p. 73

<sup>23</sup> As regras relativas à autorização, supervisão, funcionamento e transparência são mais apertadas no regime qualificado do que no regime simplificado.

6.º. O regime simplificado, que vem previsto nos artigos 6.º a 43.º, é aplicável às sociedades de capital de risco e aos fundos de capital de risco geridos por estas.

Para que lhe seja aplicável o regime simplificado, os ativos sob gestão das sociedades de capital de risco não podem exceder €100.000.000,00, quando as carteiras incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem e não podem exceder €500.000.000,00 no caso de não existir recurso à alavancagem e de não existirem direitos de reembolso que possam ser exercidos durante um período de cinco anos a contar da data do investimento inicial.

Quanto aos ICR's, que se incluem no capítulo relativo ao regime simplificado, há que mencionar que, nos termos do disposto no artigo 14.º, estes têm que fundar sociedades de capital de risco constituídas sob a forma de sociedade unipessoal por quotas.

A firma terá que incluir expressão “ICR” por extenso ou abreviado e o início da atividade encontra-se sujeito a registo prévio na CMVM, segundo o artigo 7.º (exceção prevista no n.º 14 desse preceito).

Nos termos do n.º 13, do artigo 7.º, o registo não é público.

O sócio único da sociedade constituída deverá cumprir os requisitos de idoneidade e experiência, exigidos no n.º 1, do artigo 8.º.

E, finalmente, o objeto social dos investidores em capital de risco vem previsto no artigo 9.º.<sup>24</sup>

Quanto às sociedades de capital de risco, estas deverão assumir a forma de sociedade anónima, nos termos do disposto no n.º 1, do artigo 11.º e, tal como sucede com os investidores de capital de risco, o seu início de atividade está sujeito a registo prévio na CMVM (n.º 1, do artigo 7.º), não existindo, desta vez, a exceção prevista no n.º 14, do artigo 7.º onde se admite uma mera comunicação prévia.

A firma, deverá incluir a expressão “SCR” (n.º 2, do artigo 11.º), abreviada ou por extenso e o capital social mínimo será de 125.000,00€ (n.º 3, do artigo 11.º).

---

<sup>24</sup> “Incluem-se aí as operações de investimento em capital próprio bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confiram o direito à sua aquisição, as operações de investimento em capital alheio das sociedades em que participem ou se proponham participar, designadamente empréstimos e créditos, as operações de investimento em instrumentos híbridos das sociedades em que participem ou se proponham participar, a prestação de garantias em benefício das sociedades em que participem ou se proponham participar, a aplicação dos excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros e a realização de operações financeiras necessárias ou convenientes à sua atividade.” CATARINA SERRA, “Investimentos...”, *cit.*, p. 327 [321-359]



Tal como sucede com o investidor de capital de risco, os membros de órgãos sociais e titulares de participações qualificadas deverão observar as regras de idoneidade, qualificação e experiência profissional e disponibilidade comprovadas<sup>25</sup>.

O seu objeto social também vem previsto no artigo 9.º.

Ainda no âmbito do regime de operação de capital de risco simplificado, temos os fundos de capital de risco geridos por sociedades de capital de risco. Estes fundos, nos termos do artigo 15.º, constituem patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica (mas com personalidade judiciária), pertencentes ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação.

Constituindo patrimónios autónomos, os fundos não respondem por dívidas dos participantes e os participantes não respondem por dívidas dos fundos (autonomia patrimonial).

Os fundos de capital de risco são representados por unidades de participação (artigo 22.º) e, não tendo personalidade, não têm órgãos na sua composição.

Nos termos do disposto no artigo 21.º, o capital subscrito mínimo é de €1.000.000,00 e o seu objeto social poderá consistir no mesmo previsto para as sociedades de capital de risco (n.º 1, do artigo 9.º, *ex vi* n.º 5).

Uma vez mais, a sua constituição está sujeita a registo na CMVM, nos termos do artigo 7.º, com a exceção prevista no n.º 14.

Cada fundo de capital de risco é administrado por uma entidade gestora (artigo 17.º; a sua remuneração vem prevista no artigo 33.º) e estas podem adquirir unidades de participação dos fundos que administram até 50% das unidades de participação emitidas (artigo 29.º). Os fundos não podem, em princípio, adquirir unidades de participação próprias (artigo 30.º).

O artigo 19.º prevê um regulamento de gestão onde constam as regras que regem o funcionamento dos fundos de capital de risco.

Na eventualidade de serem ultrapassados os “límiars relevantes” acima descritos, dispõe o n.º 5, do artigo 6.º, que “as sociedades de capital de risco dispõem do prazo de 30 dias (...) para reduzirem o montante sob gestão para os valores permitidos ou para apresentar pedido de autorização como sociedade de investimento em capital de risco ou

---

<sup>25</sup> A avaliação da idoneidade implicará um juízo realizado em concreto, com base nas circunstâncias do caso em apreço, pretendendo-se determinar o grau de confiança que a pessoa designada para o cargo oferece, por forma a assegurar uma gestão sã e prudente. Para além da idoneidade (artigo 30.º-D do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro de 1992, “Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras”), cumpre ainda apreciar a qualificação profissional (implicando a habilitação académica ou formação especializada para o cargo), de acordo com o disposto no artigo 31.º do RGICSF.

como sociedade gestora de fundos de capital de capital”, entrando, desta forma, no âmbito de aplicação do regime qualificado, previsto nos artigos 44.º e seguintes.

No que concerne às sociedades gestoras de fundos de capital de risco (SGFCR), o seu objeto vem previsto no artigo 45.º e o seu capital social mínimo cifra-se em €125.000,00, nos termos do n.º 1, do artigo 46.º.

Por sua vez, as sociedades de investimento em capital de risco (SICR) são constituídas com um capital mínimo de €300.000,00 (n.º 2, artigo 46.º). O seu objeto é realizar diretamente investimentos de capital de risco (n.º 2, artigo 45.º).

## CAPÍTULO II

### AS ESTIPULAÇÕES CONTRATUAIS

#### 2.1. O começo do começo: a decisão de investimento

##### 2.1.1. A *due diligence*

Falemos do processo de investimento em si. Como vimos, no investimento em capital de risco estamos perante a aquisição de participações sociais. Quanto a este aspeto, existem problemas próprios, uma vez que o objeto jurídico imediato são participações no capital social, mas o objeto económico do negócio será a empresa em si e, portanto, ao adquirente (investidor) não basta conhecer o estado jurídico das participações ou saber se estão livres de ónus ou encargos, sendo determinante ele saber qual a situação da empresa-alvo.

Consequentemente, um investidor, ao ser diligente antes de tomar qualquer tipo de decisão relacionada com o investimento, levará a cabo uma operação que lhe vai permitir conhecer a empresa-alvo. Esta operação é a denominada *due diligence* (DD) - significado literal: “diligência devida” - fazendo parte da fase preparatória que irá anteceder o contrato de investimento.

A DD tem assim como objetivo<sup>26</sup> “obter informação sobre as participações sociais, sobre a sociedade a que essas participações dizem respeito - a por vezes dita *sociedade-alvo* - e, claro está, sobre o património social, nele se incluindo a empresa eventualmente explorada pela sociedade- alvo. Também as relações entre a sociedade e os sócios e mesmo entre estes (p. ex., caso de conflito entre eles) são muitas vezes analisadas neste contexto.”<sup>27</sup>

Antes de falarmos do tipo de questões abordadas numa DD, importa trazer à colação os problemas que costumam surgir quanto à assimetria informativa e quanto à avaliação da empresa.

---

<sup>26</sup> São apontadas como as principais funções DD a “função formativa (providenciando informação completa e objetiva que permita uma correta e livre formação da vontade negocial das partes contratantes), uma função garantística (examinando o objeto negocial por forma a assegurar ao comprador a inexistência de vícios materiais ou ocultos), uma função valorativa (coadjuvando a determinação do preço negocial) e uma função probatória (documentação dos fluxos informativos pré-contratuais entre comprador, vendedor e empresa negociada). JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa como Objeto de Negócios”, *in* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 2008, Ano 68, Vol. II/III [722-781], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2008/ano-68-voliiii/doutrina/>.

<sup>27</sup> FÁBIO CASTRO RUSSO, “*Due Diligence* e Responsabilidade”, *in* I Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2011, Almedina, p. 14.

No que concerne à informação, esta, para além de assimétrica é, muitas vezes, incerta. A informação pode não estar disponível de modo imediato, existe um certo *delay* sobre a realidade e a informação, o que, certamente, gerará riscos. Afigura-se assim imperativa a realização de uma DD quanto a este aspeto, de forma a colmatar a falta (ou deficiente) informação.

Por sua vez, existe, igualmente, dificuldade na avaliação de uma empresa. Existem diferentes modos de avaliar as empresas, sendo usual recorrer aos resultados positivos, aos lucros, ao EBIT<sup>28</sup> ou ao EBDITA.<sup>29</sup>

Quanto a este último aspeto, a dificuldade de avaliação da empresa alvo torna-se ainda mais evidente nos casos de investimento em *seed capital*, investimentos em *startups*, uma vez que, encontrando-se estas empresas numa fase muito inicial da sua vida, é óbvio que não têm valores de vendas para apresentar, ou apresentam um EBITDA negativo.<sup>30</sup>

De volta à DD, este é um procedimento que pode ser muito moroso e envolver profissionais de todas as áreas, uma vez que, apesar do mais recorrente ser esta dividir-se entre as áreas financeira, levada a cabo por profissionais nessa área (como Revisores Oficiais de Contas - ROC - ou Sociedades de Revisores Oficiais de Contas - SROC) e jurídica, realizadas por advogados, podem existir outras dimensões, como, por exemplo, a DD ambiental.

Importa referir a título de nota que, indo-se, muitas das vezes, até ao mais pequeno pormenor, podem, inclusivamente existir contratos que permitem à contraparte resolver o contrato em caso de haver uma mudança societária (*v.g.*, alteração significativa na titularidade do capital social).

Nesta senda, e em jeito de conclusão para este ponto, podemos fazer alusão ao tema da responsabilidade civil, particularmente no caso de responsabilidade perante terceiros.

---

<sup>28</sup> *Earnings Before Interest and Taxes.*

<sup>29</sup> *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.*

<sup>30</sup> Sobre este aspeto, “Considerando as características deste tipo de investimento é mais difícil definir uma métrica de valorização da sociedade, porquanto as *startups* não têm muitas vezes os parâmetros económicos básicos necessários subjacentes aos métodos tradicionais de avaliação de sociedades. A inexistência de vendas ou a existência de EBITDAs negativos não permitem acomodar métodos de valorização tradicionais como o dos *cash-flows* descontados ou a aplicação de um múltiplo. Os métodos de avaliação variam, assim, significativamente de investidor para investidor, afigurando-se como verdadeira vantagem competitiva o conhecimento específico do mercado em que a *startup* opera e a valorização internacional que *startups* dentro do mesmo mercado alcançaram.”, PAULO BANDEIRA, “Estratégias...” *cit.*, p. 595 [591-605]

Ora, sendo usual contrapor responsabilidade obrigacional e responsabilidade extraobrigacional (aquiliana), poderá questionar-se, por exemplo, em qual delas caberá um caso de responsabilidade de um engenheiro ambiental contratado pela empresa a ser financiada que tenha elaborado um relatório de avaliação errado, relatório esse que tenha baseado a decisão final do investidor.

Será que esse engenheiro vai responder perante o investidor? No imediato, somos levados a dizer que não, porquanto o engenheiro ambiental não tem qualquer obrigação para com o adquirente das participações sociais e, se inexistente, na sua esfera jurídica, qualquer dever para com a outra parte, se ele não negociou, então, logicamente, fará todo o sentido que ele não tenha de responder - na verdade, os prejuízos ficam com aquele que é o titular do direito.

Por conseguinte, não haverá lugar à responsabilidade de quem elabore um relatório ambiental numa DD, ou de um auditor que conceba uma avaliação financeira da sociedade objeto de alienação, em virtude da não existência de um vínculo contratual entre este e aquele que tomou a decisão (o investidor) e da não existência de uma lei que, perante esse cenário, os responsabilize perante terceiros.

Contudo, temos na nossa doutrina quem assuma posição diversa, pugnando que aquele que gera confiança no seu comportamento (de acordo com o nosso exemplo, meramente ilustrativo, o engenheiro ambiental), responde perante o(s) destinatário(s) daquela confiança gerada.

A doutrina em apreço parte da premissa de que as hipóteses de responsabilidade que vão surgindo nos nossos dias não se deixam resolver com recurso aos quadros usuais do contrato ou do delito, tornando-se inegável a admissibilidade de uma “terceira via de responsabilidade”<sup>31</sup>.

A servir de alicerce a esta posição, traz-se à colação o artigo 227.º do nosso CC, sob a epígrafe “Culpa na formação dos contratos”, o qual consagra a responsabilidade pré-contratual, uma responsabilidade *sui generis* que, aludindo ao princípio da boa fé, tem como pretensão pautar, pela positiva, a conduta que as partes contratantes assumirão, *ab initio*, na prossecução e finalização das negociações.

Retomando a nossa posição já explanada, e por forma a concluir esta temática, cremos que deverá existir algum cuidado ao querer responsabilizar sem mais todo o tipo

---

<sup>31</sup> MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma «terceira via» no Direito da responsabilidade civil?*, 1997, Almedina.

de situação, especialmente quando não existe um dever contratual de prestar expressamente assumido pela parte “faltosa” para com o credor da prestação em causa.

### **2.1.2. Os diversos acordos pré-contratuais (acordos intermédios)<sup>32</sup>**

Os processos de formação dos contratos não se reconduzem sempre à existência de uma proposta e da conseqüente aceitação ou, em certos casos, de uma contraproposta e subsequente aceitação, especialmente quando estamos perante contratos de natureza internacional ou, até mesmo de âmbito nacional, mas com alguma complexidade associada. Destarte, a existência de uma fase pré-contratual, durante a qual as partes podem preparar, debater e negociar os termos do contrato final, é bastante recorrente.

Isto posto, para além da importantíssima DD onde se pretende examinar, de forma minuciosa, a empresa investida, é bastante frequente o recurso a múltiplos acordos intermédios, especialmente quando estamos perante negociações particularmente complexas e de maior vulto, que apenas se consumarão decorrido um longo período de tempo.

Ao abrigo da primazia do princípio da liberdade contratual, manifestação da autonomia privada, que impera no Direito Comercial e patente no nosso ordenamento jurídico no artigo 405.º do CC, haverá sempre lugar à celebração entre as partes dos mais variados tipos de acordos intermédios, de conteúdo altamente variável, sendo, portanto, uma das suas características, a heterogeneidade. Por essa mesma razão não nos vai ser possível examinar aqui todos os tipos de acordos que podem existir na fase preliminar, limitando-nos a elencar apenas os que achamos mais relevantes.

Ora, os acordos intermédios que, em bom rigor, são reconduzidos grande parte das vezes às denominadas “cartas de intenção” (*letters of intent/ commitment letters/ agreements in principle/ preliminar agreements*), sem embargo de poderem assumir as mais diversas formas, podem, genérica e sucintamente, traduzir-se em “meras declarações

---

<sup>32</sup> A título de nota, cumpre informar que não se deve estranhar eventuais diferenças terminológicas quanto a este ponto, porquanto estamos perante acordos celebrados entre as partes ao abrigo da autonomia privada que, adiantamos, tem um papel fundamental na regulação de todo o processo negocial e, por essa mesma razão, é comum os autores atribuírem nomenclaturas distintas para o mesmo tipo de acordo.

através das quais as partes manifestam a sua vontade em iniciar ou prosseguir as negociações de boa fé com vista a atingir o acordo final, conservando assim inteiramente intacta a sua liberdade de celebração do negócio definitivo de transmissão”<sup>33</sup>.

As *letteres of intent*, por se consubstanciarem em “meras declarações” das partes, não se reconduzirão, salvo certas exceções, ao contrato definitivo. Esta será uma importante etapa no *iter contractus* para averiguar a possibilidade da celebração, ou não, do contrato final, *i.e.*, se é intenção das partes celebrar o contrato definitivo.

Um exemplo de *in-between agreements* serão os *agreements to negotiate*, traduzindo-se “num acordo em que as partes, atingindo um certo estágio de desenvolvimento das negociações, se obrigam a prosseguir-las, em ordem a tentar atingir um acordo final, e se obrigam a fazê-lo de boa fé, empenhando os seus melhores esforços (“*best efforts*”) nesse sentido.”<sup>34</sup> Isto posto, os *agreements to negotiate* poderão, até certo ponto, dar lugar à existência de uma obrigação das partes de concluírem o contrato final, já que se espera que estas se empenhem na consumação daquela negociação e que negociem de boa fé<sup>35</sup>.

No que concerne a este tipo de instrumento negocial, surge um debate doutrinário curioso quanto à questão de saber se estamos perante um *lock-out agreement*, para além do *lock-in agreement*, uma vez que, quanto a este último, é notório o facto das partes estarem, mutuamente, a obrigar-se a negociar entre si.

Em relação à manifestação do *lock-out agreement* nos *contract to negotiate*, somos da opinião que as partes, na grande maioria das vezes, ao celebrarem este tipo de acordo intermédio, estão, implicitamente, a abdicar da prerrogativa de negociarem com terceiros durante o período de *lock-out* (*i.e.*, durante o período que mediar entre a celebração do *agreement to negotiate* e o contrato final), não lhes assistindo o direito de encetar negociações com terceiros, nem de falar do “produto”, no caso do fundador/promotor ou, no caso do investidor, realizar ofertas a outras eventuais empresas-alvo.

Como temos vindo a adiantar, e em posição contrária à opinião manifestada por

---

<sup>33</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A Empresa...”, cit., p.751 [722-781]

<sup>34</sup> EDUARDO SANTOS JÚNIOR, “Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato”, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 1997, Ano 57, Vol. II p. 592 [565-604], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-1997/ano-57-vol-ii-abr-1997/doutrina/>.

<sup>35</sup> No sentido acabado de mencionar, *vide* a decisão proferida no âmbito do caso *Itek Corporation V. Chicago Aerial Industries* (248 A. 2d 625 - Del. 1968), em que estava em causa a celebração de uma “*letter of intent*” entre ambas as partes e a posterior negação de uma delas em vir celebrar o contrato final, em consequência do recebimento de uma proposta negocial melhor.

alguma doutrina portuguesa<sup>36</sup>, os *agreement to negotiate*, ao terem na sua essência o princípio da boa fé, deverão igualmente implicar, para além da evidente obrigação de contratar (*lock-in agreement*), a obrigação de não estabelecer qualquer tipo de contacto com possíveis interessados na celebração daquele negócio, *in casu*, contrato de investimento em capital de risco (*lock-out agreement*).

Tal posição emana, sobretudo, do facto de que, ao não se reconhecer essa obrigação de contratar com terceiros implícita, o *agreement to negotiate* poderia perder grande parte do seu sentido útil, uma vez que se as partes devem, por um lado, respeitar a boa fé no período que medeia entre o início das negociações e o *terminus* das mesmas com a culminação da celebração do contrato final, a realização de negociações paralelas não se coadunaria com esse substrato.<sup>37</sup>

Um segundo tipo de acordos intermédios será o *agreement with open terms*, que consiste “num acordo que consubstancia, normalmente, muitas das estipulações do contrato final, ficando as partes já vinculadas no que a essas estipulações respeita. Mas obrigam-se ainda a continuar a negociar os pontos deixados em aberto e que serão incluídos, com a regulamentação que vier a ser acordada, no contrato final”.<sup>38</sup> Caso as partes não consigam chegar à elaboração do contrato definitivo, ficarão sujeitas ao acordo já realizado. Situação diferente será o caso em que uma das partes incumpra a sua obrigação de negociar, caso em que poderá ser responsabilizada.

Finalmente, há ainda lugar para o *stop gap agreement*, que se traduz num acordo de duração temporária e que pretende, essencialmente, governar as relações das partes durante a realização das suas negociações<sup>39</sup>. Quanto a este último tipo de acordo intermédio, e diferentemente do que sucede com o *agreement with open terms* que pode, não raras as vezes, comportar-se como o contrato final, o *stop gap agreement* apenas tem como intuito regular as relações das partes, não sendo usual que faça alusão a cláusulas que possam integrar o contrato definitivo a celebrar pelas partes.

---

<sup>36</sup> A título de exemplo, EDUARDO SANTOS JÚNIOR, “Acordos intermédios...”, *cit.*, [565-604].

<sup>37</sup> No entanto, esta será uma questão que deverá ser analisada caso a caso, dependendo da função que as partes pretendem atribuir ao *agreement to negotiate*.

<sup>38</sup> EDUARDO SANTOS JÚNIOR, “Acordos intermédios...”, *cit.*, p. 595-596 [565-604].

<sup>39</sup> EDUARDO SANTOS JÚNIOR, “Acordos intermédios...”, *cit.*, p. 596 [565-604].



Para encerrar este tópico, importa apenas sublinhar a possível discussão doutrinária que se poderá instalar quanto à responsabilidade em caso de incumprimento deste tipo de contratos.

Por forma a responder à questão, releva, desde já, esclarecer que, na nossa opinião, tudo dependerá do tipo de acordo intermédio em causa. Como tivemos oportunidade de analisar, existem diversos tipos de *in-between agreements*, de conteúdo altamente variável e, por essa mesma razão, o grau de vinculatividade também irá divergir, *i.e.*, a sua força jurídica.

Nesta senda, torna-se imperativo recorrer à interpretação do acordo *sub judice*, devendo tal exercício começar pela diferenciação entre os *agreements* destinados, somente, a aferir a intenção das partes em celebrar o acordo final e os acordos talhados para assumirem, *a posteriori*, a posição de contrato definitivo, por serem tão precisos - como os *agreements with open terms*.

Pelo exposto, cremos que em relação aos acordos intermédios que pretendem, simplesmente, registar as negociações iniciais e/ou estipular, por exemplo, qual o andamento negocial a assumir, estaremos no campo de cartas de intenção sem qualquer vinculatividade e, conseqüentemente, apenas estará em causa o instituto da responsabilidade pré-contratual, uma vez que não foi intenção das partes a assunção da obrigação de contratar.

Não obstante, não é por este tipo de acordo não assumir relevância jurídica que perde a sua utilidade prática. Na verdade, a celebração das cartas de intenção, na sua generalidade, tem servido para criar confiança entre as partes, fazendo-as assumir uma postura honesta e leal para com a contraparte no decorrer das negociações, bem como tem evitado certos abusos, que existiriam caso vigorasse, sem mais, o princípio da liberdade contratual.

No sentido acabado de mencionar, podemos concluir que as *letteres of intent* “determinam especificamente quais os comportamentos que, no entender das partes, são ou não conformes ao princípio da boa fé durante as negociações. Por conseguinte, elas podem servir para proibir comportamentos específicos ou para indicar um tal nível de pro-

gresso nas negociações que leve a considerar ilegítima a sua ruptura sem motivo justificado, uma vez que sem a sua existência nada poderia impedir uma das partes de romper livremente as negociações.”<sup>40</sup>

Por sua vez, existem outras modalidades de *preliminar agreements* que levam alguma doutrina a defender a aplicação da responsabilidade contratual em caso de incumprimento. Tal sucederá na situação de as partes terem assumido, entre si, a obrigação de contratar e, a partir do conteúdo do acordo celebrado, seja possível retirar o contrato final, tratando-se de verdadeiros pré-contratos (contratos-promessa, pactos de preferência). O mesmo sucederá com os acordos de confidencialidade<sup>41</sup> e acordos de exclusividade que, por criarem direitos e obrigações contratuais específicos, poderão ser objeto de execução autónoma, gozando, assim, de força contratual própria.

Não partilhamos, contudo, da mesma opinião, porquanto, independentemente do teor do acordo intermédio celebrado entre as partes, podendo este ser mais ou menos preciso, este não deixa de integrar a fase pré-negocial que sempre antecederá a formação do contrato. Ademais, no que concerne à responsabilidade pela culpa na formação do contrato, defendemos que a palavra “formação” deverá ser entendida num sentido amplo, onde se deverá incluir todo processo de formação do acordo.

Não obstante, e em virtude de esta ser uma questão para a qual o nosso legislador ainda não arranjou solução<sup>42</sup>, haverá sempre margem para as mais diversas interpretações dos acordos intermédios (paracontratualidade<sup>43</sup>), originando, assim, doutrina e jurisprudência divergentes para o mesmo *thema decidendum*.

## **2.2. A elaboração do contrato de investimento em capital de risco na ótica do investidor: cláusulas que regulam a saída do investidor<sup>44</sup>**

---

<sup>40</sup> LINO DIAMVUTU, “A Tutela da Confiança nas negociações pré-contratuais”, Dissertação de Mestrado, p. 16, disponível em <http://www.fd.ulisboa.pt/wp-content/uploads/2014/12/Diamvutu-Lino-A-TUTELA-DA-CONFIANCA-NAS-NEGOCIACOES-PRE-CONTRATUAIS.pdf>

<sup>41</sup> Os acordos de confidencialidade poderão ser reconduzidos ao compromisso assumido pelas partes de não divulgação de informações relevantes e relativas ao processo negocial em questão.

<sup>42</sup> Contrariamente, por exemplo, à legislação alemã, que com a reforma do BGB em 2001/2002, viu esta questão resolvida, vindo previsto, de forma expressa “a existência de uma relação obrigacional aquando de negociações iniciais e de contratos semelhantes aos negociais.” Vindo, “assim, desembocar na responsabilidade obrigacional: a solução claramente mais adequada.” MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Tomo VIII, Almedina, 2016, p. 401.

<sup>43</sup> MENEZES CORDEIRO, *Tratado...*, cit., p. 400 e ss.

<sup>44</sup> Uma vez mais, não estando nós perante “tipos legais”, mas sim diante cláusulas que existem ao abrigo da autonomia privada, existirá sempre a possibilidade de os autores fazerem caracterizações diferentes, podendo dar azo a diferenças terminológicas.

Após a fase preparatória que temos vindo a analisar, surge a fase obrigacional, onde haverá lugar à celebração do contrato de investimento propriamente dito, que será o local onde emanarão os mais diferentes tipos de cláusulas, que poderão incidir sobre os mais variados aspetos considerados como relevantes de regular pelas partes - é a altura em que se irão tecer, de forma exaustiva, cláusulas mais detalhadas, mormente relacionadas com as obrigações em concreto a assumir pelas partes.<sup>45</sup>

Ora, como tivemos oportunidade de analisar no Capítulo I, uma das características do contrato de investimento em capital de risco resulta da natureza temporária deste, fazendo parte do seu *modus operandi* a venda das participações sociais outrora adquiridas pelo investidor, após um certo período temporal. Para além do contrato de investimento poder/dever regular a duração da relação contratual e em que cenário ocorrerá o seu *terminus*<sup>46</sup>, também deverá ser prioridade das partes, especialmente do próprio investidor, controlar o seu investimento.

Nesta senda, e para o que aqui nos ocupa, as cláusulas que doravante iremos analisar reconduzir-se-ão, sobretudo, a cláusulas que pretendem assegurar uma posição confortável aquando da saída do investidor em capital de risco (mecanismos indiretos de controlo<sup>47</sup>), excluindo, deste modo, e a título de exemplo, eventuais cenários em que este se vê impossibilitado de alienar as suas participações sociais na altura desejada/estipulada ou que não as consegue alienar nas melhores condições de mercado.

Antes de procedermos à análise das cláusulas mais relevantes neste âmbito, cumpre esclarecer que umas se reconduzirão a um cenário onde a posição do investidor na empresa financiada é maioritária e outras deverão existir quando a posição do investidor se afigura como minoritária.

---

<sup>45</sup> Sem prejuízo de, note-se, algumas das cláusulas que irão ser abordadas já poderem constar das cartas de intenção, porquanto, como mencionámos, estas podem apresentar um conteúdo tão explícito e preciso, abarcando certas estipulações contratuais relacionadas já com a própria atividade a desenvolver pelas partes, que acabe por perder a utilidade prática e passar para a fase obrigacional. No entanto, vamos prosseguir com o presente estudo assumindo que não estamos perante esse cenário e que após a fase negocial, surge crucial as partes se debaterem na realização da fase negocial.

<sup>46</sup> “É comum que as partes definam o momento a partir do qual devem procurar novos investidores, uma admissão à cotação em mercado bolsista, um mandato de venda conjunta ou mesmo a dissolução e liquidação da sociedade. (...) Os contratos de investimento tendem a definir, por isso, de forma muito rigorosa os mecanismos de saída, sendo crucial estruturar adequadamente o que serão denominados “Eventos de liquidez””. PAULO BANDEIRA, “Estratégias...” *cit.*, p. 596 [591-605].

<sup>47</sup> Para além dos mecanismos indiretos de controlo, é igualmente usual que as partes estipulem determinadas cláusulas contratuais destinadas, essencialmente, a estabelecer mecanismos diretos de controlo, como será o caso da regulação de questões relacionadas com a administração da sociedade, implicando aqui a existência ou não do domínio dos direitos de voto na sociedade investida.

### 2.2.1. Cláusulas *Drag Along* e *Tag Along*<sup>48</sup>

As cláusulas *drag along*<sup>49</sup>, consistindo em cláusulas de transmissão forçada de participações sociais, estabelecem que, havendo uma proposta de compra de participações (por norma, visa-se uma aquisição totalitária destas), o sócio alienante, beneficiário do *drag*, tem a prerrogativa de obrigar todos os outros sócios a alienarem, igualmente, as suas participações, nos mesmos termos e condições em que este o fará<sup>50</sup>.

Estas cláusulas, frequentes em acordos de capital de risco, revelam-se úteis para facilitarem a saída dos investidores, especialmente numa situação em que existe um potencial comprador interessado na aquisição totalitária das participações sociais ou, quando muito, na aquisição de uma participação maioritária.

Estas cláusulas, além de terem como propósito facilitar a saída dos investidores, também é certo que visam impedir eventuais abusos da minoria.

Ora, se o contrato de investimento surge omissivo quanto à regulação da venda das participações sociais pelo investidor em capital de risco, este correrá, inevitavelmente, o risco de aparecer um adquirente que apenas pretende adquirir a totalidade das participações sociais por forma a obter o controlo total da sociedade. Se os outros acionistas, minoritários, não estão na disponibilidade de alienar as suas participações, o investidor em capital de risco verá a sua saída da sociedade financiada atrasada, ou até mesmo bloqueada, única e exclusivamente porque as participações sociais que tem na sua titularidade são insuficientes para fazer valer a pretensão do adquirente das mesmas.

Deste modo, ao vir prevista a cláusula *drag along*, o investidor em capital de risco, beneficiário do *drag*, não verá precludido o seu direito de sair da sociedade investida nos termos em que estavam estipulados no contrato de investimento.<sup>51</sup>

As cláusulas *tag along*<sup>52</sup>, por sua vez, preveem que se um sócio decidir alienar as suas participações sociais, ficará vinculado a dar a conhecer aos demais sócios os termos e condições respeitantes à proposta apresentada, para que lhes seja concedida a possibilidade de virem a exercer o direito de venda conjunta, caso assim o entendam.

---

<sup>48</sup> Sobre as características destas cláusulas, v. MARIA ISABEL SÁEZ LACAVE, “Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag - y de drag-along”, in Revista para el Análisis del Derecho, 2007, disponível em <https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/78704/102780>.

<sup>49</sup> Ou *take along*.

<sup>50</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo”, in RDS X, 2018, 4, p. 800 [771-883].

<sup>51</sup> Chamando a atenção para a possibilidade de situações de abuso pelo beneficiário do *drag*, vide MANUEL SEQUEIRA, “Acordos...” cit., p. 801-802 [771-883].

<sup>52</sup> Ou *piggy back*.

Contrariamente ao que sucede com as cláusulas *drag along*, em que se evita que o sócio minoritário trave a venda das participações, aqui, por seu turno, pretende-se tutelar os sócios minoritários, já que estes irão vender as suas participações nas mesmas condições que o(s) sócio(s) maioritário(s)<sup>53</sup>, ficando assim assegurada a sua saída.

No caso concreto do investimento em capital de risco, o investidor, sendo beneficiário do *tag*, “tem a oportunidade de vender nas mesmas condições que o fundador, evitando ficar sob influência de um novo sócio e tendo a oportunidade de sair da empresa (em princípio parcialmente).”<sup>54</sup>

### 2.2.2. Cláusulas *Call Option* e *Put Option*<sup>55</sup>

Passando agora à análise das cláusulas *call option*, estas atribuem ao titular deste direito o poder de adquirir, potestativamente, certas participações sociais, em termos pré-estabelecidos no instrumento contratual (nomeadamente em relação ao preço - *strike price*). Ou seja, “através destas cláusulas, os sócios submetem-se a uma situação de sujeição jurídica ao atribuírem aos outros sócios (...) o direito potestativo (aqui, em sentido técnico) de adquirir (...) as suas participações sociais (...)”<sup>56</sup>

Para que se verifique em termos práticos a opção de compra, basta uma manifestação de vontade por parte do sócio beneficiário deste direito nesse sentido, sendo assim clara a situação de sujeição jurídica em relação à contraparte.

Por seu turno, a cláusula *put option* funciona nos mesmos termos que o mecanismo da *call option* mas, neste caso, está em causa a venda das participações sociais e não a sua compra. As partes estipulam que, verificado determinado evento “previamente estabelecido (um termo ou condição ou uma situação de impasse)”<sup>57</sup>, o titular deste direito

---

<sup>53</sup> “Os acordos de transmissão conjunta permitem a um sócio garantir que a venda da sua participação na sociedade será realizada simultaneamente com a(s) do(s) outro(s) sócio(s).” Cfr. MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo”, in RDS X, 2018, 4, p. 800 [771-883]

<sup>54</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias de saída no capital de risco”, in Caderno do Mercado de Valores Mobiliários - 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, 2021, p. 837 [823-854].

<sup>55</sup> Cláusulas de opção de compra e de opção de venda. Segundo Menezes Cordeiro estes contratos “conferem, ao seu titular, o direito, mas não a obrigação, de comprar (ou de vender) sujeitando-se a contraparte ao inverso. Ou, noutros termos: ela atribui, a uma parte, perante a outra, o direito de estar num contrato.”, MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Tomo VII, Almedina, 2016, p. 551.

<sup>56</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 806 [771-883].

<sup>57</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 807 [771-883].

pode optar por vender as suas participações sociais, ficando os demais sócios adstritos à aceitação da sua saída, naquelas condições.

É usual que estas cláusulas sejam previstas conjuntamente com as cláusulas de *drag along* e *tag along*, como forma de sanção de eventuais incumprimentos. Por exemplo, no caso das cláusulas *tag along*, se o terceiro não quiser comprar as participações sociais naqueles termos, fica o titular do direito obrigado a comprá-las.

### 2.2.3. Cláusulas *Buy-Sell*<sup>58</sup>

Um outro tipo de cláusulas destinadas a regular, uma vez mais, a saída do investidor em capital de risco da sociedade investida são as cláusulas *buy-sell*, que integram o grupo das cláusulas *shoot-out*.

As cláusulas *shoot-out*, sem embargo de poderem assumir diversas modalidades, consubstanciam-se no seguinte: “ocorrendo uma situação de impasse, uma das partes desencadeia o processo de *shoot-out* (através de uma oferta de aquisição de todas as participações sociais do outro sócio ou sócios), e caberá à outra parte tomar uma decisão (compra/venda).”<sup>59</sup>

Desta forma, este tipo de cláusulas é bastante recorrente em sociedades com participações igualitárias, v.g. sociedades com dois acionistas ou, não sendo a sociedade constituída por apenas dois acionistas, é possível formar grupos igualitários, homogéneos.

As cláusulas *buy-sell* são a modalidade mais comum das cláusulas *shoot-out* e preveem que “um dos sócios (sócio A) - que pretenda sair ou controlar a sociedade - inicie o procedimento mediante a oferta de (i) venda de todas as suas participações sociais ao outro sócio (sócio B); ou (ii) aquisição de todas as participações sociais do sócio B, por um determinado preço. O sócio B poderá decidir livremente se quer adquirir ou alienar.”<sup>60</sup>

A título de nota, e para terminar a caracterização destas cláusulas, é usual a imposição de um *cooling-off period*, por forma a que as partes ponderem bem antes de decidirem acionar esta cláusulas.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Ou *Russian Roulette*.

<sup>59</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 804 [771-883].

<sup>60</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 805 [771-883].

<sup>61</sup> Cfr. MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 804 [771-883].

#### 2.2.4. Cláusulas de preferência

Por último, saindo da área da transmissão/aquisição forçada, há ainda lugar para trazer à colação o direito de preferência, que figura como um dos principais tipos de cláusulas limitativas da transmissibilidade das participações sociais.

Nos termos do disposto no artigo 414.º do CC “O pacto de preferência consiste na convenção pela qual alguém assume a obrigação de dar preferência a outrem na venda de determinada coisa”, podendo subdividir-se em cláusulas de preferência próprias e cláusulas de preferência impróprias (ou “cláusulas de “preempção”).

“As primeiras atribuem à sociedade ou aos demais sócios um direito de preferência na alienação, a título oneroso (e a título singular), das ações. As segundas atribuem-lhes um direito de aquisição preferente nas ações por preço determinado, ou determinável, de acordo com critério estipulado nos estatutos, no caso de transmissão singular das ações, a título oneroso ou gratuito.”<sup>62</sup> Estas segundas, por assumirem variações, podem já não ser consideradas preferências de harmonia com o disposto no artigo 414.º do CC.<sup>63</sup>

Como uma das principais funções destas cláusulas podemos assinalar a garantia da continuidade/estabilidade da empresa societária, bem como o seu funcionamento eficiente<sup>64</sup>. Por um lado, pretende-se “tutelar o interesse social face a possíveis influências ou interferências indesejáveis vindas do exterior, e por outro, tutelar esse interesse no âmbito estritamente interno, garantindo um determinado equilíbrio de forças ou a estabilidade do poder corporativo.”<sup>65</sup>

Enquadrada neste tipo de cláusulas temos a cláusula de opção de primeira oferta (*right of first offer*). Estas cláusulas impõem uma obrigação contratual ao(s) sócio(s) que pretende(m) alienar as suas participações sociais a um terceiro, uma vez que, antes de mais, deverão oferecê-las ao *rights holder*.

---

<sup>62</sup> EVARISTO MENDES, “Restrições à transmissibilidade das ações I”, p. 4, disponível em [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Clausulas\\_restritivas\\_da\\_transmissibilidade\\_das\\_acoes\\_1986.pdf](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Clausulas_restritivas_da_transmissibilidade_das_acoes_1986.pdf).

<sup>63</sup> A admissibilidade das cláusulas de preferência próprias não levanta qualquer dúvida, atento o disposto na al. b), do número 2, do artigo 328.º, do CSC, “embora com a ressalva de que não se prevê poder a sociedade ser titular do direito de preferência e que pode haver transmissões onerosas incompatíveis com o exercício da preferência”. No entanto, o mesmo não se sucede com as cláusulas de preferência próprias, podendo existir dúvidas quanto à sua integração na norma mencionada e consequente admissibilidade no nosso Direito. Cfr. EVARISTO MENDES, “Restrições à transmissibilidade...”, *cit.*, p. 4.

<sup>64</sup> EVARISTO MENDES, “Restrições à transmissibilidade...”, *cit.*, p. 5.

<sup>65</sup> EVARISTO MENDES, “Restrições à transmissibilidade...”, *cit.*, p. 5.

Somente no caso dessa oferta ser recusada por parte do *rights holder* é que o alienante estará livre para alienar as suas participações ao terceiro, nos mesmos termos e condições que foram apresentados ao sócio titular daquele direito.

Esta será uma cláusula útil a um investidor de capital de risco, tendo em conta que com poucos custos, poderá colocar as suas participações sociais à venda, imediatamente e sem ter de colocá-las à venda perante terceiros, evitando-se a perda de recursos com todo esse processo.

Na outra face da moeda, temos a cláusula de opção de primeira recusa (*right of first refusal*), na qual se prevê que o sócio que pretenda vender parte ou a totalidade da sua participação social deve oferecer a possibilidade de aquisição (com todas as condições essenciais), em primeiro lugar, aos restantes sócios titulares dessa preferência imprópria, independentemente de ter ou não já uma proposta de terceiro (neste último caso, por preço a determinar por terceiro independente).<sup>66</sup>

É usual que este tipo de direito conferido pela *right of first refusal* seja limitado no tempo, sendo que, após decorrido o período estipulado contratualmente, o beneficiário deste direito perde a possibilidade de fazer negócio com o sócio alienante, ficando, desta forma, livre de negociar com quem lhe aprouver.

Esta será uma cláusula vantajosa para um investidor de capital de risco com uma posição minoritária na sociedade, uma vez que, existindo sempre a possibilidade de oferecer as suas ações a terceiro antes de apresentar a proposta ao sócio titular do direito, ele irá obter certezas de que irá receber o melhor valor de mercado, assegurando assim uma “boa” saída da sociedade.<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos...” *cit.*, p. 799-800 [771-883]

<sup>67</sup> Já não numa perspectiva de uma “fácil” saída da sociedade investida, mas este tipo de cláusulas podem servir igualmente para impedir que terceiros indesejados entrem para a vida societária. Na verdade, pode ser do interesse do próprio investidor em capital de risco adquirir as participações sociais que o sócio adstrito a esta obrigação pretende alienar, evitando, desta maneira, que seja um terceiro a adquiri-las.



## CAPÍTULO III

### EM QUE TIPO DE INSTRUMENTO CONTRATUAL DEVEM VIR PLASMADAS ESTE TIPO DE CLÁUSULAS?

#### **3.1. A colocação do problema: Pacto Social Vs. Acordo Parassocial**

Chegados aqui, e sabendo da possibilidade de existência de dois universos distintos quanto à regulação da qualidade de sócio, o da socialidade propriamente dito e o da parassocialidade, importa questionar: em que tipo de instrumento negocial devem vir plasmadas as cláusulas que temos vindo a analisar?

Para responder a esta questão, núcleo central do presente estudo, importa, antes de mais, esclarecer em que consiste um pacto social (contrato social) e em que consiste um acordo parassocial. Depois de clarificados estes conceitos, cumprirá distinguir os dois instrumentos negociais atendendo a quatro elementos: i) publicidade; ii) alterações de conteúdo; iii) limites e iv) eficácia.

O contrato social<sup>68</sup>, reconduzindo-se ao ato constitutivo de uma sociedade, tanto pode assumir uma função contratual, porquanto é o instrumento negocial onde fica plasmado o acordo de vontades entre as partes contratantes, assim como uma função normativa, uma vez que pretende regular as relações entre os sócios e a vida da sociedade em si.<sup>69</sup>

Assim, “o contrato de sociedade permite, muitas vezes, distinguir duas áreas: a do contrato propriamente dito, na qual as partes se identificam, declinando elementos comprovativos, estado civil, profissão e residência e manifestam a intenção de constituir uma sociedade; e a do pacto social ou estatutos, nos quais as partes, normalmente em moldes articulados, disciplinam a nova entidade.”<sup>70</sup> Não obstante, na *praxis* jurídica “contrato social” e “estatutos” passaram a ter o mesmo significado, não sendo usual aquela reparição.

---

<sup>68</sup> Desde a reforma de 2006 que já não existe a obrigatoriedade de constituição das sociedades através de escritura pública, bastando que o contrato social assumira a forma escrita e que as assinaturas das partes contratantes sejam reconhecidas presencialmente.

<sup>69</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª Edição, 2019, Almedina, p. 128.

<sup>70</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, 2.ª Edição, Almedina, 2007, p. 427.

O contrato social visa, assim, a constituição da sociedade, bem como estabelecer a atividade a desenvolver (denominação, objeto, sede, capital social, composição orgânica, direitos que vão assistir aos sócios e, eventualmente, regular o exercício social ou, ainda, a própria dissolução da sociedade).

No artigo 9.º do CSC vêm elencados os elementos (obrigatórios gerais) que devem constar do ato constitutivo.<sup>71</sup> Dessa norma deverá fazer-se a remissão para o artigo 199.º do CSC, tratando-se da constituição de sociedades por quotas e, sendo o caso de constituição de uma sociedade anónima, a remissão deverá ser feita para o artigo 272.º do mesmo diploma legal.

Os acordos parassociais, por seu turno, são definidos pelo CSC como os acordos “*celebrados entre todos ou entre alguns sócios pelos quais estes, nessa qualidade, se obriguem a uma conduta não proibida por lei*” (artigo 17.º, n.º 1).

Menezes Cordeiro define estes contratos como os “convénios celebrados por sócios duma sociedade, nessa qualidade; visam além disso, regular relações societárias. Distinguem-se, em abstracto, do próprio pacto social, uma vez que apenas respeitam aos sócios que os celebrem, sem interferir no ente colectivo. E distinguem-se igualmente de quaisquer outros acordos que os sócios possam celebrar entre si por, no seu objecto, respeitarem a relações societárias.”<sup>72</sup>

Tendo em consideração as definições apresentadas, conseguimos retirar já algumas ilações quanto aos âmbitos objetivo e subjetivo dos acordos parassociais. Desde logo, quanto ao âmbito objetivo, este reconduzir-se-á às situações que, de alguma forma, estejam relacionadas com a vida da sociedade. Todo o tipo de matérias que extravasar esse conteúdo não deverá ser regulado em acordo parassocial.

Já o âmbito subjetivo destes contratos, apesar da letra da lei (artigo 17.º, n.º 1, CSC) restringir a sua aplicabilidade aos sócios, grande parte da doutrina portuguesa tende a admitir a celebração destes contratos entre sócios e terceiros, recorrendo-se a uma aplicação analógica da norma, atentas as similitudes existentes.<sup>73</sup> Quanto a este aspeto pa-

---

<sup>71</sup> A saber: indicação das partes (sócios fundadores), do tipo social escolhido (manifestação do princípio da tipicidade - artigo 1.º, n.º 1 e 2, CSC -), do objeto social, bem como da sede social e do capital social. Deverá ainda ser aludido o montante da participação, bem como a natureza da entrada de cada sócio; se a entrada do sócio consistir em bens diferentes de dinheiro, deverão os mesmos vir descritos. Finalmente, se o exercício anual não coincidir com o ano civil, a data do encerramento deverá vir igualmente prevista.

<sup>72</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acordos parassociais”, in Revista da Ordem dos Advogados, 2001, Ano 61, Vol. II, disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2001/ano-61-vol-ii-abr-2001/doutrina/>, p. 539, [529-542].

<sup>73</sup> Por exemplo, JORGE COUTINHO ABREU, “Curso de Direito...”, cit., p. 148.

rece-nos que apenas se enquadrará nesta situação terceiros que sejam considerados futuros sócios, “não revestindo, conseqüentemente, essa natureza os instrumentos em que intervierem apenas um sócio e um terceiro, ainda que os mesmos incidam sobre a conduta daquele na sociedade.”<sup>74</sup>

Ora, quanto às funções atribuídas aos pactos sociais há que mencionar, em primeira linha, a sua função complementadora face ao contrato social. Não obstante os acordos parassociais serem considerados como contratos autónomos, celebrados à parte do contrato social, o que é certo é defendemos a existência de uma certa acessoriedade entre este e o contrato social<sup>75</sup>, já que a sua celebração pressupõe sempre a existência de um contrato de sociedade (não existe um acordo parassocial sem, *a priori*, existir um contrato social) - relação de dependência - e, tendo em consideração que quer a lei, quer o contrato social não compreendem todas as matérias que, ao longo da vida da sociedade, podem, ou devem, ser objeto de regulação, os acordos parassociais surgem como que um complemento ao pacto social. Ademais, verifica-se na *praxis* jurídica que muitas das matérias que são reguladas pelos acordos parassociais, “podiam integrar, sem dificuldades, o conteúdo do contrato de sociedade.”<sup>76</sup>

Encontrando-se regulados no contrato social os elementos obrigatórios, quer gerais, quer aqueles relacionados com o tipo de sociedade a constituir, inúmeras matérias, impossíveis de antever, ficam de parte. Assim, paralelamente, mas tendo sempre como ponto de partida o contrato social, são celebrados os acordos parassociais.

No que concerne às matérias que podem ser reguladas nos estatutos, as opções são inúmeras, uma vez que o princípio da autonomia privada impera neste campo. No entanto, cumpre frisar que “o conteúdo de um acordo parassocial está sujeito aos requisitos gerais do objeto e o fim do negócio jurídico, estabelecidos nos artigos 280.º e 281.º CC: possibilidade física e legal, licitude, determinabilidade, conformidade à ordem pública e aos bons costumes”<sup>77 78</sup>, para além das normas societárias a que alude o artigo 17.º, n.º 1, ao mencionar “conduta não proibida por lei”.

---

<sup>74</sup> PAULO OLAVO CUNHA, “Direito das Sociedades...” *cit.*, p. 186.

<sup>75</sup> Cfr. Ana Filipa Leal, “Algumas notas sobre a parassociedade no Direito português”, in RDS I, 2009, 1, p. 145, [135-183]. Em sentido diverso, Paulo Câmara, Parassociedade e Transmissão de Valores Mobiliários, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas, 1996, p. 54, *apud* Manuel Sequeira, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 773 [771-883].

<sup>76</sup> DIOGO COSTA GONÇALVES, “Socialidade e parassociedade”, in RDS, XI, 2019, p. 139 [133-151].

<sup>77</sup> RITA MAFALDA VERA-CRUZ PINTO BAIRROS, “Os acordos parassociais - breve caracterização”, in RDS, 2010, 1/2, p. 347 [333-358].

<sup>78</sup> Caso sejam apostas cláusulas que violem disposições legais imperativas, as mesmas serão consideradas nulas, aplicando-se o regime previsto no artigo 294.º do CC.

Chegados aqui, e tendo presente as noções básicas sobre ambos os instrumentos negociais em confronto, importa retomar o objeto do presente estudo. Já foi alvo de análise alguns dos mecanismos indiretos de controlo mais recorrentes no mundo do investimento em capital de risco e, adiantamos, quer o contrato social, quer os acordos parassociais afiguram-se como essenciais nessa temática.

Na verdade, “Estes mecanismos indiretos de controlo são cláusulas previstas no contrato social ou num AP que estabelecem obrigações de conduta que não vinculam diretamente os órgãos da sociedade (nomeadamente de gestão da sociedade), mas sim os seus sócios, constituindo os correspondentes direitos para os outros intervenientes.”<sup>79</sup>

### **3.2. Quadro comparativo**

Como já tivemos oportunidade de mencionar, a propósito da característica da acessoriedade dos acordos parassociais, se existem matérias que tanto são admissíveis nos próprios estatutos da sociedade como em acordos parassociais, cabe questionar se os mecanismos indiretos de controlo analisados serão exemplo disso e, em caso afirmativo, decidir qual deles se afigurará como mais vantajoso, atentos os seus traços.

#### **3.2.1. Publicidade**

Quanto à publicidade, admite-se, na generalidade, que, por detrás da celebração dos acordos parassociais existe uma certa intenção de reserva, uma intenção de sigilo. No entanto, cumpre mencionar que existem normas especiais sobre a revelação dos acordos parassociais no âmbito de sociedades cotadas (artigo 19.º, do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, Código dos Valores Mobiliários<sup>80</sup>) ou no âmbito de instituições de crédito e sociedades financeiras (artigo 111.º do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras<sup>81</sup>).

---

<sup>79</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 778 [771-883].

<sup>80</sup> A presente norma impõe que os acordos parassociais celebrados sejam “comunicados à CMVM por qualquer dos contraentes no prazo de três dias após a sua celebração.” (n.º 1) e que “as deliberações sociais tomadas com base em votos expressos em execução dos acordos não comunicados ou não publicados” são anuláveis, “salvo se se provar que a deliberação teria sido adotada sem aqueles votos.” (n.º 3).

<sup>81</sup> O artigo mencionado, sob a epígrafe “Registo de acordos parassociais”, obriga, precisamente, o registo no Banco de Portugal dos acordos parassociais celebrados entre “acionistas de instituições de crédito relativos ao exercício do direito de voto”, “sob pena de ineficácia” (n.º 1).

Por seu turno, quanto ao contrato social, e atento o teor do artigo 5.º do CSC, temos que sem registo não há personalização da sociedade<sup>82</sup> e, em consonância, o registo do contrato de sociedade é exigido pelo CRC (al. a), do n.º 1, do artigo 3.º). Adicionalmente, impõe-se que esteja arquivado na Conservatória do Registo Comercial um exemplar do contrato atualizado (n.º 2, do artigo 59.º do CRC).

O que subjaz à necessidade do registo do contrato social, reconduzindo-se, portanto, a um dos requisitos constitutivos das sociedades, traduz-se, essencialmente, em razões de segurança jurídica e de tráfego jurídico - a publicidade tem como *ratio* dar a conhecer a terceiros da existência de uma nova situação jurídico-mercantil.

Ora, se por um lado temos um instrumento negocial que tem (em regra) inerente o sigilo, a confidencialidade e, por outro lado, temos um contrato que, para produzir os seus efeitos, necessita de ser registado, importa ponderar ao decidir pela esfera da parasocialidade ou pela da socialidade se se pretende manter acessível o conteúdo do contrato a celebrar a qualquer interessado ou se será preferível mantê-lo oculto.

### 3.2.2. Alterações de conteúdo

Tendo presente que, em tudo o que não vier expressamente previsto na lei (nomeadamente no artigo 17.º do CSC), aplicar-se-ão aos acordos parassociais as regras gerais do CC quanto aos negócios jurídicos, quanto à sua modificação, remetemos para o n.º 1 do artigo 406.º do mesmo. Ou seja, os acordos parassociais apenas se podem alterar através de “*mútuo consentimento dos contraentes*”.

Nesta senda, os acordos parassociais têm “maior estabilidade, na medida em que as previsões que nele sejam estabelecidas só poderão ser alteradas por unanimidade (salvo se convencionado de outra forma) o que garante o controlo das alterações das regras do jogo durante o período de investimento.”<sup>83</sup>

Já relativamente ao contrato social, a sua alterabilidade vem prevista, expressamente, no artigo 85.º do CSC, que sujeita tal ato a deliberação prévia dos sócios, “salvo quando a lei permita atribuir cumulativamente essa competência a algum outro órgão” (n.º 1, do artigo 85.º), sujeita às regras previstas para cada tipo social (n.º 2, do artigo 85.º)

---

<sup>82</sup> As sociedades gozam de personalidade jurídica apenas a partir da data do registo definitivo do contrato social (mas não quer dizer que antes desse momento não exista nada).

<sup>83</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 778 [771-883].

e, ainda, após ter sido adotada a alteração, deverá a mesma ser reduzida a escrito (n.º 3, do artigo 85.º) - para tal efeito, bastará a ata da deliberação, mas com exceções (n.º 4, do artigo 85.º).

O artigo 86.º, a propósito da proteção dos sócios, estabelece que apenas através de unanimidade “pode ser atribuído efeito retroativo à alteração do contrato de sociedade e apenas nas relações entre sócios.”

Neste conspecto, importa atender ao teor da matéria que se pretende regular, se estamos perante questões mais ou menos complexas, com mais ou menos mutabilidade. Se estivermos perante um conteúdo contratual que se prevê a sua eventual alteração, optar-se-á pela redação do acordo parassocial. Não obstante, uma vez que a alteração do acordo parassocial dependerá sempre de acordo das partes, poderão surgir dificuldades na obtenção dessa unanimidade.

Da outra face da moeda, é certo, dependendo, em regra, a alteração do contrato de sociedade de uma certa percentagem de detenção de capital social, poderão surgir abusos de maioria e a lei apenas prevê regras mais apertadas quando estamos perante a atribuição de efeitos retroativos à alteração do contrato social deliberada (n.º 1, do artigo 86º).

Pelo que, quanto a este aspeto, ao optar-se pela inclusão de mecanismos indiretos de controlo da sociedade investida num acordo parassocial, a vantagem seria i) em relação à “burocracia” associada e ii) no caso do investidor em causa deter uma participação minoritária na sociedade financiada, o seu consentimento valeria tanto como os dos demais sócios, independentemente da percentagem de capital social detida.

Num cenário distinto, em que estamos perante um investidor com posição maioritária na sociedade investida, aí já se poderia equacionar a inclusão das cláusulas que regulam todo a sua atividade de investimento no contrato social, uma vez que este teria um maior poder de decisão quanto à alteração do mesmo, - assumindo que a deliberação de aprovação da alteração do contrato social se efetua através da regra da maioria previstas para as sociedades por quotas e para as sociedades anónimas, não estando sujeito a eventuais abusos da minoria.

### **3.2.3. Limites**

O contrato de sociedade é elaborado e celebrado ao abrigo da autonomia privada: as partes optam, ou não, por celebrá-lo e, ao fazê-lo, têm igualmente a liberdade de nele

apor as cláusulas que lhe aprouverem, ainda que o princípio da autonomia privada não seja irrestrito.

No que concerne ao conteúdo do contrato social, sabemos que por um lado temos as menções obrigatórias (artigo 9.º do CSC) e, por outro, as menções facultativas<sup>84</sup> que, ao não serem previstas no contrato, deixar-se-á a sua regulação a cargo do que já vem previsto na lei.

Quanto às menções obrigatórias, apesar de ser necessária a sua inclusão no contrato social sob pena de invalidade do mesmo<sup>85</sup>, o seu conteúdo é, em certa medida, da responsabilidade das partes, consoante aquilo que pretendem ao constituir aquela sociedade. Note-se que muitas das regras a que se vincularão irá depender do tipo social escolhido, como a “estrutura e representação das participações sociais, com o capital social mínimo e com o regime da responsabilidade dos sócios”<sup>86</sup> e o número mínimo de sócios.

Quanto às menções facultativas, estas também estão vinculadas aos limites impostos na lei societária - limitações estatutárias. A título de exemplo, e em relação às sociedades por quotas, o já aludido direito à informação, apesar de poder ser regulado no contrato de sociedade, o n.º 2, do artigo 214.º, estabelece que o exercício deste direito não pode ser impedido ou limitado injustificadamente; quanto à cessão de quotas, o n.º 5, do artigo 229.º restringe as possibilidades de regulação deste mecanismo impondo a não verificação das suas alíneas.

No âmbito das sociedades anónimas, em sede de adiantamentos sobre lucros, o n.º 1 do artigo 297.º, possibilita a sua autorização no contrato social, mas com a condição

---

<sup>84</sup> Quanto a estas, são vários os exemplos que podemos dar:

- i) Duração da sociedade (artigo 15.º, CSC) - se nada for dito no contrato, a sociedade irá durar por tempo indeterminado;
- ii) Regulação do direito de voto dos sócios nas SQ (artigo 249.º, CSC) - o n.º 5, do artigo 249.º amplia o círculo de possíveis representantes do sócio (mas não pode restringi-lo); quanto às SA temos o n.º 2, do artigo 384.º, CSC;
- iii) Distribuição de lucros (artigo 217º, CSC, para as SQ e artigo 294.º para as SA, que remete para o artigo 217º) - a regra geral é que devem ser distribuídos metade dos lucros aos sócios, no entanto, o contrato social (e deliberação social) pode dispor diversamente;
- iv) Regulação do direito à informação nas SQ (artigo 214.º, CSC) - é possível que os estatutos regulamentem o direito à informação, desde que tal não impeça o seu exercício ou restrinja, sem justificação, o seu exercício; em relação às SA, o n.º 4, do artigo 288.º estabelece que os estatutos sociais podem proibir que os elementos consultáveis referidos nas als. a) a d) do n.º 1, do artigo 288.º, sejam enviados através de correio eletrónico ou que sejam publicados no sítio da Internet da sociedade (é raro que tal suceda);
- v) Direito de preferência na transmissão das participações sociais (quanto às SQ, a sua previsão no contrato de sociedade é permitida ao abrigo do n.º 5, do artigo 229.º e, quanto às SA, é permitida expressamente na al. b), do n.º 2, do artigo 328.º);
- vi) Entre muitos outros exemplos plasmados ao longo do CSC.

<sup>85</sup> O CSC distingue dois cenários: i) invalidade do contrato não registado - artigo 41.º; ii) nulidade do contrato após o registo definitivo. No primeiro caso, o regime-regra é a aplicação do regime aplicável aos negócios jurídicos (gerais) nulos ou anuláveis, com as exceções previstas no artigo 52.º. Ainda no artigo 41.º, no seu n.º 2, vêm previstas algumas particularidades, como a incapacidade das partes contratantes (esta invalidade é oponível a terceiros) e quando estamos perante situações de vício da vontade ou de usura (aqui, esta invalidade, apenas é oponível aos demais sócios, e não a terceiros).

No segundo caso, nulidade do contrato após o seu registo, tal é invocável com base nos fundamentos previstos no n.º 1, do artigo 42.º, sendo alguns deles sanáveis (n.º 2). Os elementos previstos no n.º 1 do artigo 42.º são considerados como essenciais daí a lei prever a nulidade do contrato em caso da sua omissão ou irregularidade/contrariedade à lei.

<sup>86</sup> PAULO OLAVO CUNHA, “Direito das Sociedades...” cit., p. 1159-1165

de verificação das condições apostas nas suas alíneas; e, ainda, o n.º 1, do artigo 328.º, impõe, expressamente que o contrato social não possa “excluir a transmissibilidade das ações nem limitá-las além do que a lei permitir.”

Passando para a análise dos limites inerentes aos acordos parassociais, a sua análise, em parte, torna-se mais simples, porquanto, em termos legislativos, apenas temos o artigo 17.º do CSC. O n.º 1, do artigo 17.º, impõe, em primeira linha, que os acordos parassociais não sejam contrários à lei e, quanto a este aspeto, cumpre questionar se essa norma pretende abarcar não só os limites de ordem geral (como os previstos no artigo 280.º do CC), mas também os imperativos societários.

Ora, quanto a este ponto, somos da opinião de que estarão igualmente abrangidas pelo n.º 1, do artigo 17.º as normas próprias do Direito Societário<sup>87</sup>, porquanto, a não ser assim, haveria sempre margem para que os sócios contornassem a lei objetiva que não seria aplicável ao acordo parassocial, mas tão somente ao contrato de sociedade.<sup>88</sup>

Passando às limitações específicas de conteúdo dos acordos parassociais, o n.º 2, do artigo 17.º, dispõe que estes “podem respeitar ao exercício do direito de voto, mas não à conduta de intervenientes ou de outras pessoas no exercício de funções de administração ou de fiscalização.”. Com esta norma fica, desde logo, esclarecida a dúvida quanto à licitude das convenções de voto<sup>89</sup> e, por outro lado, ficam fora do objeto dos acordos parassociais “actos ou imissões cuja concretização dependa do comportamento de membros de órgãos de administração ou de fiscalização”<sup>90</sup>, permitindo-se a “celebração de acordos respeitantes à conduta daqueles que ocupem cargos sociais, mas tão-somente à conduta desses no exercício de funções de administração e de fiscalização”<sup>91</sup>.

Estas limitações têm como *ratio* obviar à desvirtuação do princípio da tipicidade, previsto no n.º 3 do artigo 3.º do CSC<sup>92</sup>.

Vem ainda o n.º 3, do artigo 17.º, impedir a vinculação de um sócio, através da celebração do acordo parassocial, “seguindo sempre as instruções da sociedade ou de um dos seus órgãos” (al. a)), “aprovando sempre as propostas feitas por estes” (al. b)); e/ou

---

<sup>87</sup> Em sentido contrário, ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 156-159, [135-183].

<sup>88</sup> “Caso confrontemos uma regra parassocial com uma cláusula estatutária ou com uma norma legal divergentes, estas prevalecerão. Assim, se o acordo parassocial puser em causa, ainda que indiretamente, um princípio fundamental do Direito Societário, como seja o da igualdade de tratamento dos acionistas, então este princípio ir-se-á impor relativamente à cláusula parassocial que se deverá ter por não escrita”. Paulo Olavo Cunha, p. 191-192

<sup>89</sup> ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 159 [135-183].

<sup>90</sup> ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 160 [135-183].

<sup>91</sup> ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 161 [135-183].

<sup>92</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I 2.ª Edição, 2007, Almedina, p. 655.



“exercendo o direito de voto ou abstendo-se de o exercer em contrapartida de vantagens especiais” (al. c)).

Quanto às duas primeiras hipóteses, estamos perante uma delegação do direito de voto<sup>93</sup>. Por seu turno, a al. c) prevê a denominada “compra de votos” que, a verificar-se numa deliberação, esta seria considerada como abusiva, de harmonia com o disposto na al. b), do n.º 1, do artigo 58.º.

Para além dos limites previstos no artigo 17.º, entendemos igualmente que o próprio contrato social poderá limitar a validade do acordo parassocial, apesar de estarmos perante duas fontes geradoras de direitos e/ou obrigações de fonte contratual, e, portanto, do mesmo nível hierárquico.<sup>94</sup>

### 3.2.4. Eficácia

Já foi aqui mencionado que o contrato de sociedade e o acordo parassocial podem regular o mesmo objeto, no entanto, tal dá-se com uma eficácia e vinculação distintas.

Quanto ao contrato social, “uma vez cumpridas as devidas exigências legais de forma e publicidade”<sup>95</sup>, este assume uma eficácia *erga omnes*, porquanto está sujeito a registo, nos termos do artigo 5.º do CSC e da al. a), do n.º 1, do artigo 3.º do CRC, sendo, por isso, oponível a terceiros, independentemente da sua qualidade perante a sociedade.

No que concerne aos acordos parassociais, em consonância com o disposto no n.º 2, do artigo 406.º do CC, estes apenas assumem eficácia *inter partes*, atribuída, expressamente, no n.º 1, do artigo 17.º, não sendo, por isso, oponíveis às respetivas sociedades.

No entanto, há quem defenda que o que a norma vertida no n.º 1, do artigo 17.º, verdadeiramente implica é tão somente a inimpugnabilidade dos atos da sociedade e dos atos dos sócios relativos a esta e não a ineficácia dos acordos parassociais para com a sociedade<sup>96</sup>, recorrendo ao argumento do facto da eficácia das cláusulas dos acordos se circunscreverem aos sócios que os celebram, deixado de parte a esfera societária<sup>97</sup>. Tendemos a concordar com esta posição.

---

<sup>93</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I 2.ª Edição, 2007, Almedina, p. 656.

<sup>94</sup> A este propósito, retomamos a posição defendida por Paulo Olavo Cunha, mencionada na nota 97. Em sentido diverso, ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 169-173 [135-183].

<sup>95</sup> ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 176 [135-183].

<sup>96</sup> DIOGO COSTA GONÇALVES, “Socialidade...”, *cit.*, p. 146 [133-151].

<sup>97</sup> ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p. 176 [135-183].

### 3.3. Resposta

Retomando a questão colocada ao longo do presente estudo - onde deverão vir plasmadas as cláusulas que protegem o valor investido pelo investidor em capital de risco -, importa agora analisar, sucintamente, as características inerentes aos contratos sociais e aos acordos parassociais e tomar uma posição.

De acordo com os limites previstos quanto ao contrato social e quanto aos acordos parassociais, importa perceber se as cláusulas analisadas no ponto 2.2. podem vir reguladas tanto na esfera social, como na esfera parassocial, ou apenas numa delas, porquanto, tratando-se de cláusulas elaboradas ao abrigo da autonomia privada, não vêm reguladas na lei.

Começando a nossa análise pelas cláusulas *drag along* e *tag along*, nada obsta à sua previsão num acordo parassocial, não existe sequer nenhuma preocupação em tutelar o sócio. Pergunta-se: e nos estatutos?

Relativamente às cláusulas *drag along*, temos de perceber que o poder de alienação das participações do sócio não está a ser limitado, o que acontece, na verdade, é que um sócio compromete-se a vender e a sair da sociedade, nos mesmos termos e condições que o sócio titular do direito (ele vai arrastado) e, consistindo numa situação de exclusão obrigatória da sociedade, o que terá de ser ponderado é a sua articulação com o direito à socialidade<sup>98</sup>, quer no caso das sociedades por quotas, quer no caso das sociedades anónimas.

Quanto às cláusulas *tag along*, o que sucede, na prática, é a possibilidade de um terceiro adquirir participações sociais que não quer e nunca os estatutos podem colocar um terceiro nessa situação.

No caso das sociedades por quotas, estas cláusulas seriam admissíveis nos estatutos contanto que o consentimento da sociedade necessário à efetivação da sociedade “apenas será conferido se for assegurada a observância do direito de venda conjunta.”<sup>99</sup>

Por seu turno, nas sociedades anónimas, para que seja possível a sua inclusão nos estatutos, muito provavelmente, a via mais adequada seria a aplicação da al. c), do n.º 2,

---

<sup>98</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias...”, *cit.*, p. 833 [823-854].

<sup>99</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias...”, *cit.*, p. 838 [823-854].

do artigo 328.º, que prevê que seja possível ao contrato de sociedade “subordinar a transmissão de ações nominativas (...) à existência de determinados requisitos, subjetivos ou objetivos, que estejam de acordo com o interesse social.”. No entanto, teria sempre que se sustentar o interesse social no caso concreto.

Quanto às cláusulas de opção de compra e de opção de venda, apesar de colocarem o sócio vinculado numa situação de sujeição jurídica, atribuindo à contraparte o direito potestativo de adquirir ou vender as suas participações sociais, nada impede que venham previstas nos estatutos das sociedades por quotas (artigos 228.º e 299.º do CSC).

Quanto às sociedades anónimas, vale o que foi dito no âmbito das cláusulas *tag along*, podendo ser previstas estatutariamente, desde que se justifique a sua inclusão atendendo ao interesse social - al. c) do n.º 2 do artigo 328.º do CSC.

No que concerne às cláusulas *buy-sell*, nada obsta à sua previsão estatutária, mas também terão que ser articuladas com o direito à sociedade, uma vez que estamos perante uma forma exclusão do sócio. ”Adicionalmente, há que lembrar que, nas sociedades por quotas, o mecanismo se sobrepõe ao direito de exoneração, o que por só não configura qualquer situação de invalidade, contanto que as causas legais continuem a permitir a saída do sócio sem recurso ao procedimento típico das cláusulas de desempate.”<sup>100</sup>

Em último lugar, no que às cláusulas de preferência diz respeito (onde se incluem, a título de exemplo, as cláusulas *right of first offer* e *right of first refusal*), “tanto nas sociedades anónimas como nas sociedades por quotas são admissíveis cláusulas de preferência no contrato de sociedade, sendo por regra consideradas válidas.”<sup>101</sup>

Na verdade, “As cláusulas de preferência a favor de sócios ou da sociedade não violarão o n.º 5 do art. 229.º do CSC se, por interpretação do contrato de sociedade, se concluir que a eficácia da cessão não fica subordinada a essas cláusulas.”<sup>102</sup>

No que toca às sociedades anónimas “(...) a cláusula de preferência é apta a satisfazer interesses da própria sociedade. A entrada de novos sócios ou a alteração das relações de poder dentro da sociedade podem ser desaconselhadas pelo interesse social e

---

<sup>100</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias...”, *cit.*, p. 847 [823-854]. A referida autora constata ainda que, tratando-se de cláusulas que visam a resolução de litígios societários, justifica-se a sua previsão nos estatutos, “com a consequente aplicabilidade aos sócios que venham a adquirir a participações aos sócios iniciais”.

<sup>101</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 791 [771-883]. Quanto à admissibilidade destas cláusulas nas sociedades por quotas, v. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias...”, *cit.*, p. 830 [823-854]

<sup>102</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Cessão de Quotas. Alguns Problemas*, p. 105-106.

a cláusula permite prosseguir esse interesse.”<sup>103</sup>, pelo que a al. c) do n.º 2 do artigo 328.º do CSC se aplicará.

Ora, nos casos em que é admissível a previsão do tipo de cláusulas referidas tanto no contrato social, como no acordo parassocial, caberá sempre às partes, em última instância, a sua escolha. Não obstante, importa mencionar dois aspetos: i) na dúvida quanto à validade das cláusulas no contrato social, mais vale estipulá-las no acordo parassocial; ii) o contrato social tem como vantagem, essencialmente, a proteção de terceiros que venham a entrar para a sociedade, uma vez que, para além do registo do contrato de sociedade, também as cláusulas “*devem ser transcritas nos títulos ou nas contas de registo das acções, sob pena de serem inoponíveis a adquirentes de boa fé*”, nos termos do disposto no n.º 4, do artigo 328.º.

É nosso entendimento que, apesar da maioria das cláusulas estudadas poderem ser incluídas no contrato de sociedade, poderá não compensar o risco de estas se ferirem de invalidade, atendendo a que a única vantagem de recorrer a esse instrumento se prende, fundamentalmente, com a proteção de terceiros que pretendam entrar na sociedade que esperam, à partida, que as acções sejam livremente transmissíveis.

Não obstante, sendo as cláusulas previstas em acordo parassocial, este apenas é invocável entre as partes. E, quanto a este ponto, cumpre questionar: o que acontece se um sócio não transmite ou não adquire as participações sociais a que estava vinculado?

“Se é reiterada a afirmação de que o incumprimento das obrigações nascidas de pactos sociais se reconduz, em princípio, ao problema do incumprimento das obrigações em geral, *maxime* a possibilidade de tutela indemnizatória por violação da obrigação derivada do acordo, é conveniente acrescentar que já o recurso aos outros mecanismos gerais de reação ao não-cumprimento (...) dependerá da prestação que constitui objecto do vínculo parassocial”.<sup>104</sup>

Nesta senda, quanto às cláusulas que regulam a transmissão/aquisição forçada de participações sociais, caso em que estamos perante uma obrigação de contratar, é possível às partes recorrerem ao mecanismo da execução específica, previsto no artigo 830.º do CC, desde que tal mecanismo não tenha sido expressamente excluído.<sup>105</sup>

---

<sup>103</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das acções, Sobre os arts. 328.º e 329.º do CSC*, p. 502 e ss.

<sup>104</sup> ANA FILIPA LEAL, “Algumas notas...”, *cit.*, p.179 [135-183].

<sup>105</sup> A chamar a atenção para as “especificidades de cada uma das obrigações previstas nas cláusulas”, MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 815 [771-883].

Quanto ao incumprimento das cláusulas de preferência quando não lhes tenha sido atribuída eficácia real, cumpre distinguir duas situações<sup>106</sup>: i) o obrigado recusa-se a dar preferência, mesmo após notificação para o exercício do direito; ii) o obrigado dá preferência a terceiros.

Na primeira situação, porquanto “a comunicação para preferência, pela sua natureza e conteúdo obrigatório, já terá os elementos essenciais do negócio, (...) constitui uma verdadeira proposta contratual. Através da notificação do exercício de preferência, a proposta é aceite e poder-se-á formar o contrato definitivo pela aceitação da proposta contratual incluída na preferência ou, pelo menos, se respeitados os requisitos do artigo 410.º, n.º 2 do CC, formar-se-á um verdadeiro contrato-promessa.”<sup>107</sup> Se estivermos perante este segundo caso, o contrato poderá ser objeto de execução específica, verificados os requisitos do artigo 830.º do CC.

Por fim, na segunda situação, uma vez que já houve lugar à alienação pelo obrigado a dar preferência, torna-se impossível o recurso à execução específica.<sup>108</sup>

Para além dos casos de transmissão/aquisição forçada, cumpre ainda mencionar os casos em que estamos perante sujeições jurídicas, como são os resultantes de cláusulas de opção de compra e de opção de venda, em que importa atender se estamos perante transmissão de quotas ou transmissão de ações, pois deverão observar-se os requisitos inerentes a cada um dos tipos.<sup>109</sup>

Tendo presente que a aposição dos mecanismos indiretos de controlo nos acordos parassociais “encontra-se limitada à eficácia relativa destes instrumentos contratuais e à sua restringida oponibilidade a terceiros”, “é muito frequente o estabelecimento de cláusulas complementares com o objetivo de garantir que, no seu funcionamento, o sócio controla a sociedade.”

Assim, quanto à eficácia relativa inerente aos acordos parassociais, bem como às consequências do seu incumprimento, parece-nos que são questões que podem ser razoavelmente resolvidas mediante a inclusão, por exemplo, de cláusulas penais dissuasoras do incumprimento.

---

<sup>106</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 816-817 [771-883].

<sup>107</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 816-817 [771-883].

<sup>108</sup> MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 816-817 [771-883].

<sup>109</sup> Com mais desenvolvimento, MANUEL SEQUEIRA, “Acordos parassociais...” *cit.*, p. 820-824 [771-883].

Relativamente às restantes características (publicidade e alterações de conteúdo), poderá ser do interesse das partes atribuírem um carácter sigiloso a este tipo de contrato e, quanto ao procedimento de alteração de conteúdo do contrato social e do pacto social, é certo que este se afigura mais simples do que o do pacto social, mas, conforme mencionámos, seria relevante analisar a posição (maioritária ou minoritária) do sócio investidor na sociedade financiada.

## CONCLUSÃO

O investimento em capital de risco surge, muitas das vezes, como a única possibilidade (ou a mais viável) de financiamento de muitas empresas, atenta a específica fase de desenvolvimento em que estas se encontram.

Assim, porque este financiamento assume uma estrutura necessariamente temporária e apresenta riscos característicos, surge como necessário que os potenciais investidores tenham conhecimento da panóplia de mecanismos eficientes que possibilitam a sua saída da sociedade, ao fim do período de tempo previamente estabelecido, pretendendo-se, em última análise, a proteção do valor investido.

Procedemos à análise das cláusulas mais usualmente visam regular o *exit* do investidor de capital de risco e vimos que existem cláusulas que se reconduzem a mecanismos de transmissão conjunta e a mecanismos de transmissão forçada das participações sociais. Verificámos que estes mecanismos evitam, de um modo geral, que o investidor de capital de risco veja a sua saída da sociedade participada impedida ou dificultada e, ainda, que o fundador da sociedade financiada saia, ficando lá o investidor.

Após essa análise, passámos à questão de saber se esses mecanismos indiretos de controlo devem ser apostos no próprio estatuto da sociedade ou se, por outro lado, o instrumento negocial adequado é o acordo parassocial.

Para o efeito, procedeu-se à abordagem dos pontos-chave mais relevantes e que nos permitem distinguir os estatutos sociais dos acordos parassociais, a saber: i) publicidade; ii) alterações de conteúdo; iii) limites; e iv) eficácia.

Ponderados os diversos aspetos, concluímos que, relativamente à publicidade, caberá às partes decidir se pretendem dar ao contrato um carácter sigiloso ou se pretendem tornar acessível a terceiros o conteúdo do mesmo, optando, respetivamente, pelo acordo parassocial ou pelo estatuto social.

No que às alterações contratuais diz respeito, verificámos que a inclusão dos mecanismos indiretos de controlo em acordo parassocial tem associada a vantagem da facilidade, em termos de burocracia, e que se afigura mais vantajosa caso esteja em causa um investidor numa posição minoritária do capital social. Ao contrário, atendendo ao regime da alteração do contrato social previsto no artigo 85.º do CSC, já se afigura mais vantajosa a sua inclusão nos estatutos num cenário em que o investidor procura uma posição maioritária no capital, em virtude de um maior poder de decisão quanto à alteração do mesmo.

Por sua vez, no que tange aos limites, estes existem em ambos os casos e, quanto aos estatutos sociais, relativamente às menções facultativas, há que atender às diversas normas espalhadas ao longo do CSC sobre as matérias deixadas na disponibilidade das partes. Já quanto aos acordos parassociais, os seus limites encontram-se plasmados no artigo 17.º do CSC, a que acrescem limites de ordem geral (e do próprio contrato social que, em confronto, prevalecerá).

Finalmente, ambos os instrumentos negociais distinguem-se, igualmente, quanto à eficácia perante terceiros. Preenchidos os requisitos necessários e exigidos pela lei, o contrato social assume uma eficácia *erga omnes*. Já os acordos parassociais têm a sua eficácia limitada às partes contratantes - eficácia *inter partes*.

Quanto aos limites, concluímos pela admissibilidade da grande maioria das cláusulas nos estatutos da sociedade, porquanto as normas previstas nos artigos 228.º, 229.º e 328.º do CSC nada obstam a tal, desde que cumpridos determinados requisitos (p.e., o consentimento da sociedade não depender de nenhuma das situações previstas nas alíneas do n.º 5 do artigo 229.º, no caso das sociedades por quotas, ou verificar-se a existência de um interesse social atendível para justificar a limitação à transmissibilidade das ações, no caso das sociedades anónimas).

Não obstante, apesar de válidas, o que é certo é que o instrumento contratual onde normalmente vêm previstas estas cláusulas continua a ser o acordo parassocial, talvez por uma questão maior confiança em que não irão padecer de qualquer invalidade.



## **BIBLIOGRAFIA**

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial: Das Sociedades*, vol. II, 7.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2021.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “A Empresa como Objeto de Negócios”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 2008, Ano 68, Vol. II/III [722-781], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2008/ano-68-voliiii/doutrina/>.

BANDEIRA, PAULO, “Estratégias de saída”, in *Revista de Direito das Sociedades*, X, 3, Coimbra: Almedina, 2018, [591-605].

BAIROS, RITA MAFALDA VERA-CRUZ PINTO, “Os acordos parassociais — breve caracterização”, in *Revista de Direito das Sociedades*, II, Números 1/2, Coimbra: Almedina, 2010, [333-358].

BRITISH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, “A *Guide to Private Equity*”, London, 2010, [consultado em 29 de junho de 2020] disponível em [https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012\\_0001\\_guide\\_to\\_private\\_equity.pdf](https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf)

CAETANO, PAULO, *Capital de Risco*, Coimbra: Almedina, 2017.

CMVM, *Relatório Sobre a Atividade de Capital de Risco*, 2018, [consultado em 18 de janeiro de 2021], disponível em: [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg).

CMVM, *Relatório Sobre a Atividade de Capital de Risco*, 2013, [consultado em 10 de fevereiro de 2021], disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Estatisti>

casEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Re-  
lat%C3%B3rio%20Capi-  
tal%20de%20risco%202013\_Vers%C3%A3o%20fi-  
nal\_09012015%20v2.pdf.

CORDEIRO, MENEZES, *Direito das Sociedades*, Vol. I, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2007.

CORDEIRO, MENEZES, *Direito das Sociedades*, Vol. II, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2007.

CORDEIRO, MENEZES, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VII, Coimbra: Almedina, 2016.

CORDEIRO, MENEZES, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, Coimbra: Almedina, 2016.

CORDEIRO, MENEZES, “Acordos parassociais”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, 2001, Ano 61, Vol. II, disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2001/ano-61-vol-ii-abr-2001/doutrina/> [529-542].

CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA & ASSOCIADOS, “A Proteção Contratual do Investimento de Capital de Risco”, in *Newsletter Societário*, Lisboa, Abril 2010, [consultado em 27 de junho de 2020], disponível em: [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/eng/Newsletter Societario Corporate 04 2010.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/eng/Newsletter_Societario_Corporate_04_2010.pdf).

CUNHA, CAROLINA, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. Coutinho de Abreu), vol. I, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2017, artigo 17.º, [323-325].

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2019.

DIAMVUTU, LINO, “A Tutela da Confiança nas negociações pré-contratuais”, Dissertação de Mestrado, disponível em <http://www.fd.ulisboa.pt/wp-content/uploads/2014/12/Diamvutu-Lino-A-TUTELA-DA-CONFIANCA-NAS-NEGOCIACOES-PRE-CONTRATUAIS.pdf>.

DINIZ, GUSTAVO SAAD, “Acordos Parassociais: prestações típicas, cumprimento e descumprimento”, in *Revista de Direito das Sociedades*, XI, Coimbra: Almedina, 2019, [9-31].

FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *Uma «terceira via» no Direito da responsabilidade civil?*, Coimbra: Almedina, 1997.

GOMPERS, PAUL; WILL GORNALL; STEVEN N. KAPPLAN; ILYA A. STREBULAEV, “How Do Venture Capitalists Make Decisions” in *ECGI Finance Working Paper Series in Finance*, Working Paper N.º 477/2016, Bélgica, Agosto, 2016, [consultado em 26 de junho de 2020] disponível em <https://ecgi.global/content/working-papers>.

GONÇALVES, DIOGO COSTA, “Socialidade e Parassocialidade”, in *Revista de Direito das Sociedades*, XI, Número 1, Coimbra: Almedina, 2019.

JÚNIOR, EDUARDO SANTOS, “Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 1997, Ano 57, Vol. II p. 592 [565-604], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-1997/ano-57-vol-ii-abr-1997/doutrina/>.

LACAVE, MARIA ISABEL SÁEZ, “Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag - y de drag-along”, in *Revista para el Análisis del Derecho*, 2007, disponível em <https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/78704/102780>.

- LEAL, ANA FILIPA, “Algumas notas sobre a parassociedade no Direito português”, in *Revista de Direito das Sociedades*, I, Número 1, Coimbra: Almedina, 2009, [135-183].
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Cessão de Quotas. Alguns Problemas.*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2016.
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das acções, Sobre os arts. 328.º e 329.º do CSC*, Coimbra: Almedina, 2016.
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, “Notas sobre os acordos parassociais relativos à transmissão de acções (Em especial, os acordos ditos “de bloqueio”)”, in *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*, Vol. II, Coimbra Editora, 2011, [29-55].
- MENDES, EVARISTO, “Restrições à transmissibilidade das ações I”, disponível em [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Clausulas\\_restritivas\\_da\\_transmissibilidade\\_das\\_acoes\\_1986.pdf](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Clausulas_restritivas_da_transmissibilidade_das_acoes_1986.pdf).
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2018.
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, “Estratégias de saída no capital de risco”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários - 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2021, [823-854], disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20210511z.aspx>.
- PORTUGAL VENTURES, Ficha Técnica de Investimento Não Vinculativa, [consultado em 20 de junho de 2020], disponível em <http://www.portugalventures.pt>.

- SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, “O direito comercial na actualidade e o sentido de um (novo) código mercantil - os casos paradigmáticos dos contratos de associação em participação e de capital de risco e do interesse na tutela do crédito”, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, setembro-outubro, 2019, ano 149.º, 4018, [27-48].
- SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, “Aspectos jurídicos das startups”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 2017, Ano 77, Vol. I/II, [221-279], disponível em [https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos\\_roa\\_i\\_ii\\_2017-9.pdf](https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf).
- SEQUEIRA, MANUEL, “Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo”, in *Revista de Direito das Sociedades*, X, Número 4, Coimbra: Almedina, 2018, [771-833].
- SERRA, CATARINA, “Investimentos de capital de risco na reestruturação de empresas”, in *IV Congresso Direito da Sociedades em Revista*, Almedina, 2016, [321-359].
- SOARES, ANTÓNIO, “Breves notas sobre o não regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco”, in *Caderno de Mercados de Valores Mobiliários*, Vol. 15, N.º1, 2002.
- SILVA, FERNANDO CÉSAR NIMER MOREIRA DA, “*Venture Capital*: Valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação”, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.
- TEIXEIRA, ANA NUNES, “A gestão dos fundos de capital de risco — Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, in *Revista de Direito das Sociedades*, X, Número 3, Coimbra: Almedina, 2018.
- RUSSO, FÁBIO CASTRO, “*Due Diligence* e Responsabilidade”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2011.