



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

O Desinvestimento em Capital de Risco

Beatriz de Sousa Bartolomeu

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Direito e Prática Jurídica com
Especialização em Direito das Empresas

Orientação:

Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Lisboa

Janeiro 2024

*À minha querida **Mãe**,*

Vanessa Sousa

Introdução:

O investimento em Capital de Risco, tal como o nome sugere, comporta um risco, um risco que não encontramos em outros tipos de investimentos. Traduz-se na subscrição ou aquisição de participações sociais em empresas, em fase de instalação ou reestruturação. Neste regime, o investidor financia uma dada empresa com vista à sua valorização para posterior alienação da participação adquirida ou subscrita com lucro. Desta forma este tipo de investimento não implica a concessão de qualquer crédito, materializando-se tão só na aquisição ou subscrição da participação social da empresa. Desta feita considera-se de “risco” já que o retorno deste investimento depende do sucesso da operação, do sucesso da empresa, não dispondo os investidores de qualquer garantia adicional.

Uma das características mais marcantes deste regime prende-se com o seu carácter temporário. Ao investidor em Capital de Risco não lhe é permitido permanecer *ad eterno* na sociedade que financia, por isso, revela-se especialmente importante acautelar o momento da sua saída, já que o retorno do investimento depende direta e exclusivamente do produto da venda da participação social adquirida ou subscrita.

Estando todo o regime do investimento em Capital de Risco orientado para o momento do *exit*, não se compreende a falta de abordagem pela doutrina e jurisprudência nacional das estratégias jurídicas à disposição do investidor para uma saída de sucesso. Face a este vazio no nosso ordenamento, sem paralelo em outros países, consideramos ser tempo de conhecer as melhores estratégias de saída à disposição do investidor, debruçando-nos sobre a temática do ***Desinvestimento em Capital de Risco***.

Sendo a saída de um negócio um momento de especial foco e tensão entre as partes, revela-se absolutamente crucial a construção de estratégias de saída que assegurem a previsibilidade da relação de investimento. O contrato é justamente o meio indicado à disposição de soluções que harmonizem os interesses conflitantes em momentos de tensão como certamente será o momento do *exit* do investimento em Capital de Risco.

Segue-se um estudo que, coerente com o ordenamento jurídico português, procura soluções que acautelam, previnem e desenham lucrativamente o momento mais determinante de todo o regime do investimento em Capital de Risco- o ***exit***.

Palavras-Chave: Capital de risco; Venda de empresa; Desinvestimento.

Abstract:

Venture capital investment, as the name suggests, carries a risk, a risk we do not find in other types of investment. It involves subscribing to or acquiring shareholdings in companies that are either setting up or restructuring. According to this regime, the investor finances the company in order to increase its value and then sell the acquired or subscribed shares at a profit. Hence, this type of investment does not involve the granting of any credit, but merely the acquisition or subscription of the company's shares. It is therefore considered risky since the return on this investment depends on the success of the operation, on the success of the company, and investors have no additional guarantee.

One of the most distinctive features of this regime is its temporary nature. Venture capital investors are not allowed to remain in the company they are financing forever, so it is particularly important to safeguard the timing of their exit, since the profit from the investment depends directly and exclusively on the sale of the shares acquired or subscribed.

Given that the entire Venture Capital investment regime is geared towards the moment of exit, it is hard to understand why national doctrine and case law fail to address the legal strategies available to the investor for a successful exit. Given this gap in Portuguese law, which we do not see in other countries, we believe it is time to find out more about the best exit strategies available to investors, by analyzing the matter of ***Venture Capital Disinvestment***.

As the exit from a business is a moment of special focus and tension between the parties, it is absolutely crucial to build exit strategies that ensure the predictability of the investment relationship. The contract is the right way to provide solutions that harmonize conflicting interests in moments of tension, as is the exit from the venture capital investment.

The following is a study that, consistent with the Portuguese legal system, seeks solutions that safeguard, prevent and profitably design the most decisive moment of the entire venture capital investment regime - **the exit**.

Keywords: Venture capital; Company sale; Disinvestment

Índice

Introdução.....	Pág. 3
Abstract.....	Pág. 4
Abreviaturas e Siglas.....	Pág. 6
1. O Investimento em Capital de Risco.....	Pág. 7
2. Direitos do Investidor em Capital de Risco.....	Pág. 11
2.1 Direito à Informação.....	Pág. 12
2.2 Direito ao Controlo.....	Pág. 15
3. Os Acordos Parassociais como meio de composição dos interesses do Investidor em Capital de Risco.....	Pág. 18
4. Cláusulas com vista ao Desinvestimento.....	Pág. 27
4.1 Direitos de Preferência, <i>Rights of First Refusal</i> e <i>Rights of First Offer</i>	Pág. 28
4.2 Cláusulas de Venda Conjunta: <i>Drag Along</i> e <i>Tag Along</i>	Pág. 38
4.3 Cláusulas de Preferência na Liquidação.....	Pág. 47
4.4 Cláusulas de <i>Shoot-Out</i>	Pág. 49
4.5 Cláusulas de Exoneração, Amortização e Cláusulas de <i>Buy Back</i>	Pág. 54
4.6 <i>Leaver Clauses</i> e Cláusulas de <i>Vesting</i>	Pág. 74
5. O momento do <i>exit</i> - Desinvestimento em Capital de Risco.....	Pág. 79
Conclusão.....	Pág. 84
Bibliografia.....	Pág. 86
Jurisprudência Citada.....	Pág. 91
Legislação.....	Pág. 92

Abreviaturas e siglas

CC- Código Civil

CMVM- Comissão de Valores Mobiliários

CSC- Código das Sociedades Comerciais

STJ- Supremo Tribunal de Justiça

RGA- Regime de Gestão de Ativos

1. O Investimento em Capital de Risco

O Investimento em Capital de Risco traduz-se na subscrição ou aquisição de participações sociais¹ de uma dada empresa, com vista ao seu financiamento e valorização, para posterior alienação da participação adquirida ou subscrita pelo investidor com lucro.

O regime surgia até abril de 2023 regulado no ordenamento jurídico português pela Lei n.º 18/2015 de 4 de março, que definia no seu artigo 3.º o Investimento em Capital de Risco como *a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização*. Tal diploma foi revogado pelo Decreto-Lei 27/2023 de 28 de abril que procura harmonizar o regime jurídico do capital de risco e o regime geral dos organismos de investimento coletivo (até então também regulado num diploma autónomo, a lei 16/2015 de 24 de fevereiro), almejando a adoção de *uma política regulatória mais harmonizada, coerente e uniforme, que promova a eficácia da supervisão e competitividade do setor, adotando soluções mais alinhadas com o direito da União Europeia*², tendo-se aprovado, neste sentido, o regime de gestão de ativos (RGA).

O Investimento em Capital de Risco qualifica-se como uma forma de financiamento com recurso a capitais próprios, mediante a qual ao investimento se associa uma participação social com os inerentes direitos e deveres próprios do *status socii*. Conforme esclarecem DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE³, o financiamento de Capital de Risco resulta da aplicação do capital social e o retorno do investidor dependerá da distribuição de dividendos e do saldo de liquidação, não havendo, contrariamente ao que se verifica no investimento com recurso a capitais alheios, p.e no financiamento

¹ Conforme desenvolve PEDRO PAIS DE VASCONCELOS em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp. 495-497, a aquisição ou subscrição de participação social implica: o início de uma relação jurídica- entre investidor e restantes sócios e entre investidor e sociedade investida-; o surgimento de um direito subjetivo na esfera do investidor- *enquanto posição jurídica pessoal de vantagem, de livre exercício, predominantemente ativa, inerente de poderes jurídicos e materiais, necessários, convenientes ou simplesmente úteis, à realização de um fim pessoal e específico do sócio-*; e a aquisição do *status socii*- um estatuto jurídico de sócio enquanto tal.

² Conforme preâmbulo do Decreto-Lei 27/2023 de 28 de abril de 2023.

³ Em *Breves Notas Sobre o Financiamento de Start-ups e a Sua Regulamentação*, in *Fintech II Novos Estudos Sobre Tecnologia Financeira*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 220.

bancário, qualquer garantia de reembolso do investimento e/ou prestação de juros convencionados. Aqui o retorno depende tão só do desempenho da sociedade.

Este investimento surge como uma solução de financiamento de sociedades comerciais a par de outras existentes, revelando-se um meio de capitalização muito vantajoso, especialmente para sociedades com dificuldades de tesouraria ou de acesso a financiamento bancário⁴. É por isso geralmente procurado por empresas que, pese embora apresentem bastante potencial de desenvolvimento e sucesso, não dispõem de condições para os atingir por si mesmas.

Pelo exposto, este regime encontra-se especialmente conectado a sociedades em fase de instalação ou reestruturação que para se afirmarem ou reafirmarem no mercado carecem de financiamento e aconselhamento estratégico, monitorização e profissionalização da empresa.

Note-se que o investidor em Capital de Risco, para além dos capitais que aporta à empresa, desempenha um papel fundamental na sua gestão e dinamização, sendo os investidores verdadeiros peritos, capazes de implementar as mais amplas estratégias com vista à maximização do lucro- já que disso depende também o retorno do seu investimento. O regime envolve, desta feita, mais do que um mero financiamento⁵, comportando também a *prestação de serviços de assistência no aprimoramento, na reorganização, na promoção ou na racionalização da estrutura e atividade empresarial*⁶.

O retorno do investidor depende única e exclusivamente do sucesso da sociedade investida, não sendo, à partida, e como se disse anteriormente, admissível qualquer

⁴ Conforme ensinam DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE, em *Breves Notas Sobre o Financiamento de Start-ups e a Sua Regulamentação*, in *Fintech II Novos Estudos Sobre Tecnologia Financeira*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 223, esta dificuldade decorre da inexistência de balanços, histórico de créditos e cumprimento, fluxo de caixa e garantias. Note-se que muitas vezes, as sociedades em fase de instalação, não têm quaisquer indicadores capazes de demonstrar a viabilidade do negócio para o qual procuram investimento. Também neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *O Papel das Startups nas FinTech e o Ciclo de Financiamento de Startups*, in *Fintech Desafios da Tecnologia Financeira*, da Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, 2.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 261, refere que *os bancos são avessos ao risco e sempre viram as pequenas empresas como fonte de risco elevado*.

⁵ Em sentido semelhante encontramos PAULO CAETANO em *Capital de Risco*, Lisboa, Actual, 2013, pp. 13 e 14, referindo que *o capital de risco representa muito mais do que um simples financiamento, (...) distingue-se pela sua abordagem hands-on para trabalhar com equipas de gestão e ajudá-las a estabelecer prioridades estratégicas claras para desenvolver negócios de sucesso*.

⁶ Neste sentido, PAULO CÂMARA, em *O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal no DL 56/2018, de 9 de julho*, publicado em *Revista Española de Capital de Riesgo*, n.º 1/2019, PP. 40.

remuneração ou reembolso⁷ dos capitais investidos. O investidor em Capital de Risco recupera o seu investimento através da alienação da participação adquirida ou subscrita com lucro. E por isso, dada a assunção do risco inerente à operação de investimento, se designa assim, de “risco”, já que o retorno depende tão só do sucesso da operação- do sucesso da investida.

Na primeira versão da lei 18/2015 de 4 de março previa-se um limite de dez anos para a operação de investimento, contudo na redação dada pela Lei 18/2015 tal limitação foi eliminada, procurando o legislador salvaguardar os casos em que a fixação de um prazo rígido de dez anos obstava ao cumprimento do programa de investimento, conforme sucedia em alguns casos. Em abril de 2023 e com a entrada em vigor do RGA o Investimento em Capital de Risco tornou a encontrar-se “limitado” pela letra da lei a um prazo fixo- nesta versão, de doze anos. O uso das aspas deve-se ao facto de a lei prever o período de doze anos como um prazo de referência para detenção do investimento, não obstante a que se defina um prazo de detenção superior⁸. Assim não podemos concluir por uma verdadeira limitação.

A atividade do investidor em Capital de Risco é regulada pela CMVM, conforme disposto pelo artigo 359.^o, número 1, alínea “b” e pode ser exercida através de Sociedades de Capital de Risco (sociedade anónimas, com capital social mínimo de 125 mil euros), Fundos de Capital de Risco (patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica mas com personalidade judiciária, com capital mínimo de 1 milhão de euros, tipicamente geridos por Sociedades de Capital de Risco) ou por investidores individuais (que adotam a forma de sociedade unipessoal por quotas) e que são tipicamente apelidados de *Business Angels*.

Em função do momento em que é realizado, o Investimento em Capital de Risco pode ser classificado em diversas modalidades⁹.

⁷ Ideia que se recuperará e desenvolverá adiante no capítulo quarto.

⁸ Tal circunstância não parece causar demais transtornos já que segundo a Associação Portuguesa de Capital de Risco, o operador de Capital de Risco aliena a sua participação num prazo médio de 3 a 7 anos, conforme divulgado aqui: <https://www.apcri.pt/capital-de-risco/>. Website consultado a 21 de agosto de 2023. Também neste sentido, PAULO CAETANO em *Capital de Risco*, Lisboa, Actual, 2013, pp. 15 refere que *em 58% dos casos, os investimentos de capital de risco são feitos por período superior a cinco anos. Em apenas 12% das empresas, o capital de risco sai no espaço de dois anos*. Concluindo-se, portanto, que o limite “imposto” pelo novo RGA é compatível com a dinâmica de investimento a que se assiste.

⁹ Neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 392.

O investidor poderá investir numa fase inicial, naquilo que se designa no direito anglo-saxónico por *early stage capital*, ou numa fase secundária, que corresponde ao Investimento em Capital de Risco *stricto sensu*- o *Venture Capital* propriamente dito.

Em sentido absolutamente diverso, o investidor poderá querer aportar os seus capitais a empresas que já ultrapassaram uma primeira fase de investimento, designando-se o investimento neste caso por investimento de substituição¹⁰ ou investimento secundário.

De uma forma muito simples e sintética podemos traçar uma proporcionalidade direta entre a fase de investimento no negócio e o risco assumido pelo investidor. O maior risco de investimento encontra-se intimamente conectado ao investimento “semente”, um investimento geralmente realizado por *Business Angels* ou *Crowdfunding* em que o negócio é apresentado com um plano, um projeto em papel. Aqui o investidor aporta os seus capitais aos mais básicos objetivos, designadamente à criação e produção do produto, contratação e formação de equipa e definição e orientação do mercado¹¹. Desta feita o risco é potencialmente maior, já que não existem dados concretos que permitam confiar no negócio em que se pretende investir. Uma vez ultrapassada esta fase o risco será exponencialmente reduzido ao longo das fases de investimento. Conforme referem DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE¹² ao investimento de semente segue-se um investimento mais forte, de Capital de Risco propriamente dito, leia-se mediante Fundos de Investimento e Sociedades de Investimento em Capital de Risco, possível de dividir em três séries. Na primeira- série A- o investidor procura desenvolver o negócio, otimizando a presença no mercado, alargando a rede de distribuição e parceiros comerciais. Seguir-se-á uma fase de expansão e globalização- série B- caracterizada por processos de fusões e aquisições. A série C é o momento adequado à preparação do *exit* do investidor, procurando-se rentabilizar a sociedade ao máximo e

¹⁰ *Ibidem*, pp. 393.

¹¹ Neste sentido DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE em *Breves Notas Sobre o Financiamento de Start-ups e a Sua Regulamentação*, in *Fintech II Novos Estudos Sobre Tecnologia Financeira*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 222.

¹² *Ibidem*.

antecipar a saída- num cenário idílico pela preparação da sociedade à cotação em bolsa, *go public*¹³.

Conforme doutamente ensina PAULO CÂMARA¹⁴ o Capital de Risco envolve tipicamente cinco fases:

- I. Fase preparatória;
- II. Fase de negociação do quadro contratual associado ao investimento;
- III. Fase de recolha de intenções de investimento;
- IV. Fase de aplicação do programa de investimento;
- V. Fase de desinvestimento.

Numa fase preliminar são negociados todos os contratos associados ao investimento, falamos de Acordos Parassociais, alterações aos Estatutos Sociais, contratos de financiamento, etc. Aqui se definem as linhas orientadoras do investimento e também aqui se prepara o desinvestimento que se vem a concretizar pela alienação das participações adquiridas ou subscritas pelo investidor.

Certamente não surpreenderá ninguém o facto da presente dissertação versar justamente sobre a última fase- o Desinvestimento em Capital de Risco- de cujo sucesso, segundo nosso entendimento, depende em grande parte do planeamento e cuidado desenvolvidos não apenas na fase de aplicação do programa, conforme poderia pensar-se, mas antes na fase preparatória e de negociação, conforme se desenvolverá adiante.

2. Direitos do Investidor em Capital de Risco:

Conforme tivemos oportunidade de referir o Investimento em Capital de Risco caracteriza-se, em parte, pela aquisição pelo investidor de uma participação social, com a consequente assunção do *status socii*, um estatuto com inerentes direitos, deveres, obrigações e responsabilidades. Conforme refere PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, o

¹³ Conforme esclarece ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *O Papel das Startups nas FinTech e o Ciclo de Financiamento de Startups*, in *Fintech Desafios da Tecnologia Financeira*, da Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, 2.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 260.

¹⁴ Neste sentido, PAULO CÂMARA, em *O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal no DL 56/2018, de 9 de julho*, publicado em *Revista Española de Capital de Riesgo*, n.º 1/2019, PP. 40.

*exercício jurídico no seio da sociedade, a tomada de deliberações, o voto, o exercício de cargos sociais supõem a **liberdade** e o **esclarecimento***¹⁵ (realce nosso).

Dependendo o retorno do investidor em Capital de Risco única e exclusivamente do sucesso da sociedade investida, é nosso entender que a liberdade e esclarecimento referidos anteriormente devem ser particularmente mais intensos e especialmente regulados e acautelados, razão pela qual, julgamos conveniente autonomizar e atentar ao direito de informação- *esclarecimento*- e ao direito de controlo- *liberdade*- que devem assistir ao investidor em Capital de Risco.

2.1 Direito à Informação

No âmbito do investimento em Capital de Risco dir-se-á que a informação releva em duas etapas. Numa primeira fase, prévia à assunção do *status socii*, será importante que o investidor conheça o negócio em que pretende investir, designadamente através do desenvolvimento de um trabalho de *Due Dilligence*. Numa segunda fase, e na qualidade de sócio, revelar-se-á de utilidade que se mantenha informado, sendo de acautelar os exatos termos do exercício do direito à informação que lhe assiste, designadamente através do estabelecimento de normas especiais no contrato de sociedade. Avançaremos de seguida com recomendações aplicáveis a uma e outra fase:

Direito de Informação na negociação do investimento- *Due Dilligence*:

O Investimento em Capital de Risco resulta, como qualquer outro investimento, de processo negocial entre partes, mediante o qual os termos, viabilidade e rentabilidade do investimento são analisados e discutidos. Neste sentido, a vontade de contratar, no caso a vontade de investir, é antecedida por um período de recolha de informação e é essa informação que permite concretizar ou abandonar o negócio. Assim, cumpre-nos atentar ao nível de informação exigível ao investidor previamente à aquisição ou subscrição de participações sociais da investida.

A *Due Diligence* é um procedimento pré contratual de análise, levado a cabo normalmente pelo comprador com a colaboração do vendedor, que tem por finalidade verificar e avaliar a situação da empresa a transacionar, determinando o seu valor real, bem como o dos seus ativos, verificando o funcionamento da empresa e o cumprimento

¹⁵ Cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.^a edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp. 203.

das regras legais, avaliando os riscos inerentes, garantias a prestar e determinar responsabilidades, consoante cada caso em concreto.

Atento o risco subjacente ao investimento em apreço apresentam-se necessidades acrescidas de informação sobre a sociedade, pelo que este é um procedimento que não se pode deixar de recomendar. Assim, para uma formação real da noção de rentabilidade da empresa e análise do risco-benefício associado ao investimento o investidor deve ser informado ou procurar inteirar-se, pelo menos, de todas as relações societárias, o que inclui¹⁶, estatutos, regulamentos dos órgãos de administração e fiscalização e regimento da assembleia geral, bem como principais contratos em vigor, ativos da sociedade, litígios emergentes ou pendentes, perspectivas de investimentos, apostas ou dinâmicas de produto e análise de eventuais direitos especiais inerentes às participações sociais.

Em jeito de conclusão e citando JOSÉ FERREIRA GOMES¹⁷ *a due dilligence constitui a **base do contrato** para ambas as partes, permitindo-lhes obter o conhecimento necessário para estruturar a operação, identificar pontos a regular no contrato e distribuir adequadamente o risco (...) permite ao comprador determinar as garantias a exigir ao comprador e a este decidir sobre que garantias está disposto a prestar. Só através deste procedimento será possível ao investidor, previamente à sua entrada na sociedade, avaliar o risco-benefício inerente à operação de financiamento e acautelar-se em conformidade.*

Direito à Informação na Qualidade de Sócio:

Uma vez na empresa, as necessidades de informação do investidor mantêm-se, pese embora noutra perspetiva.

ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS¹⁸, alicerçado no artigo 21.º do Código das Sociedades Comerciais refere existir um direito geral à informação. Um direito, segundo desenvolve, de todos os sócios a obter informações sobre a vida da sociedade. Falamos de informações completas, verdadeiras e elucidativas.

¹⁶ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 99.

¹⁷ Em *M&A, Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, Lisboa, AAFDL Editora, 2022, pp. 202.

¹⁸ Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 63 e 64.

O direito à informação subdivide-se num *direito a obter informações sobre a gestão da sociedade, num direito de consulta da escrituração, livros e documentos e num direito de inspeção dos bens sociais*¹⁹ e visa *permitir ao sócio conhecer a vida da sociedade, designadamente quanto ao património e respetiva administração, avaliar a sua permanência na sociedade ou determinar o seu sentido de voto*²⁰. Todos temas que como bem se entende se afiguram da máxima importância no contexto do Investimento em Capital de Risco.

A este propósito vale referir que pese embora exista um direito geral à informação, o tipo e grau de informação e até o seu modo de prestar varia, nos termos da lei, consoante o tipo societário em apreço. Preliminarmente e de forma genérica, dir-se-á que o direito à informação é mais alargado nas sociedades de pessoas e mais restrito nas sociedades de capitais. Atente-se:

Os sócios das sociedades por quotas têm, nos termos do artigo 214.º do Código das Sociedades Comerciais, acesso a informação verdadeira, completa e elucidativa sobre a gestão da sociedade, podendo ter acesso a escrituração, livros e documentos e inspecionar os bens da sociedade. Este direito poderá ser ampliado e precisado no contrato de sociedade, conforme dispõe o número 2 do artigo 214.º.

Já nas sociedades anónimas falamos de uma estipulação legal de um patamar mínimo de informação a que qualquer sócio detentor de pelo menos um por cento do capital social tem direito. Assim nos termos do artigo 288.º do Código das Sociedades Comerciais, os sócios têm direito a consultar documentos relativos à assembleia geral, gestão e contas da sociedade e remuneração de funcionários e membros do órgão de administração.

O direito à informação diz-se irrenunciável e inderrogável, contudo, o seu conteúdo pode, sob determinadas fronteiras²¹, ser alterado por acordo dos sócios,

¹⁹ Cf. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 308.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ A este propósito ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, alicerçado no disposto no número dois do artigo 214.º do Código das Sociedades Comerciais, refere que *será desde logo nula qualquer cláusula que exclua o direito à informação para os seguintes casos: a) invocação de “suspeita de práticas suscetíveis de fazer incorrer o seu autor em responsabilidade, nos termos da lei”; b) consulta que tenha “por fim julgar a exatidão dos documentos de prestação de constas”; ou c) consulta que tenha por fim “habilitar o sócio a votar em assembleia geral já convocada”, ibidem, pp. 310.*

mediante estipulação nesse sentido no contrato de sociedade. Conforme avança ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS²² podem inclusive ser acordados direitos especiais à informação, direitos esses que em muito relevariam para o investidor em Capital de Risco. Também o modo de exercício- o procedimento de informação- pode ser alterado nos mesmos termos, por exemplo, no que concerne aos horários e locais de consulta ou prazos de resposta às solicitações para informação, consulta ou inspeção.

Nestes termos, e seguindo o contributo de RAUL VENTURA²³ caberá ao investidor, querendo, negociar a inserção de cláusula no contrato de sociedade mediante a qual se *regulamente* o direito à informação em seu benefício. Sugere-se que o âmbito do seu direito seja aumentado e que o modo de exercício seja facilitado tendo por base as necessidades concretas que o investidor verifique.

2.2 Direito ao Controlo:

Os investidores em Capital de Risco, conforme se disse anteriormente, aportam capitais com vista ao financiamento de uma sociedade da qual se tornam, por via desse investimento, sócios.

Em face do risco que este tipo de investimento comporta, tais investidores desejam controlar a sociedade investida como forma de “garantir” o sucesso da sociedade e consequente reembolso do seu investimento. Por isso procuram acautelar especialmente os casos de impasse ou de rutura nas relações societárias²⁴.

O controlo de uma dada sociedade encontra-se diretamente relacionado com a garantia de estabilidade do capital social, com a participação detida (que se quer tão maioritária quanto possível) e com o controlo dos termos da sua transmissão²⁵.

Para além dos capitais que os investidores aportam às sociedades, são também procurados pelas investidas atentos os seus avançados conhecimentos de gestão, marketing e estratégias de negócio. Assim, já se entende a importância de ao investidor

²² Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 309.

²³ Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 282, 283.

²⁴ Cf. SEQUEIRA, Manuel em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em *Revista de Direito das Sociedades Comerciais*, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 771 a 833.

²⁵ Neste sentido, YULIA LOKOTILOVA em *L'efficacité des pactes d'actionnaires*, em *La Lettre des Réseaux*, disponível em <https://www.lettredesreseaux.com/P-1089-485-A1-l-efficacite-des-pactes-d-actionnaires.html>, consultado em 28/08/2023.

ser conferida uma posição de controlo ou pelo menos um direito de controlo, já que só dessa forma será possível implementarem as suas ideias, estratégias e visão empresarial. O envolvimento do investidor na sociedade representa para o investidor que seja crente das suas capacidades, uma garantia de retorno do seu investimento.

O controlo de uma dada sociedade encontra-se essencialmente relacionado com a detenção de participações sociais maioritárias e com os direitos de votos que destas derivam, contudo, existem outros aspetos da vida societária quotidiana nos quais se denota o controlo do investidor em Capital de Risco, exemplos serão as ações de marketing promovidas pela sociedade ou as suas opções de investimento.

Seja como for, a estabilidade e controlo de uma sociedade pelo investidor, ainda que não detentor de uma posição maioritária do capital social, prendem-se diretamente com a sua faculdade de dispor e ditar. Tal faculdade poderá não surgir pela aquisição isolada de participações, mas antes pelo poder de controlar a maioria das participações existentes, criando uma oposição minoritária e quase muda que em nada impede o investidor de bem agir e decidir.

O Controlo, como bem ensina MANUEL SEQUEIRA, materializa-se em dois grandes grupos de ações:

- I. Ações destinadas a reservar o controlo dos votos, designadamente, pela convenção de acordos de votos;
- II. Ações destinadas a evitar comportamentos indesejados ou aproveitamento de oportunidades negociais pelos parceiros, que passam no essencial pela convenção de acordos de saída, cláusulas de saída conjunta ou de saída forçada entre outras.

O direito de controlo poderá ser exercido mediante mecanismos diretos ou indiretos. Dentro dos mecanismos diretos de controlo, MANUEL SEQUEIRA destaca²⁶ os seguintes:

- I. Limitações à atividade da sociedade e controlo da composição dos órgãos sociais;

²⁶ Cf. SEQUEIRA, Manuel em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em Revista de Direito das Sociedades Comerciais, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp.781 e 782.

- II. Estabelecimento de regras rigorosas no que concerne à designação e substituição dos órgãos sociais;
- III. Previsão de comités dentro dos órgãos;
- IV. Limitações à votação da sociedade (acordos de voto; quóruns deliberativos ou constitutivos; sujeição de matérias a maioria de três quartos;
- V. Exigência do consentimento de determinados sócios para a prática de determinados atos.

No que concerne aos mecanismos indiretos de controlo, o autor refere como exemplos:

- I. Acordos de bloqueio;
- II. Acordos de transmissão/aquisição forçada.

Conforme doutamente ensina PAULO CÂMARA²⁷ a tomada de controlo deve ser encarada como uma operação, englobando um conjunto de atos materiais (celebração de Acordos) e jurídicos (cláusulas que analisaremos de seguida) que permitam atingir uma posição de controlo na sociedade. Conclui ainda, que a tomada de controlo de uma sociedade não se esgota num só ato, reportando-se antes a um processo maior, composto por uma série de atos- financeiros, jurídicos, sociológicos, estratégicos, tecnológicos, etc.

Todos os atos referidos *supra*, alguns dos quais aprofundados *infra*, permitem a preservação do status de controlo e uma garantia de estabilidade de domínio na gestão da sociedade, fenómeno que certamente culminará no sucesso do investidor em Capital de Risco que se revele de excelência.

Do exposto parece possível afirmar que o controlo do investidor é largamente acautelado ou sedimentado mediante a estipulação de um conjunto de cláusulas, numa lógica preventiva e de antecipação de futuros problemas e conflitos, sendo por isso a saída pensada antes mesmo da entrada do investidor na sociedade. Falamos de cláusulas de governo da sociedade- com impacto na gestão da sociedade, processo de decisão e direitos especiais-, cláusulas de permanência dos sócios fundadores e detentores do

²⁷ Em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 98 a 104.

know-how do negócio, cláusulas com vista à preservação do investimento e cláusulas de liquidez²⁸. Atentaremos a estas cláusulas no capítulo quarto.

3. Os Acordos Parassociais como meio de composição dos interesses do investidor em Capital de Risco

Os Acordos Parassociais assumem natureza extra societária e visam regular alguns aspetos inerentes à vida e relações societárias²⁹, sendo celebrados entre todos ou alguns dos sócios³⁰ de uma dada sociedade. Tais acordos podem ser celebrados a todo o tempo, inclusive antes da constituição da sociedade.

Os Acordos Parassociais surgem, conforme salienta PAULO CÂMARA³¹, tradicionalmente *à margem da tríplice configuração dos níveis de regulamentação de uma sociedade comercial*³², a saber, à margem da lei, estatutos sociais e deliberações sociais³³. Pese embora marginalizados, há muito que os Acordos Parassociais assumiram uma função determinante na regulação de aspetos da vida societária. São por isso absolutamente cruciais de serem analisados na perspetiva do Investimento em Capital de Risco, enquanto instrumentos adequados à invasão do *intuitus personae*- do investidor-

²⁸ Qualificação sugerida por DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE em *Breves Notas Sobre o Financiamento de Start-ups e a Sua Regulamentação*, in *Fintech II Novos Estudos Sobre Tecnologia Financeira*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 226.

²⁹ Segundo ANA FILIPA LEAL em *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português*, em *Revista Direito das Sociedades*, Ano 1, n.º 1, 2009, pp. 140 e 141, os Acordos Parassociais permitem adaptar a excessiva rigidez dos tipos legais societários aos interesses dos sócios, formar uma base de apoio para a constituição da sociedade, controlar um dada sociedade permitindo consolidar maiorias de poder, controlar a gestão, orientação e destino da sociedade ou até em sentido diverso proteger os interesses dos sócios minoritários. Segundo explica, o conjunto de funções que tais acordos podem desempenhar justifica a sua proliferação no comércio societário.

³⁰ Dependendo do número de sócios que nestes participem podem designar-se por unilaterais, bilaterais, plurilaterais ou até omnilaterais, conforme sejam celebrados por um, dois, vários ou todos os sócios (respetivamente).

³¹ Em a *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 62 e 63. Em sentido idêntico ANA FILIPA LEAL em *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português*, em *Revista Direito das Sociedades*, Ano 1, n.º 1, 2009, pp. 144.

³² Em a *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 62 e 63.

³³ Elencados hierarquicamente por ordem decrescente, pese embora tal hierarquia conheça exceções, pense-se por exemplo na deliberação social tomada por maioria qualificada que altera os estatutos sociais ou na cláusula social que dispõe sobre tema que a lei admite estipulação em sentido diverso ao por si preceituado.

no âmbito do *intuitus pecuniae*³⁴, característico nas sociedades de capitais- sociedades tipicamente suscetíveis de merecerem o investimento.

Distinguem-se dos pactos sociais por apenas obrigarem os sócios que neles intervêm, sem interferir com o ente societário³⁵, sócios que não os tenham firmados ou terceiros e por consistirem em concretizações contratuais realizadas na qualidade de sócio, direcionadas a regular o *status* e relação de sócio, e por isso não necessariamente orientadas ou programadas à organização da sociedade e à prossecução do interesse social (o que se verifica, por contraste, nos pactos sociais que sempre serão direcionados à prossecução do interesse social e que visam direta e necessariamente a organização da sociedade)³⁶.

Apresentam ainda algumas outras diferenças³⁷⁻³⁸ face aos pactos sociais, designadamente quanto à forma, vigorando nos Acordos Parassociais a norma civil relativa à liberdade de forma; quanto à publicidade, atendendo a que os Acordos Parassociais não são públicos contrariamente ao que se exige dos pactos sociais; quanto à validade, na medida em que não estão sujeitos às regras específicas constantes dos artigos 41.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais³⁹ e quanto à sua eficácia já que diversamente dos estatutos estes não possuem eficácia *erga omnes*, gerando efeitos meramente obrigacionais.

Admitidos no nosso ordenamento desde 1986, os Acordos Parassociais encontram-se à data de hoje previstos e regulados no artigo 17.º do Código das

³⁴ Neste sentido, ANA FILIPA LEAL em *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português*, em Revista Direito das Sociedades, Ano 1, n.º 1, 2009, pp. 138.

³⁵ Cf. MENEZES CORDEIRO em *Acordos Parassociais*, consultado online a 22 de fevereiro de 2023, em <https://portal.oa.pt/upl/%7Bbdba345e-554e-4778-9769-b2c5c3dbaf16%7D.pdf>, pp. 529.

³⁶ Cf. PAULO CÂMARA, em *Acordos Parassociais: Problemas de interpretação e de conversão*, consultado online a 22 de fevereiro de 2023, em <https://revistas.ucp.pt/index.php/direitoejustica/article/view/9867>, pp. 446.

³⁷ Conforme ensina JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 18.

³⁸ É, contudo, relevante atentar, conforme refere ANA FILIPA LEAL em *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português*, em Revista Direito das Sociedades, Ano 1, n.º 1, 2009, pp. 144 e 145, ao facto de que pese embora exista uma autonomia e independência dos Acordos Parassociais face ao pacto social, existe também, não raras vezes, uma ligação funcional entre estes instrumentos. Destaca-se em particular as situações em que os Acordos Parassociais antecipam a constituição da sociedade ou quando o pacto social dispõe expressamente quanto à celebração de Acordos Parassociais.

³⁹ Por se tratarem de normativos que regulam a vida da sociedade, são sujeitos a este controlo e garantia de respeito das prescrições legais, visando tais regras formais permitir a fiscalização da legalidade do ato de constituição da sociedade, como bem salienta PAULO CÂMARA em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 69.

Sociedades Comerciais, sendo uma marca da autonomia privada das partes, ainda que com alguns limites, designadamente os taxativamente previstos nos números 2 e 3 do artigo 17.º.

Organiza-se o artigo 17.º do Código das Sociedades Comerciais da seguinte forma: no número 1 surge consagrada uma norma geral de admissibilidade deste tipo de cláusulas ao passo que nos números 2 e 3, normas imperativas, se limita a validade e eficácias destes, designadamente no que concerne aos acordos relativos ao à conduta de pessoas no exercício de funções de administração e fiscalização⁴⁰ e ao exercício do direito de voto⁴¹, procurando-se salvaguardar os interesses dos sócios não outorgantes, da sociedade e de terceiros com quem a sociedade contrate⁴². Fala-se, por isso, a este

⁴⁰ Tal limitação, conforme ensina JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 28 e 29, justifica-se por uma necessidade de *salvaguarda do sistema legal imperativo de governação societária*, especialmente acentuado no âmbito das sociedades anónimas. Numa sociedade convivem órgãos deliberativos – sócios- e órgãos executivos – administradores- sendo crucial ao normal e correto funcionamento societário que cada um destes órgãos desempenhe as funções, disponha das competências e se responsabilize pelos atos que estritamente lhe competem por lei, não devendo em caso algum os sócios imiscuir-se naquelas que são as funções, competências e consequentes responsabilidades dos órgãos de administração e fiscalização. Importa, contudo, não confundir acordos relativos à conduta de pessoas no exercício de funções de administração, com Acordos Parassociais com efeitos sobre pessoas em exercício de funções de administração, atendendo a que é perfeitamente admissível que os sócios celebrem acordos com efeitos sobre administradores e fiscalizadores, por exemplo os relativos à composição, remuneração ou demissão de tais pessoas, sendo estas matérias da competência típica dos sócios. Conforme refere JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES *a finalidade da lei foi evitar transformar os acordos parassociais num instrumento de usurpação pelos acionistas das competências próprias dos órgãos de administração (...) decisivo para efeitos de aferição da validade dos acordos parassociais em apreço passa a ser a delimitação das esferas de competências dos acionistas e órgãos de administração*.

⁴¹ a) *Seguindo sempre as instruções da sociedade ou de um dos seus órgãos*; b) *Aprovando sempre as propostas feitas por estes*; c) *Exercendo o direito de voto ou abstendo-se de o exercer em contrapartida de vantagens especiais*.

⁴² Tendo em conta os interesses subjacentes às limitações à autonomia privada das partes previstas nos números 2 e 3 do artigo 17.º, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 21 refere que nos Acordos Parassociais Omnilaterais (aqueles em que participam todos os sócios), por não se verificar a razão de ser de tais limitações, designadamente a necessidade de proteção das minorias e do interesse social, deve prevalecer *o mandamento geral da autonomia privada, lex privata vel lex contractus, justificando-se a prevalência das vinculações parassociais sobre as normas jussocietárias*, propondo consequentemente uma redução teleológica do preceito no que concerne às limitações. Esta é uma posição pragmática, atenta ao sentido e espírito da letra da lei, com a qual não podemos deixar de concordar. Se as limitações assentam numa lógica de proteção dos sócios excluídos de tais acordos e na proteção do interesse da sociedade, que nada mais é do que uma soma dos interesses dos sócios, então, de um acordo em que participem todos os sócios não cabe à lei qualquer proteção. Acresce que os eventuais interesses de terceiros contratantes com a sociedade, também apontados pelo autor como razão de ser destas limitações, quando prejudicados ou precludidos - o que cremos ser de difícil configuração no caso em análise- sempre encontrarão proteção através de outros institutos jurídicos à sua disposição.

propósito, numa convivência entre o princípio da autonomia privada e o princípio da eficácia relativa dos Acordos Parassociais⁴³.

Assiste-se na atualidade a uma tendência para que estes contratos regulem aspetos tendentes ao investimento numa dada sociedade, estabelecendo, não raras as vezes, cláusulas com vista à aquisição ou transmissão de participações sociais e regulando as relações entre sócios e investidores com vista ao desenvolvimento do investimento e atividade da sociedade⁴⁴. Assim é frequente e admissível⁴⁵ que dos Acordos Parassociais participem terceiros à sociedade, designadamente pretensos investidores.

Nesta medida, dir-se-á que os Acordos Parassociais surgem a *pari passu* do contrato de Investimento em Capital de Risco, sendo em alguns casos inclusive difícil distinguir entre uma e outra figura contratual. Genericamente vale a nota de que tanto um como outro tipo são aptos a regular aspetos relativos ao investimento⁴⁶⁻⁴⁷.

Conforme identifica MANUEL SEQUEIRA⁴⁸, os Acordos Parassociais podem assumir quatro importantes funções e vantagens a propósito do Investimento em Capital de Risco:

- I. Atribuem direitos aos sócios que não seriam suscetíveis de execução se previstos nos estatutos sociais;

⁴³ Neste sentido ENGRÁCIA ANTUNES, em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 17.

⁴⁴ Cf. MANUEL SEQUEIRA, em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em *Revista de Direito das Sociedades Comerciais*, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 774.

⁴⁵ ENGRÁCIA ANTUNES, em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 24, esclarece que o facto de o artigo 17.º do Código das Sociedades Comerciais não fazer menção expressa à participação de terceiros ou até mesmo da própria sociedade nos acordos parassociais não invalida a sua admissibilidade. Tais acordos têm-se por atípicos, mas não excluídos, sendo de considerar que o artigo 17.º apenas se ocupou de *um universo da parassociedade*, sugerindo consequentemente a aplicação deste preceito analogicamente aos acordos celebrados entre sócios e terceiros ou com a própria sociedade.

⁴⁶ O contrato de investimento será certamente mais direccionado à disciplina do investimento já que este é o seu objeto. Em sentido diverso, os Acordos Parassociais servem a disciplina das relações societárias, entre as quais se poderá ou não incluir situações de investimento. Seja como for, a eficácia de um e outro tipo contratual é idêntica na medida em que ambos possuem eficácia meramente obrigacional, operando apenas entre quem os outorga. Neste sentido deve o leitor desprender-se dos formalismos de denominação, considerando o disposto nesta dissertação em matéria de eficácia dos Acordos Parassociais aplicável ao contrato de Investimento em Capital de Risco.

⁴⁷ Ambos os tipos são adequados à previsão das cláusulas de garantia e de proteção do investidor que de seguida se desenvolverão. A escolha entre um e outro tipo assenta meramente numa lógica de organização e autonomização.

⁴⁸ Em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em *Revista de Direito das Sociedades Comerciais*, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 777.

- II. Permitem regular aspetos da relação entre sócios que não tenham ligação direta ao interesse da sociedade;
- III. Garantem uma proteção dos direitos das maiorias e minorias;
- IV. São confidenciais, o que não se verifica nos contratos de sociedade.

MANUEL SEQUEIRA⁴⁹ aponta ainda uma importante vantagem associada à convenção de cláusulas com vista à cautela do investimento através de Acordos Parassociais, por comparação à sua convenção através dos estatutos, a saber: a estabilidade⁵⁰. Assim conclui atendendo a que as previsões dos Acordos Parassociais apenas podem ser modificadas por vontade de todas as partes que neles participaram, vigorando a regra da unanimidade, que garante que o convencionado permanece imutável na falta de consenso das partes e que por isso o investidor previamente acautelado não será surpreendido com uma mudança de regras a meio do jogo⁵¹, o que pode, diversamente, verificar-se caso se tenha optado pela convenção nos estatutos sociais- na medida em que estes, contando que cumpridas as formalidades prescritas para a sua modificação⁵², podem ser alterados⁵³.

Conforma afirma JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *a plasticidade, a complexidade e a relevância jurídico-societária da parassocialidade são de tal monta que se afigura pouco menos que inviável proceder a uma inventariação exaustiva dos seus tipos ou modalidades*⁵⁴, contudo, a doutrina tem-se ocupado de uma “organização”/“divisão”

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ Em sentido idêntico PAULO CÂMARA em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 93, 94 e 95.

⁵¹ Excetuando os casos em que, ao abrigo da autonomia privada própria dos Acordos Parassociais, os contraentes estabeleçam modo distinto de modificação do acordo.

⁵² Pese embora, conforme qualifica PAULO CÂMARA em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 71, tal modificação seja morosa e bastante onerosa, já que implica uma deliberação qualificada, precedida de um aviso convocatório, que a ata seja lavrada por escritura pública, que as alterações sejam inscritas no registo comercial e tornadas públicas, sempre se dirá teoricamente possível e de mais fácil concretização quando comparada ao processo de modificação de Acordo Parassocial onde se exige o consentimento e acordo de todos os intervenientes.

⁵³ A título de curiosidade, vale notar, que no limite, os Acordos Parassociais podem até disciplinar as regras relativas à alteração dos Estatutos Sociais.

⁵⁴ Em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 13.

típica deste tipo contratual, sendo possível qualificar os Acordos Parassociais em três grupos:

- a) Acordos relativos às participações sociais (p.e acordos com vista à convenção de direito de preferência ou de opção⁵⁵).
- b) Acordos relativos ao exercício do direito de voto (p.e atribuição por um sócio a outro sócio de direito de voto quanto a determinadas situações).
- c) Acordos relativos à organização da sociedade.

Na doutrina procede-se ainda a uma outra divisão e classificação destes acordos, assim JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES⁵⁶ subdivide-os consoante sejam acordos:

- a) De relação- apelida de “acordos de relação” aqueles que visam apenas regular relações internas e recíprocas dos sócios e sejam por isso de carácter neutro à sociedade (p.e pactos de não venda, direitos de compra e obrigações de venda em determinadas circunstâncias, regras de distribuição de dividendos).
- b) De atribuição- acordos que pese embora regulem aspetos entre sócios produzem repercussões no ente societário, gerando vantagens para a sociedade através das obrigações assumidas pelos sócios em tal clausulado (p.e cláusulas de não concorrência, cláusulas de preferência, acordos de suprimentos).
- c) De organização- acordos que incidem *diretamente sobre a vida e o funcionamento da sociedade, indo destinados a disciplinar as relações entre os sócios e o exercício dos direitos sociais de que estes são titulares no que respeita à organização, ao governo e ao funcionamento sociais*⁵⁷ (p.e acordo mediante o qual os sócios fundadores se comprometem a aplicar o investimento a determinada atividade, por exemplo, marketing, distribuição, fornecedores, ou qualquer outra definida pelo investidor.)

⁵⁵ Cf. MENEZES CORDEIRO em *Acordos Parassociais* consultado online a 22 de fevereiro de 2023, em: <https://portal.oa.pt/upl/%7Bbdba345e-554e-4778-9769-b2c5c3dbaf16%7D.pdf>, pp. 540 e ANA FILIPA LEAL em *Algumas notas sobre a parassociedade no Direito português*, em *Revista Direito das Sociedades*, Ano 1, n.º 1, 2009, pp. 142.

⁵⁶ Em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Revista das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 14 e 15.

⁵⁷ *Ibidem*.

Por mais que se organize e qualifique os tipos de Acordos Parassociais, sempre valerá lembrar que nem mesmo o legislador se propôs a estabelecer uma noção de Acordo Parassocial, o que em si revela a dimensão sem fronteiras deste tipo de contrato, apenas balizado pelos limites taxativamente previstos suprarreferidos, bastando-se o legislador pela definição de pontos chave da parassocialidade, a saber: *objeto, eficácia e validade dos Acordos Parassociais*⁵⁸.

Eficácia dos Acordos Parassociais:

Conhecidos alguns traços sobre o regime jurídicos dos Acordos Parassociais parece oportuno que nos debruçemos quanto à sua eficácia:

Vale antes de mais lembrar que, por força da liberdade de forma aplicável à celebração de Acordos Parassociais, haverá diferentes graus de vinculação e certeza jurídica a estes associados. PAULO CÂMARA⁵⁹ menciona a este propósito a clara distinção entre Acordos Parassociais celebrados oralmente, os que designa por *gentlements agreement*, e os Acordos Parassociais sofisticados com a previsão de elevadas cláusulas penais associadas. Apenas nos debruçaremos sobre a eficácia dos segundos.

Conforme JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES doutamente ensina⁶⁰, um dos princípios fundamentais a este propósito prende-se justamente com a **eficácia relativa** dos Acordos Parassociais. Assim, afirma que *ao passo que o contrato social é a “magna carta” ou a “lei fundamental” da sociedade, os contratos parassociais representam uma espécie de lei privada das relações jurídicas dos sócios que neles intervieram, criadora de meros direitos e obrigações “inter partes”*⁶¹.

Do exposto e como já se vem a concluir, os Acordos Parassociais assumem natureza meramente obrigacional.

A natureza meramente obrigacional destes acordos resulta clara da letra da lei na medida em que dispõe que estes **têm efeitos entre os intervenientes, mas com base neles**

⁵⁸ Neste sentido PAULO CÂMARA em a *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 81 e 82.

⁵⁹ *Ibidem*, pp. 76.

⁶⁰ Em *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 19.

⁶¹ *Ibidem*.

não podem ser impugnados atos da sociedade ou dos sócios para com a sociedade⁶² (destaque e sublinhado nossos). E por isso, o incumprimento é penalizado a nível indemnizatório, nos termos gerais, conforme artigos 798.º e 804.º do Código Civil, com, não raras as vezes, o estabelecimento pelas partes de cláusulas penais para o efeito.

Assim, se um sócio viola um direito de preferência previsto em Acordo Parassocial, **assiste ao sócio preterido um direito a ser indemnizado**. Se um sócio obrigado mediante Acordo Parassocial à não venda da sua participação, a vende, **cabe ao sócio preterido um direito a ser indemnizado**. Se um sócio obrigado, nos termos de Acordo Parassocial, a deliberar no sentido X, vota Y, **cabe ao sócio preterido um direito a ser indemnizado**. Tudo se circunscreve a um **direito indemnizatório** e em caso algum poderá alguém servir-se de um Contrato Parassocial para impugnar, anular ou sancionar determinado ato perante a sociedade.

Vale ainda lembrar que, reportando-se o incumprimento de Acordo Parassocial às normas gerais referentes ao incumprimento contratual, assistirá ao sócio lesado, para além do direito a ser indemnizado referido acima, o recurso aos restantes mecanismos gerais, designadamente, quando possível, o exercício da exceção do não cumprimento, direito de resolução do contrato e ainda segundos autores ação judicial de cumprimento quando a prestação ainda seja possível.

PAULO CÂMARA⁶³ salienta que o entendimento de que os Acordos Parassociais apenas produzem eficácia entre as partes e por isso, diversamente, não produzem efeitos perante terceiros, *se afasta da evolução civilística de suscetibilidade de eficácia externa de vínculos creditícios*⁶⁴. Segundo o autor, o artigo 17.º do Código das Sociedades Comerciais é composto por duas proposições normativas, uma de sentido positivo- “*têm efeitos entre os intervenientes*”- e outra de sentido negativo- “*com base neles não podem ser impugnados atos da sociedade ou dos sócios para com a sociedade*”. Nada no preceito é dito quanto à inoponibilidade dos Acordos Parassociais quanto a atos dos sócios (que não para com a

⁶² Nos termos do artigo 17.º, número 1 do Código das Sociedades Comerciais.

⁶³ Em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 422-428.

⁶⁴ *Ibidem*.

sociedade) ou quanto a terceiros, pelo que em abstrato, entende poder concluir-se pela oponibilidade⁶⁵ dos Acordos Parassociais nessas circunstâncias.

Conforme sintetiza⁶⁶, são quatro as situações em que o problema da oponibilidade dos Acordos Parassociais se pode colocar: atos da sociedade; atos do sócio para com a sociedade; atos entre sócios e atos entre sócios e terceiros. Quanto aos dois primeiros nada haverá a debater, a lei é clara e tais atos são inoponíveis, pelo que uma vez violados apenas conferem um direito a indemnização. Contudo, relativamente ao terceiro e quarto grupo de atos, nada impede que se considere a sua oponibilidade. Tal circunstância não é vedada pela letra da lei⁶⁷.

⁶⁵ PAULO CÂMARA, *ibidem*, desenvolve o tema da oponibilidade, classificando-a em três diferentes níveis, a saber: Oponibilidade fraca- oponibilidade que assiste a qualquer direito de crédito por força do disposto no artigo 483.º do CC, preceito segundo o qual quem viola o direito de outrem tem o dever de indemnizar, Oponibilidade Média- casos em que o terceiro induz ao incumprimento tornando-se delitualmente responsável perante o contraente lesado-, e finalmente a Oponibilidade Forte- em que o acordado obsta pura e simplesmente à pretensão de outrem. Conforme refere, a oponibilidade forte dos Acordos Parassociais sempre se encontrará condicionada pelo disposto no artigo 17.º do CSC, contudo quanto às restantes afirma serem de possível configuração neste âmbito.

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ Vale notar que a letra da lei não pode ser encarada como omissa de razão de ser. Se de determinada forma se dispõe, então importa conhecer a *ratio* que lhe é subjacente. Cabe-nos questionar o porquê de ser das coisas e confrontar toda e qualquer norma isenta de sentido. O artigo 17.º do CSC proíbe a eficácia externa dos Acordos Parassociais relativamente à sociedade. Quer isto dizer, por hipótese, que um terceiro que adquira uma participação social mediante a qual se pretira um direito clausulado em Acordo Parassocial não pode ver o seu direito prejudicado perante a sociedade por tal circunstância. E porque que assim entendeu o legislador razoável? A resposta é simples. Os Acordos Parassociais não são públicos, pelo que o terceiro desconhece a existência de um direito impeditivo da transmissibilidade da participação que ora adquire. Assim, podemos concluir que a oponibilidade de determinado direito anda de mãos dadas com a publicidade conferida a esse mesmo direito. Seguindo tal postulado, não reconhecemos de modo geral a possibilidade de oponibilidade de Acordo Parassocial a atos relativos a terceiros ao acordo, com exceção daqueles que não sendo parte, de alguma forma, ao seu conteúdo tiveram acesso. Neste sentido, com a devida vénia discordamos parcialmente do entendimento de PAULO CÂMARA segundo o qual um Acordo Parassocial pode ser oponível à aquisição de terceiro, contando que ainda não tenha produzido efeitos perante a sociedade (isto é, em momento prévio ao seu registo). Tal situação, no nosso entendimento e por harmonia ao sentido e espírito da lei, apenas se poderia configurar quando o terceiro conhecesse o conteúdo do Acordo Parassocial. No comércio jurídico não se pode exigir um fardo de tal ordem a um potencial adquirente de uma dada participação social e por isso, aquele que adquire de boa-fé não pode em caso algum ser prejudicado por um contraente incumpridor. Tal incumprimento reporta-se ao plano indemnizatório, pelo que importa sim definir uma tutela ressarcitória que acautele os interesses daquele que vê o seu direito preterido.

PAULO CÂMARA⁶⁸ defende ainda, em sentido diverso ao defendido por MENEZES CORDEIRO, a possibilidade de execução específica de Acordo Parassocial em determinadas circunstâncias⁶⁹.

Atenta a posição do investidor em Capital de Risco que pelo presente se visa acautelar, recomendamos a convenção de cláusulas penais em Acordos Parassociais com vista à garantia e tutela ressarcitória do sócio lesado no âmbito deste acordo, fixando, para o efeito, um determinado valor sancionatório adequado a salvaguardar o peso do incumprimento na parte lesada⁷⁰. A indemnização é o único meio ressarcitório que com toda a certeza podemos contar.

Atenderemos no capítulo seguinte a uma exposição relativa ao tipo de clausulado cuja inserção em Acordos Parassociais e Contrato de Investimento (ou nos estatutos) fortemente se recomenda.

4. Cláusulas com vista ao Desinvestimento:

Conforme largamente se vem desenvolvendo, a saída do Investimento em Capital de Risco materializa-se através da transmissão da participação adquirida ou subscrita pelo investidor. Assim, parece importante que essa transmissão seja antevista e acautelada no interesse deste.

No presente capítulo procuraremos avaliar um conjunto de cláusulas que reforçam a proteção e segurança do investimento do investidor em Capital de Risco, analisando os seus contornos, validade e eficácia. Falamos essencialmente de cláusulas

⁶⁸ Em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 429-433.

⁶⁹ Segundo o autor, não se poderá proceder a uma generalização quanto à execução específica de Acordos Parassociais, assim, tudo se remeterá a uma análise casuística que permita concluir se à luz do disposto no artigo 830.º do CC tal execução é ou não processualmente admissível. Contando que se ultrapassem os condicionalismos previstos por tal preceito a execução específica de disposição de Acordo Parassocial será em tese admissível. ANA FILIPA LEAL em *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português*, em Revista Direito das Sociedades, Ano 1, n.º 1, 2009, pp. 183 refere uma situação potencialmente suscetível de execução específica de Acordo Parassocial- o caso em que o devedor declara antecipadamente a sua intenção de não cumprimento da sua obrigação.

⁷⁰ Vale lembrar que o valor fixado deverá ser adequado ao incumprimento que se visa ressarcir, atendendo a que uma Cláusula Penal manifestamente excessiva, poderá ser alvo de redução equitativa pelo tribunal nos termos do artigo 812.º do Código Civil.

que visam a limitação, condicionamento ou impulso da transmissibilidade de participações sociais⁷¹.

Segue-se então um estudo daquelas que cremos serem as cláusulas essenciais a constar de um contrato no âmbito de uma operação de Investimento em Capital de Risco com vista à salvaguarda dos interesses e investimento do investidor:

4.1 Direitos de Preferência, *Rights of First Refusal* e *Rights of First Offer*:

Nos termos do artigo 414.º do Código Civil os Pactos de Preferência⁷² consistem na convenção pela qual alguém assume a obrigação de dar preferência a outrem na venda de determinada coisa. No âmbito do direito societário designar-se-á por Cláusula de Preferência aquela mediante a qual um ou mais sócios se comprometem a preferir entre si aquando da transmissão das suas participações sociais.

Estamos perante cláusulas de proteção que acautelam os interesses dos sócios e da sociedade⁷³, protegendo-os dos inconvenientes próprios da entrada de terceiro na

⁷¹ Segundo AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 388, os interesses subjacentes a este tipo de clausulado, podem ser de três ordens: I. Podem refletir o interesse da sociedade em controlar a sua composição pessoal; II. O interesse do sócio em não ficar eternamente vinculado à sociedade, podendo e requerendo abandoná-la, transmitir a sua participação; III. E finalmente o interesse dos sócios em assegurar a sua posição relativa dentro da sociedade.

⁷² A doutrina tem-se ocupado a este propósito de uma distinção entre “pacto de preferência” e “cláusula de preferência”. AUGUSTO GARCIA TEIXEIRA, *ibidem*, pp. 400-403 defende que o pacto de preferência, regulado civilmente, visa garantir a aquisição de determinada coisa por um indivíduo, tendo por isso uma motivação puramente patrimonial, querendo pois, segundo defende, *garantir uma posição de supremacia para fazer ingressar no seu património certo e determinado bem*, diversamente, a segunda, própria do direito societário, procura antes controlar a posição do grémio social, *impedindo a entrada de indesejados que possam por em causa a boa marcha da empresa social*, procurando garantir-se a eficácia da sociedade e não a satisfação de um interesse patrimonial. Em sentido semelhante, COUTINHO DE ABREU em *Direito de Preferência em Cessão de Quotas*, em *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, pp. 149, Coimbra, Almedina, 2012, refere que *as cláusulas de preferência têm tipicamente natureza societária, são conteúdos próprio dos estatutos das sociedades, não se reduzem pois, aos civilísticos pactos de preferência, sem prejuízo, embora, de aplicação subsidiária de normas a estes aplicáveis*. Seja como for, parece-nos que a distinção em causa não assume grande relevância nesta sede, “Cláusula” ou “Pacto”, o que releva é o direito de preferência que ambos os meios conferem, é desse direito de que aqui nos ocupamos. Sendo na nossa opinião bastante discutível que os interesses num e noutro âmbito sejam de tal ordem distintos, conforme referem os autores.

⁷³ Entendendo-se para o efeito o interesse da sociedade como uma comunhão dos interesses dos sócios, ou nas palavras de AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, como o interesse *do colégio dos sócios enquanto tal*. Em *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 397.

sociedade, e que assumem particular relevância no contexto do (de)investimento em Capital de Risco, pela circunstância de permitirem uma saída controlada do fundador da sociedade capitalizada e por protegerem o investidor da entrada de partes externas indesejáveis.

Com a entrada de terceiro numa dada sociedade existem mudanças e abalos na estrutura e organização previamente definidas pelos sócios. Por isso, tal entrada, compreensivelmente pode prejudicar os interesses e estratégias prosseguidos pelo investidor em Capital de Risco, sendo por isso preferível que a evite.

Para além desta proteção, vale notar que ao investidor sempre interessará deter uma posição de controlo na sociedade, uma vez que querendo vender a sua participação, esta valerá tanto mais quanto o controlo da sociedade que passe a ser assumido pelo pretendo adquirente- prémio de controlo. Desta feita, interessará ao investidor preferir na venda de uma participação social, somando-a à que já detém e evitando a entrada de mais um *player* na sociedade.

Assim e em jeito de síntese, deve entender-se as Cláusulas de Preferência como meios de proteção da base societária que evitam a entrada de pessoas indesejadas no ente societário e consequentes desequilíbrios e abalos na empresa, constituindo, quando incluídas no estatutos sociais, *regras de organização social(...)* que visam assegurar o remanso da composição societária⁷⁴.

As Cláusulas de Preferência, entendidas em sentido amplo, podem ser projetadas de diversas formas, designadamente no que concerne à sua eficácia e oponibilidade e no que concerne ao seu *modus operandi*.

Quanto à eficácia e oponibilidade das Cláusulas de Preferência recuperamos o que se expôs no capítulo anterior. Dir-se-á a este propósito que estas cláusulas podem estar previstas nos próprios estatutos da sociedade comercial, sendo nesse caso oponíveis a terceiros- tendo o que se designa por efeito *erga omnes* -⁷⁵, ou diversamente podem ser convencionadas entre os sócios mediante clausulado de acordo parassocial ou

⁷⁴ Neste sentido AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 386.

⁷⁵ Cf. PAULO OLAVO CUNHA em *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.^a edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 534.

contrato de investimento, caso em que serão eficazes apenas entre as partes, com efeitos meramente obrigacionais, designadamente os relacionados com deveres indemnizatórios em caso de violação do acordado.

No que concerne ao *modus operandi* destas cláusulas dir-se-á que estas podem ser projetadas de um modo “mais clássico”, próprio, mediante o qual o sócio alienante formula uma proposta negocial dirigida a terceiro, que a aceita, e, é em consequência da previsão de Cláusula de Preferência, permitido ao sócio titular do direito contratar no lugar do terceiro sob as condições negociais definidas e por este último aceites⁷⁶, opção correspondente ao *right of first refusal* no ordenamento jurídico americano; ou diversamente, e pese embora menos praticado, igualmente interessante, podem as partes acordar no direito do sócio a formular uma primeira proposta negocial antes do sócio alienante se dirigir ao público e procurar terceiro com que contratar. Distingue-se do direito de preferência clássico pela circunstância de funcionar independentemente da apresentação de oferta de aquisição por terceiro⁷⁷. Esta segunda opção corresponderá ao designado *right of first offer*, direito de primeira oferta, apresentado no nosso ordenamento jurídico como uma preferência imprópria⁷⁸.

Vale ainda dar nota de uma outra derivação do direito de preferência. Disse-se que existindo direito de preferência, o sócio beneficiário desse direito poderia adquirir sob as condições negociais definidas e aceites pelo terceiro. Contudo, conforme aponta AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA⁷⁹, tem se verificado que não raras as vezes as Cláusulas de Preferência surgem acompanhadas de cláusulas de determinação do preço. Desta feita as Cláusulas de Preferência fornecem também o critério para determinação do preço pelo

⁷⁶ Para o efeito, estabelece o artigo 416, número 1 do Código Civil a obrigatoriedade de comunicação pelo obrigado, ao titular do direito do projeto de venda e cláusulas do respetivo contrato. Tal comunicação, conforme aponta a jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça em acórdão datado de 23 de março de 2021, (Relator: JORGE DIAS) processo 609/19.9T8FND.C1.S1, deve ser completa, *temos que é necessária uma comunicação (sem vícios) dos elementos que permitam ao preferente uma declaração de vontade livremente formada e uma decisão consciente de exercer, ou não, o seu direito ou até deixá-lo caducar*. Do exposto supõe-se, contrariamente ao que se verifica no direito de preferência impróprio de primeira oferta, a existência de um terceiro com que o obrigado tenha iniciado negociações e delimitado condições negociais específicas.

⁷⁷ PAULO CÂMARA em *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998, pp. 216.

⁷⁸ *Idibem*.

⁷⁹ Em *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 384.

qual as participações deverão ser adquiridas, sendo o preço definido, entre outros critérios, mediante a fixação pelo conselho de administração (ou gerência), por terceiro ou por referência ao valor contabilístico ou de mercado das participações.

Da validade das Cláusulas de Preferência:

As Cláusulas de Preferência não devem ser encarrada como o “Bicho Papão” que prejudica o obrigado à preferência. Na base das Cláusulas de Preferência sempre estará assente uma profunda compatibilidade e conveniência entre os interesses do preferente e do obrigado. Estando pela presente devidamente atentos os interesses do preferente, valerá apenas referir que ao obrigado à preferência também importará a convenção de direito de preferência enquanto forma de abandono desejado da sociedade. Valendo notar que o obrigado, querendo abandonar a sociedade, sempre terá uma justa contrapartida. Assim a Cláusula de Preferência deve ser tida antes como uma garantia de equilíbrio entre os interesses da sociedade, dos sócios e do obrigado à preferência.

Por forma a aferir a validade das Cláusulas de Preferência à luz do Direito das Sociedades Comerciais cumpre-nos uma análise específica em função do tipo societário, distinguido e analisando as normas previstas no nosso Código das Sociedades Comerciais para as sociedades por quotas e para as sociedades anónimas.

Da validade das Cláusulas de Preferência nas Sociedades por Quotas:

De entre os preceitos previstos pelo Código das Sociedades Comerciais referentes às sociedades por quotas, a disposição apta a questionar a admissibilidade destas cláusulas é a vertida no artigo 229.º, número 5⁸⁰, pelo julgamos este artigo merecedor de uma análise crítica e atenta.

Prevê o artigo 229.º, número 5 do Código das Sociedades Comerciais que *o contrato de sociedade não pode subordinar os efeitos da cessão a requisito diferente do consentimento da sociedade (...).*

Desde logo, *a contrario*, podemos concluir pela perfeita admissibilidade de Cláusulas de Preferência nas sociedades por quotas em acordos parassociais, sendo apenas de indagar a admissibilidade da sua previsão nos estatutos sociais.

⁸⁰ Neste sentido ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 417.

Posto isto, e proibindo o artigo em apreço que o contrato de sociedade subordine os efeitos da cessão a requisito distinto que o do consentimento da sociedade, cumpre-nos questionar se ao se convencionar um direito de preferência se subordina os efeitos da cessão de quotas. Dito de outro modo, caberá indagar se o direito de preferência convencionado nos estatutos sociais configura um requisito de cessão de quotas. Se a resposta a estas questões for afirmativa, não teremos outra opção que não a de concluir pela inadmissibilidade de Cláusulas de Preferência estatutárias em sociedades por quotas⁸¹.

Como de seguida teremos oportunidade de verificar a propósito das consequências do incumprimento do direito de preferência, a Cláusula de Preferência, por si só, não subordina a cessão de quotas ao respetivo cumprimento, ou seja, no limite, pode o sócio obrigado ceder a sua quota em violação do direito de preferência, situação que apenas gerará no sócio credor da preferência, o direito a reclamá-la.

Da validade das Cláusulas de Preferência nas Sociedades Anónimas:

Nas sociedades anónimas a questão da admissibilidade das Cláusulas de Preferência gera preocupações distintas, já que, neste tipo societário vigoram dois princípios importantes de serem equacionados, a saber: o princípio da livre transmissibilidade das ações e o princípio da tipicidade das restrições transmissivas, ambos vertidos no artigo 328.º do Código das Sociedades Comerciais.

Dispõe o número 1 do artigo 328.º que *o contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das ações nem limitá-la* - princípio da Livre transmissibilidade das ações⁸²- *além do que a lei permitir* - princípio da tipicidade das restrições transmissivas⁸³.

⁸¹ Conforme sintetiza COUTINHO DE ABREU em *Direito de Preferência em Cessão de Quotas, em II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 148 *estas cláusulas são em princípio válidas. Só assim não será (são nulas) se- ou na medida em que- subordinarem ou fizerem depender a eficácia da cessão de quota para com a sociedade do cumprimento, pelo cedente, da obrigação de preferência.*

⁸² A livre transmissibilidade das ações justifica-se pelo carácter *intuitu pecuniae* das sociedades anónimas e ainda pela circunstância de nestas os sócios não se poderem exonerar da sociedade. Assim a negociação das suas participações revela-se o único meio de desvinculação do sócio do ente societário. Acresce que as ações são verdadeiros títulos de crédito, títulos esses que visam a circulação de direitos, sendo natural que a transmissibilidade das ações não possa por isso ser impedida. Neste sentido AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA em *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas, in Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 379 e 380.

⁸³ Considerando-se com efeito, quaisquer outras restrições à transmissibilidade para além das admitidas por lei, por força deste princípio, como nulas. Conforme ensina ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS em

Estamos, portanto, perante um limite à autonomia privada e negocial das partes, que conforme resulta claro da letra da lei, não impede que não existam motivos aptos à restrição da livre negociação das ações⁸⁴, designadamente os taxativamente previstos no número dois do mesmo artigo, entre os quais se inclui a convenção de direito de preferência.

Estabeleceu o legislador que as cláusulas restritivas da transmissibilidade de ações, previstas pelas alíneas “A” a “C” do número 2 do artigo 328.º, devem ser *transcritas nos títulos ou nas contas de registo das ações*⁸⁵. Visa-se no fundo que estas sejam públicas, tutelando-se a segurança do comércio jurídico e protegendo-se os interesses de todos os terceiros que com a sociedade pretendam contratar⁸⁶. Não sendo cumprida esta formalidade, as Cláusulas de Preferência serão oponíveis apenas a terceiros de má-fé que tenham tido conhecimento do incumprimento das obrigações que destas cláusulas derivavam e da vinculação do alienante.

Tal não significa que estas cláusulas apenas possam ser convencionadas através dos estatutos sociais, ou dito de outro modo, tal não significa que não possam ser convencionadas mediante acordos parassociais pela circunstância destes não cumprirem requisitos de publicidade. A necessidade de publicidade suprarreferida releva apenas para as situações em que o direito de preferência limite a transmissibilidade, isto é, seja oponível, obste à transmissão. Ora, as cláusulas previstas nos acordos parassociais, conforme já se avançou e de seguida se aprofundará, têm eficácia apenas entre partes, resultando da sua violação efeitos meramente obrigacionais e que em nada obstem à

Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Ações, Coimbra, Almedina, 2006, pp. 302, o n.º 1 do art. 328 parece constituir uma norma de carácter imperativo. Trata-se de uma norma proibitiva que contém na sua letra claros indícios de que o regime dela constante não pode ser afastado por vontade das partes.

⁸⁴ Refere-se neste sentido, no Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 21 de março de 2017 (Relator: Alexandre Reis), processo 445/13.6TBPCV.C1.S1 que *Ainda assim, excepcionando essa regra, o legislador optou por permitir a atenuação da índole normal da S.A., facultando a existência de sociedades com reduzido número de acionistas e que comportam uma componente também personalizada, por possuírem características mais fechadas, designadamente de âmbito familiar. (...)Com esse pressuposto, embora proibindo a exclusão da transmissibilidade das acções, a lei permite que, no contrato de sociedade, os sócios possam impor à livre circulação dos títulos uma ou várias das pontuais limitações taxativamente previstas nas alíneas a) a c) do n.º 2 do citado art. 328.º, e não mais do que essas, quando, da interpretação objectiva dos respectivos estatutos, resulte a necessidade de relativizar o paradigma típico da despersonalização da sociedade anónima, dotando-a de instrumentos idóneos à sua autodefesa, com a introdução de elementos personalísticos, com vista a assegurar a titularidade das acções a algumas pessoas, a fim de prevenir a destabilização do seu controlo.*

⁸⁵ Nos termos do número 4 do artigo 328 do Código das Sociedades Comerciais.

⁸⁶ ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS em *Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Ações*, Coimbra, Almedina, 2006, pp. 303.

transmissão da participação a terceiro. Desta feita, deve ter-se como perfeitamente admissível a convenção de Cláusulas de Preferência em acordos parassociais, não sendo, neste caso, a publicidade requisito de eficácia destas disposições de preferência.

Da Eficácia das Cláusulas de Preferência nas Transmissões Gratuitas ou Onerosas Infungíveis:

Pode dar-se o caso de o projeto negocial previsto para a transmissão da participação social passar por uma transmissão gratuita (doação), ou até por uma transmissão onerosa infungível (casos de permutas)⁸⁷, sendo questionável se nestes casos o direito de preferência acordado terá aplicabilidade.

Parece seguro afirmar que nestes casos o preferente não poderá, sem mais, substituir-se ao terceiro adquirente. Quanto às transmissões gratuitas entende-se que o obrigado à preferência deseja doar a terceiro com base em características pessoais do terceiro, assim o *animus donandi* não se aplica ao preferente, como bem se entende, pelo que nestes casos, este não poderá sem mais substituir ao terceiro⁸⁸. Também no que concerne à transmissão onerosa infungível, muito provavelmente dir-se-á difícil de configuração a hipótese de o preferente conseguir substituir-se ao terceiro atenta a própria natureza infungível da prestação.

Para estas hipóteses, à luz do direito civil e salvo estipulação das partes em sentido diverso, é seguro afirmar que o direito de preferência seria preterido. Também será assim no direito societário?

AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA parte do entendimento de que *as cláusulas de preferência representam um domínio onde a fricção (rebeldia!) do direito comercial em face do (íamos dizer imperialismo...) direito civil se faz sentir*⁸⁹. E por isso, atenta a “absoluta originalidade” das Cláusulas de Preferência no direito societário, e considerados os

⁸⁷ Conforme refere COUTINHO DE ABREU em *Direito de Preferência em Cessão de Quotas, em II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 147, o ato (contrato) transmissivo ou translativo pode ser muito variado: por exemplo, compra e venda, dação em cumprimento, doação, entrada em sociedade, permuta.

⁸⁸ Neste sentido AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA em *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 399.

⁸⁹ Em *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 400.

interesses subjacentes a tais cláusulas, entende que mesmo nestes casos a Cláusula de Preferência deve produzir os seus efeitos, salvo estipulação das partes em sentido diverso, calculando-se para o efeito, se não estipulado previamente pelas partes, uma contrapartida⁹⁰⁻⁹¹.

Sem embargo, julgamos e defendemos que esta não é a melhor abordagem do tema. Sendo o nosso estudo absolutamente preventivo e antecipatório de potenciais conflitos e dificuldades, cremos que aquando da projeção de uma Cláusula de Preferência segura não devemos ser movidos por meras convicções. Assim, ao alicerçar esta posição na convicção de que as Cláusulas de Preferência no âmbito societário divergem dos Pactos de Preferência no direito civil e que por isso produzem efeitos diferentes, designadamente no que concerne aos casos de projetos negociais gratuitos ou onerosos infungíveis, deixa-se uma porta aberta a interpretações e discussões doutrinárias que no nosso entender não se encontram aos dias de hoje devidamente sedimentadas.

Assim, cremos que a posição oferecida não se apresenta suficientemente segura, sendo no nosso entender irrelevante se os pactos de preferência civis prosseguem

⁹⁰ Refere o autor que inexistindo um valor previamente estipulado pelas partes ou pelos estatutos, haverá que chegar-se a acordo ou na falta de acordo exercer-se o direito de preferência contra o valor patrimonial das ações fixado com base em critérios objetivos. COUTINHO DE ABREU avança sugestões de determinação do contravalor assentes no negócio translativo ou transmissivo em apreço. Refere nesse sentido que nas hipóteses de entrada em sociedade, o valor deverá ser determinado por avaliação da quota-entrada em espécie feita pelo ROC independente à luz dos artigos 28 e 89, número 1 do Código das Sociedades Comerciais; nos casos de permutas a contrapartida a prestar pelos preferentes deverá passar pelo montante em dinheiro igual ao valor do bem não fungível, avaliado à luz do artigo 883.º, número 1 do Código Civil; Já na doação o critério de determinação passará pela aplicação analógica do critério do valor real da quota indicado no artigo 231.º, número 2, alínea “D” do Código das Sociedades Comerciais, conforme ensina em *Direito de Preferência em Cessão de Quotas, em II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012 pp. 151 a 153. Do exposto já se entende a insegurança que o método proposto propicia. Atentas duas posições doutrinárias encontramos dois critérios distintos de determinação do contravalor, e tal conclusão reforça a nossa defesa, que de seguida se avança, de que tais aspetos devem ser regulados pelas partes e não deixados à livre interpretação destas e de terceiros.

⁹¹ A propósito partilha-se ainda a posição do *Court of Chancery of Delaware*, em acórdão datado de 22 de julho de 1985, no âmbito do processo número 498 A.2d 161- “*Shields V. Shields*”, onde se refere que o estabelecimento de cláusulas de preferência que operem em situação de aquisição gratuita, como seja uma doação, herança ou alocação da participação a fundo a favor de descendente, com contrapartida calculada com base no valor contabilístico, gera um efeito de “lotaria” que beneficia em exclusivo o sócio que sobreviva a todos os restantes, podendo e devendo este direito ser contornado pelas partes. Com efeito, considera-se inclusive admissível o processo de fusão que se destine em exclusivo a afastar o direito de preferência definido nestes termos, não podendo considerar-se tal “simulação” uma violação de deveres fiduciários atendendo a que é a posição que melhor cautela os interesses dos sócios no seu conjunto. Em jeito de nota, refere-se ainda que o tribunal concluiu que o direito de preferência acordado numa dada sociedade apenas se transfere para a sociedade que resulte da fusão quando tal esteja previa e expressamente estipulado nos estatutos da sociedade fundida.

interesses diferentes das Cláusulas de Preferência societárias e se fruto desses interesses a questão merece tutela distinta num e noutro âmbito⁹².

Uma Cláusula de Preferência que não preveja e regule expressamente estas situações é uma Cláusula de Preferência que desprotege a posição do preferente, já que na falta de previsão expressa destes casos, regra geral, não haverá lugar à preferência. Não se pode retirar da letra da lei outra conclusão que não esta. E por isso, querendo o preferente beneficiar da preferência mesmo nestas hipóteses, terá de convencionar expressamente nesse sentido, estipulado os exatos termos em que a preferência terá lugar, designadamente no que concerne à contraprestação devida.

Da violação e eficácia das Cláusulas de Preferência:

Aqui chegados, cumpre-nos indagar quais as consequências subjacentes à violação de Cláusula de Direito de Preferência. Serão estas cláusulas verdadeiramente eficazes? Estará o beneficiário de direito de preferência eficazmente protegido?

Para responder a estas questões cumpre-nos, mais uma vez, distinguir a eficácia e meios de reação consoante o tipo societário e a forma de convenção em apreço.

Da violação e eficácia das Cláusulas de Preferência nas Sociedades por Quotas:

Tendo o direito de preferência sido atribuído através dos estatutos, ganha, como vimos, eficácia *erga omnes*. A oponibilidade a terceiros justifica-se pelos próprios interesses em jogo, designadamente os tendentes a evitar a entrada de terceiros na sociedade.

A oponibilidade a terceiros que deriva da eficácia real da Cláusula de Preferência, decorre do seu registo nos termos do artigo 14.º do Código de Registo Comercial e artigo 168.º do Código das Sociedades Comerciais, já que nos termos do artigo 3.º, número 1, alínea “D” os pactos de preferência aos quais tenha sido atribuída eficácia real dependem de registo.

⁹² COUTINHO DE ABREU, em *Direito de Preferência em Cessão de Quotas*, em *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 150, remete a questão suscitada a uma análise casuística à luz dos estatutos. Assim tudo passa por uma questão de interpretação dos estatutos e dos interesses subjacentes. É decerto uma posição mais bem fundamentada e com a qual simpatizamos (mais), todavia, preferimos, por razões de clareza e segurança a solução que pela presente se oferece.

Desta feita para que o direito de preferência seja dotado de eficácia real exige-se o cumprimento cumulativo dos seguintes requisitos⁹³:

- I. Exige-se que seja convencionado no Contrato de Sociedade;
- II. Seja por vontade das partes atribuída eficácia real a esse direito, com menção expressa nesse sentido e subsidiariamente por força dos preceitos do direito civil (421 e 413, número 1 do Código Civil);
- III. O contrato seja redigido a escrito com reconhecimento presencial das assinaturas dos seus subscritores, conforme disposto pelo artigo 7.º número 1 do Código das Sociedades Comerciais e subsidiariamente por força dos preceitos do direito civil (421 e 413, número 2 do Código Civil);
- IV. A cláusula de direito de preferência seja registada nos termos do artigo 3.º, número 1, alínea “D” do Código de Registo Comercial.

Ao direito de preferência projetado nos moldes supra descritos será conferida eficácia real e o beneficiário do direito vendo violada a preferência poderá intentar ação de preferência.⁹⁴ Não se verificando o preenchimento de qualquer dos quatro requisitos apontados haverá que concluir pela eficácia meramente obrigacional do direito de preferência⁹⁵.

Da violação e eficácia das Cláusulas de Preferência nas Sociedades Anónimas:

Às Cláusulas de Preferência no âmbito das sociedades anónimas aplicam-se, por identidade de razão, os mesmos requisitos quanto à forma e publicidade supramencionados a propósito das sociedades por quotas.

Acresce, contudo, um requisito adicional à consideração destas cláusulas como oponíveis a terceiros, a saber: a transcrição das cláusulas nos títulos ou nas contas de registo de ações, nos termos do artigo 328.º, número 4 do Código das Sociedades

⁹³ Neste sentido encontramos a jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça em acórdão datado de 12 de setembro de 2013, (relator: SÉRGIO POÇAS), processo número 88/04.4TYLSB.L1.S1, que afirma que *o direito de preferência convencional para ter eficácia real depende do preenchimento de três requisitos cumulativos: que a eficácia real tenha sido convencionada por declaração expressa; que o direito de preferência respeite a bens imóveis ou a bens móveis sujeitos a registo; que esse direito de preferência tenha sido registado, nos termos da respectiva legislação.*

⁹⁴ Vale lembrar que a ação de preferência não prejudica a eficácia da cessão de quotas, conforme vimos, o contrato de sociedade não pode, nos termos do artigo 229.º do Código das Sociedades Comerciais, subordinar os efeitos da cessão a requisito diferente do consentimento.

⁹⁵ Note-se que até ao código civil de 1966 ao direito de preferência convencional não era atribuída eficácia real, gerando o seu incumprimento consequências meramente obrigacionais entre as partes.

Comerciais. Apenas mediante a transcrição se garante a oponibilidade das cláusulas aos adquirentes de boa-fé.

Em qualquer dos casos, tanto nas sociedades anónimas como nas sociedades por quotas, as Cláusulas de Preferência previstas apenas nos acordos parassociais, conforme já se teve oportunidade de referir, têm efeitos meramente obrigacionais entre as partes que os celebraram- eficácia contratual.

Consequentemente, alienada uma participação em preterição da preferência acordada mediante acordo parassocial, ao beneficiário do direito não restará outra opção que não a tutela geral das obrigações, sendo a aquisição por terceiro oponível aos sócios e à sociedade. Acresce que nesta hipótese o direito de preferência acordado entre sócios mediante acordo parassocial não se aplicará a eventual novo adquirente atendendo a que este não se obrigou à preferência por não ter sido parte do acordo inicial, diferentemente do que se verifica na preferência estatutária que será forçosamente assumida por novos sócios da sociedade⁹⁶.

Damos assim por concluída a análise deste tipo de cláusulas. Cláusulas que garantem a *reserva da intimidade do grémio social*⁹⁷ e que afirmam a posição de controlo do investidor em capital de risco, sendo por ambos os motivos, absolutamente recomendáveis de incluir nas negociações tendentes a este tipo de investimento. Seguem-se outras relevantes.

4.2 Cláusulas de Venda Conjunta: *Drag Along* e *Tag Along*

As Cláusulas de *Drag Along*:

As Cláusulas de *Drag Along* permitem que o sócio beneficiário do direito de *Drag*, aquando da venda das suas participações sociais a terceiro, force o sócio obrigado à *Drag* a vender conjuntamente com o primeiro as suas participações. São por isso, conforme

⁹⁶ Conforme reforça AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA em *A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas*, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 386 e 387 assim o é atendendo a que diversamente do que se verifica nas preferências acordadas nos estatutos, as preferências parassociais não são verdadeiras regras de organização da sociedade, são antes regras previstas entre sócios e por isso não são vinculativas para novos sócios que não tenham firmado o acordo.

⁹⁷ *Idibem*, pp. 397.

refere ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA⁹⁸, classificadas como cláusulas de impulso à transmissão de participações sociais⁹⁹.

As Cláusulas de *Drag Along* podem ser configuradas pelas partes das mais amplas formas e por isso, conferem ao seu beneficiário, consoante acordado pelos contraentes, ou um direito potestativo de venda das suas participações em conjunto com a participação do beneficiário, ou uma verdadeira obrigação de contratar com pessoa indeterminada¹⁰⁰.

Estas Cláusulas assumem enorme relevância no contexto de (Des)investimento em Capital de Risco atendendo a que permitem ao investidor a venda da sua participação em conjunto com a participação de outros sócios, propondo ao futuro adquirente a compra de uma posição de controlo ou até da totalidade das participações. A venda de uma participação de controlo, como já se vem referindo, sempre valerá mais que a venda de uma participação minoritária (para além do valor em proporção), já que ao terceiro que pretende entrar no ente societário sempre interessará controlar a sociedade ao invés de ser controlado pelos restantes sócios- este acréscimo de valor designa-se por “prémio de controlo”.

Para além do exposto, vale notar que as Cláusulas de *Drag Along* desempenham uma relevante função de proteção dos interesses dos sócios (titulares do *Drag*) no que concerne aos casos de *hold up* e *free-riding*¹⁰¹. Nestes casos os sócios minoritários, aquando da venda de participações sociais de outros sócios, e aproveitando-se do interesse do terceiro adquirente na aquisição de uma posição de controlo, procuram maximizar as suas participações sociais, definindo de forma especulativa o seu valor ou gerando verdadeiras situações de extorsão, que em ambos os casos impedem, limitam ou atrasam significativamente o processo negocial.

⁹⁸ Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 425.

⁹⁹ Ou na perspetiva de MANUEL SEQUEIRA, como Cláusulas de Transmissão Forçada, em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em Revista de Direito das Sociedades Comerciais, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 800.

¹⁰⁰ *Ibidem*, pp. 800.

¹⁰¹ *Ibidem*, pp. 801 e MARIA ISABEL SÁEZ y NURIA BERMEJO em *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad- a vueltas com los pactos de tag y de drag-along*, em *InDret, revista para el análisis del derecho*, 415, Barcelona, 2007, pp. 15.

Desta feita, ao investidor em Capital de Risco interessa a convenção deste tipo de cláusulas por dois motivos:

- I. Obtenção de maior contrapartida pela venda da sua participação em consequência da negociação com o terceiro adquirente de uma participação de controlo- prémio de controlo; E
- II. Proteção da sua saída do investimento, sem impedimentos, atrasos ou negociações difíceis e de custos avultados com os restantes sócios.

As Cláusulas de *Tag Along*:

As Cláusulas de *Tag Along* distinguem-se das Cláusulas de *Drag Along* pela circunstância de obrigarem o sócio devedor a, na hipótese de venda da sua participação social, assegurar também a compra pelo terceiro adquirente da participação detida pelo credor.

Conforme refere MANUEL SEQUEIRA¹⁰², nas Cláusulas de *Drag Along* constatamos um dever de prestar do obrigado- na medida em que o devedor se obriga a vender as suas participações-, diversamente, nas cláusulas de *Tag Along* confrontamo-nos antes com um dever de omissão do obrigado- o dever de não vender a sua participação sem vender a dos restantes.

ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹⁰³ sabiamente refere que as derivações das Cláusulas de *Tag Along* são inesgotáveis. O direito de *Tag* poderá reportar-se à venda conjunta da totalidade ou apenas de uma parte da participação do sócio credor. Num cenário de desinteresse do terceiro adquirente pode prever-se que a venda não seja efetuada, estabelecer-se condições específicas para a compra e venda das participações do devedor, acordar numa compra proporcional das ações do credor e do devedor ou até na compra das participações de credor pelo próprio devedor.

As Cláusulas de *Tag Along* assumem igual relevância no contexto do Investimento em Capital de Risco, atendendo a que, quando a favor do investidor, permitem que este se proteja de potenciais saídas dos sócios fundadores. Num cenário em que o sócio fundador decida abandonar a sociedade investida, poderá não persistir qualquer interesse do investidor na manutenção do investimento. Pense-se especialmente nos

¹⁰² *Ibidem*, pp. 803 e 804.

¹⁰³ Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 441.

casos em que o sócio fundador é detetor do *know-how* do negócio. Num cenário deste tipo, a saída do sócio fundador representa um grau de incerteza para o investidor totalmente insuportável.

Conforme acrescenta MANUEL SEQUEIRA¹⁰⁴, este mecanismo contratual é ainda apontado como uma medida de proteção dos sócios minoritários, já que permite que vendam as suas participações em condições semelhantes às do sócio maioritário e por isso dividam com este o prémio de controlo.

Sumariando, referimos que ao investidor em Capital de Risco valerá impor aquando das suas negociações iniciais a obrigação de *Tag*, a sócio cuja venda o possa prejudicar, a sócio com real capacidade de venda e impacto no seu investimento, sendo que esse sócio será determinado em função da percentagem da sua participação no capital social ou do papel que desempenha na organização¹⁰⁵.

Da validade das Cláusulas de Venda Conjunta:

À luz do nosso ordenamento jurídico, e tratando-se de cláusulas que visam regular a relação entre todos ou parte dos sócios, é frequente que este tipo de clausulado surja em acordos parassociais e não nos estatutos¹⁰⁶, que como vimos se reportam à organização e estrutura societária.

A admissibilidade de inclusão deste tipo de cláusulas nos estatutos é inclusive discutível¹⁰⁷. A questão gira essencialmente em torno do princípio da livre transmissibilidade das ações, tornando-se por isso problemática ao nível das sociedades anónimas e não oferecendo quaisquer inquietações quanto às sociedades por quotas.

¹⁰⁴ Em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em Revista de Direito das Sociedades Comerciais, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 802.

¹⁰⁵ Neste sentido, MARIA ISABEL SÁEZ e NURIA BERMEJO em *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad- a vueltas com los pactos de tag y de drag-along*, em *InDret, revista para el análisis del derecho*, 415, Barcelona, 2007, pp.11.

¹⁰⁶ SOFIE COOLS, em *The Validity and Enforceability of Tag Along and Drag Along Clauses: a Comparative Analysis*, confirma esta tendência também nos Estados Unidos da América, Reino Unido, França.

¹⁰⁷ Diversamente do que se verifica em outros ordenamentos jurídicos, conforme refere ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 422 a 425. Nos Estados Unidos da América, tendo por referência o estado de Delaware verificamos a expressa admissibilidade de inclusão nos estatutos sociais de cláusulas com vista à transmissão de participações sociais a terceiros (*Delaware Code, title 8, subchapter VI- Stock Transfers, no. 202, c), 4*). O mesmo se diz dos Países Baixos. Na Alemanha, tais cláusulas apenas são admissíveis de serem incluídas nos estatutos das sociedades por quotas, já não é assim no caso das sociedades anónimas.

ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA assume-se defensora da admissibilidade de inclusão destas cláusulas nos estatutos sociais¹⁰⁸, para o efeito parte do entendimento de que a qualidade de sócio não é uma realidade absoluta e de que essa qualidade pode ceder em função de disposições estatutárias, e a prova disso mesmo é o regime da amortização de ações com redução do capital, previsto no artigo 347.º do Código das Sociedades Comerciais¹⁰⁹.

Segundo o regime da amortização de ações, pode convencionar-se nos estatutos a amortização de participações sociais sem o consentimento dos titulares, com a contrapartida de um valor residual. Assim e pela lógica de que *quem pode o mais pode o menos*, não se vê qualquer obstáculo à admissibilidade de inclusão destas cláusulas nos estatutos, caso em que o valor devido como contrapartida do impulso à transmissão será justo, razoável e previamente acordado ou determinado pelas partes¹¹⁰.

Quanto às Cláusulas de *Drag Along*, refere ainda¹¹¹ que tais cláusulas não se tratam de cláusulas de limitação da transmissibilidade, sendo antes cláusulas de impulso, de iniciativa, que conferem a força motriz à transmissão- e por isso não a limitam.

A propósito da validade das cláusulas de *Drag Along*, MANUEL SEQUEIRA alerta para eventuais casos de abuso de direito, como serão os casos em que o titular do *drag* venda as participações dos obrigados por um preço *artificialmente baixo compensado por contrapartidas laterais*¹¹². Para estas situações, como de resto refere o autor, haverá que recorrer aos institutos gerais do abuso de direito e simulação que conhecemos de outras lides. Ainda assim, não obstante, como também refere MANUEL SEQUEIRA¹¹³, são não raras vezes acordadas em simultâneo com as Cláusulas de *Drag Along*, Cláusulas de *right of first offer*, que permitem aos obrigados do *Drag* dirigir uma primeira oferta para aquisição das participações do sócio titular do *Drag*, antes deste iniciar o processo de venda, garantindo deste modo que as participações apenas serão vendidas a um pretendo terceiro adquirente por preço superior ao proposto. Em alternativa ou cumulativamente

¹⁰⁸ Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 425 e 426.

¹⁰⁹ Que abordaremos adiante neste capítulo.

¹¹⁰ Neste sentido ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.426, referindo que *se a lei admite aquele que é mais oneroso para o prejudicado, então deve o intérprete aplicador aceitar outro que lhe é mais benéfico e foi querido pelas partes*.

¹¹¹ *Ibidem*, pp. 425.

¹¹² MANUEL SEQUEIRA em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em *Revista de Direito das Sociedades Comerciais*, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 801.

¹¹³ *Ibidem*.

podem ainda as partes acordar um valor mínimo de alienação para que a Cláusula de *Drag Along* opere.

Fora os casos descritos no paragrafo anterior, relativos à estipulação de preços baixos, compensados por vantagens laterais, será de crer que não existe interesse do beneficiário de uma Cláusula de *Drag Along* em praticar um preço injustamente baixo ou desproporcional ao ponto de prejudicar o obrigado à *Drag*. Assim o cremos atendendo a que o interesse do beneficiário será, via de regra, a obtenção do maior lucro possível como com a venda das suas participações sociais, assim, procurará o maior valor para si e inerentemente para o obrigado pela *Drag*.

Tornando a nossa atenção em concreto para as Cláusulas de *Tag Along* o que se segue merece a nossa atenção:

Se nas cláusulas de *Drag Along* não podíamos concluir por uma verdadeira limitação à transmissão das participações, mas antes por um impulso à sua transmissão, no caso das Cláusulas de *Tag Along* parece não ser possível deixar de ter algumas reservas no que concerne à sua comunhão com o princípio da livre transmissibilidade de ações.

Por força destas cláusulas a transmissão da participação social do devedor fica à partida totalmente condicionada à vontade do terceiro adquirente de adquirir um volume adicional do capital social- leia-se de adquirir a participação do sócio credor-, pelo que no limite, não se encetando negociações nestes termos com o terceiro adquirente, o sócio devedor fica impedido de realizar o negócio- de transmitir a sua participação. Desta feita, não se pode concluir noutro sentido que não o de que existe uma verdadeira limitação da transmissão da participação.

Vale, contudo, notar que o princípio da livre transmissibilidade de ações, previsto pelo artigo 328.º do Código das Sociedades Comerciais, conhece exceções, designadamente as taxativamente prevista pelas alíneas “A”, “B”, e “C” do número 2 do mesmo artigo. E por isso, nos termos da alínea “C” poderá conceber-se que a Cláusula de *Tag Along* esteja prevista nos estatutos sociais como forma de limitação da transmissão de acordo com o interesse social.

A favor da admissibilidade de inclusão de Cláusulas de *Tag Along* nos estatutos sociais de sociedade anónimas nos casos em que se afigurem do interesse social da sociedade (e por isso cobertos pelo disposto na alínea “C” do artigo 328.º, número 2 do

Código das Sociedades Comerciais) encontramos dois fortes argumentos desenvolvidos por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹¹⁴, ora atente-se:

Segundo afirma o direito de *Tag* assegura aos sócios que pretendem abandonar a sociedade – leia-se aos investidores em Capital de Risco- uma situação de igualdade aos sócios maioritários ou sócios fundadores, garantindo desta forma um equilíbrio de poderes sociais e uma verdadeira proteção das minorias. Pelo exposto conclui que enquanto tutela das minorias societárias¹¹⁵ as cláusulas de *Tag Along* seguem o interesse da sociedade.

Dúvidas subsistissem, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹¹⁶ acrescenta que tais cláusulas por vezes são essenciais e determinantes à vontade de investir numa dada sociedade. O investidor em Capital de Risco pretende salvaguardar o momento da sua saída e por isso, pode, naturalmente, condicionar o seu investimento à convenção de um direito de *Tag* a seu favor nos Estatutos Sociais. Num caso como este, e numa sociedade que careça desse investimento para o desenvolvimento da sua atividade, não poderá concluir-se noutro sentido que não o de que o *Tag* prossegue o interesse da sociedade.

Tal interpretação é, contudo, de tal forma casuística que nos impossibilita de afirmar uma permissão ou proibição genérica de inclusão de Cláusulas de *Tag Along* em Estatutos Sociais. Em abstrato haverá que considerar o cenário hipotético em que o estabelecimento de tal cláusula esteja de acordo com o interesse da sociedade e seja por isso perfeitamente admissível, sem prejuízo de recurso às figuras gerais de proteção conferidas pelo Direito, designadamente a figura do Abuso de Direito.

Do exposto, é nosso entendimento, que as Cláusulas de *Tag Along* são admissíveis de inclusão em estatutos sociais de sociedades anónimas contando que tal se revele conveniente ao interesse social da sociedade, sem qualquer limitação quanto a prazo de

¹¹⁴ Em *Estratégias de Saída no Capital de Risco, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 839 e 840.

¹¹⁵ Neste sentido também MANUEL SEQUEIRA em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em Revista de Direito das Sociedades Comerciais, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 803, quando afirma que as Cláusulas de *Tag Along* *promovem vendas eficientes, garantindo que nenhum sócio é prejudicado ou beneficiado pela venda da sociedade em partes: ao minoritário permite-se que se junte (tag) ao investidor que pretende vender a sua participação.*

¹¹⁶ Em *Estratégias de Saída no Capital de Risco, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 839 e 840.

vigência ou exigência de predeterminação do preço, sendo tal inclusão balizada nos termos gerais pelo instituto do abuso de direito.

Concluindo-se pela validade das Cláusulas de Venda Conjunta, de Drag Along e Tag Along, no nosso ordenamento jurídico, não deixa de ser relevante atentar ao tratamento deste assunto no direito comparado.

No Reino Unido estas cláusulas são frequentes e perfeitamente admissíveis, considerando-se que a liberdade genérica de transmissão de participações que nesse ordenamento vigora, é totalmente compatível com a liberdade dos sócios restringirem a transmissibilidade genérica existente¹¹⁷. Pelo exposto, as Cláusulas de Venda Conjunta podem resultar dos estatutos¹¹⁸ ou de acordos parassociais.

Nos Estados Unidos da América, conforme ensina SOFIE COOLS¹¹⁹, a validade destas Cláusulas encontra-se sujeita a verificação de um requisito- a Razoabilidade- que como bem se entende é um requisito extremamente casuístico e de difícil concretização em determinadas situações, dependendo a sua verificação (ou não) da factualidade que um dado caso ofereça. A razoabilidade como requisito à validade destas cláusulas tanto poderá operar ao nível do valor pelo qual o obrigado é forçado a vender a sua participação, como ao nível do período de vigência destas cláusulas.

No que concerne ao valor de venda, encontramos algumas dificuldades na definição do que se entende por preço razoável. A título de exemplo, e seguindo numa análise do direito comparado, vale atentar ao regime previsto no Reino Unido, onde se entende como razoável o valor pago/investido pelo sócio obrigado aquando da sua entrada na sociedade. No mesmo ordenamento também é concebível a contratação de terceiro imparcial para a fixação do preço.

Seguindo o contributo de SOFIE COOLS, refere-se que no ordenamento jurídico francês, o preço associado às cláusulas de *Drag Along* e *Tag Along* assume enorme relevância para a aferição da sua validade. Quanto ao preço entende-se que este deve ser

¹¹⁷ COOLS, Sofie, *The Validity and Enforceability of Tag Along and Drag Along Clauses: a Comparative Analysis*, pp. 4.

¹¹⁸ A discussão neste ordenamento não se prende com a admissibilidade de previsão destas cláusulas nos estatutos. Tal circunstância é clara e não oferece margem para dúvidas. A este propósito, a discussão centra-se essencialmente em determinar se os sócios minoritários podem ficar obrigados nos termos destas Cláusulas, quando previstas no estatutos, apenas por vontade dos sócios majoritários (através de uma modificação dos estatutos no sentido da sua inclusão).

¹¹⁹ Em *The Validity and Enforceability of Tag Along and Drag Along Clauses: a Comparative Analysis*, pp. 2.

determinado ou determinável- e quando determinável a determinabilidade não pode depender de fatores exclusivamente condicionados pela vontade de uma das partes.

A par do preço, no ordenamento jurídico francês, estabelece-se também o período de vigência como forma de aferir a validade deste tipo de Cláusulas. Assim prevê-se uma proibição de cláusulas de Venda Conjunta que vigorem por um período superior a 10 anos. Conforme refere YULIA LOKOTILOVA¹²⁰ as Cláusulas de Venda Conjunta apenas serão válidas se temporárias, revelando ainda que na prática a vigência de tais cláusulas varia entre os dois e cinco anos.

Tal questão não oferece no nosso entender discussão paralela à luz do nosso ordenamento jurídico. Assim o entendemos atendendo a que no nosso ordenamento não existe qualquer limitação ao período de vigência de quaisquer tipos de cláusulas, derivando tal circunstância tão só da vontade das partes. Mais concluímos que, ainda que existisse um período máximo ou de referência à vigência deste tipo de clausulado, seria sempre relativamente irrelevante atendendo a que, e para o que neste estudo releva, o Investimento em Capital de Risco diz-se de natureza temporária e por isso, visando tais cláusulas precisamente acautelar a saída, o fim do investimento, não se revela problemático que estas tenham caracter também temporário e não vigorem *ad eterno*.

Por tudo quanto exposto, não podemos concluir noutro sentido que não o de que as Cláusulas de Venda Conjunta são perfeitamente admissíveis à luz do nosso ordenamento jurídico, devendo ser previstas pelo investidor em Capital de Risco aquando das suas negociações enquanto ferramentas de anti oportunismo, neutralizando o risco associado à saída da sociedade- seja a sua, seja a do sócio que o leva consigo- e de autotutela, escusado o investidor de em caso de necessidade se socorrer de ações relativas ao incumprimento contratual ou aferição da má-fé dos sócios da investida, acautelando *ex ante* potenciais riscos *ex post* ¹²¹.

¹²⁰ *L'efficacité des pactes d'actionnaires*, em *La Lettre des Réseaux*, disponível em <https://www.lettre-des-reseaux.com/P-1089-485-A1-l-efficacite-des-pactes-d-actionnaires.html>, consultado em 28 de agosto de 2023.

¹²¹ Neste sentido, MARIA ISABEL SÁEZ e NURIA BERMEJO em *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad- a vueltas com los pactos de tag y de drag-along*, em *InDret*, revista para el análisis del derecho, 415, Barcelona, 2007, pp. 15.

4.3 Cláusulas de Preferência na Liquidação

As Cláusulas de Preferência na Liquidação, como a própria designação permite antever, conferem a determinado sócio um direito a preferir no produto da liquidação. Assim, existindo um evento de liquidação, designadamente através da venda da empresa, ao invés de se aplicar o normal processo de liquidação mediante o qual o produto da venda seria proporcionalmente distribuído entre sócios atentas as suas participações no capital social, confere-se ao sócio credor deste direito uma preferência face aos restantes.

Estas cláusulas assumem particular relevância no contexto de Investimento em Capital de Risco na medida em que permitem que o investidor detentor desta preferência recupere o seu investimento num evento de liquidação antes do produto ser repartido pelos restantes sócios. Acautelada fica, por esta via, a hipótese de uma liquidação pouco lucrativa que ameaçasse a recuperação dos montantes por este investidos¹²².

As cláusulas de Preferência na Liquidação podem, à semelhança de outras já abordadas, ser configuradas das mais diversas formas, sendo usual distingui-las em três grupos:

- a) Cláusulas de Preferência na Liquidação que excluem a participação na liquidação- tratam-se de cláusulas mediante as quais, perante um evento de liquidação, o investidor tem direito a receber, antes da distribuição, o montante que investiu na sociedade. O restante produto da liquidação será dividido proporcionalmente entre sócios, contudo, o investidor já não será considerado nesta divisão. São, portanto, cláusulas que garantem um retorno mínimo ao investidor.
- b) Cláusulas de Preferência na Liquidação com participação na distribuição- o investidor, perante um evento de liquidação tem direito a haver de volta o montante por si investido na sociedade e subsequentemente ao valor que lhe caiba, na qualidade de sócio, em consequência da distribuição do produto da liquidação.
- c) Cláusulas de Preferência na Liquidação com participação limitada na distribuição- trata-se de uma derivação do tipo anterior, segundo a qual,

¹²² Neste sentido ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA atribui a estas cláusulas uma função de preservação do valor do investimento. Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.445.

uma vez recebido o montante investido, o investidor terá direito a participar na distribuição entre sócios até ao atingir de um determinado montante global previamente estipulado pelas partes.

Desta feita podemos concluir que para além de definirem em que momento o credor será pago, as Cláusulas de Preferência na Liquidação definem também qual o montante a ser pago.

Claro está que ao investidor em Capital de Risco sempre interessará acordar em termos que lhe permitam não só ter uma garantia de recuperação do seu investimento, como também participar na distribuição do produto de liquidação- falamos de cláusulas do tipo descrito no ponto B.

Se projetada de outra forma, na perspetiva do investidor em Capital de Risco representará uma aposta e a assunção de um risco adicional- o risco de apenas receber o valor previamente determinado quando por via de uma divisão proporcional o produto de liquidação poderá atribuir-lhe um rendimento quicá maior.

Valerá ao investidor acautelar também a ordem de preferência entre pessoas credoras desta preferência na liquidação. Dentro do universo dos preferentes quem prefere primeiro? Esta é uma questão que se encontra na disponibilidade das partes e que deve por elas ser antevista e projetada.

Estas cláusulas podem ser estabelecidas em acordos parassociais ou nos estatutos, contudo, quando estabelecidas nos estatutos serão qualificadas como atributivas de direitos especiais aos sócios nos termos do artigo 24.º do Código das Sociedades Comerciais¹²³.

Porque o perfeccionismo assim o exige, uma nota final para a análise crítica de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA à designação destas cláusulas como “Cláusulas de Preferência na **Liquidação**”. Conforme afirma, *só existe liquidação no caso de prévia alienação dos bens da empresa, através de um asset deal. Nas situações comuns, é levada a cabo a venda da totalidade ou pelo menos da maioria do capital social, através de um share deal, pelo que a*

¹²³ Nos termos do número 4 do artigo 24.º do CSC, a estipulação desta preferência nos estatutos, no caso das sociedades anónimas, gerará a criação de uma categoria própria de ações preferenciais, com a necessária remissão para o disposto no artigo 344-A.º do CSC.

*participação é liquidada mas não a empresa em si*¹²⁴. Neste sentido, segue-se a crítica referindo que seria de designação mais adequada e juridicamente coerente a designação destas cláusulas como “Cláusulas de Preferência nas **Receitas**”.

4.4 Cláusulas de *Shoot-Out*

As cláusulas de *Shoot-Out* são mecanismos contratuais destinados à resolução de situações de impasse¹²⁵ no ente societário, mediante as quais se definem procedimentos obrigatórios com vista à transferência de participações entre sócios. Por serem utilizadas em situações de impasse, e por isso tensas e propensas a conflitos entre sócios, são qualificadas por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA como uma *abordagem radical*¹²⁶ e de última *ratio*.

Tais cláusulas, conforme refere MANUEL SEQUEIRA¹²⁷, podem ser projetadas das mais diversas formas. Claro está, neste âmbito tudo se circunscreve à vontade e autonomia das partes. Contudo, seja qual for a modalidade escolhida pelos intervenientes, tais cláusulas apresentam um denominador comum- numa situação de impasse em que se pretenda evitar delongas nas negociações, uma das partes desencadeia o procedimento de *Shoot-Out*, mediante o qual lança uma oferta de aquisição ou alienação de participações sociais à contraparte, a quem caberá a decisão de comprar ou vender.

Face ao exposto e seguindo o contributo de HOLGER FLEISCHER e STEFAN SCHNEIDER¹²⁸, as cláusulas de *Shoot-Out* qualificam-se como mecanismos aptos a uma saída suave e rápida da sociedade, mediante os quais se transferem todas as participações

¹²⁴ Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.444 e 445.

¹²⁵ Exemplos típicos de situações de impasse que podem ser facilmente resolvidas com recurso a cláusulas de *Shoot-Out* serão todas aquelas em exista uma dificuldade de decisão por impossibilidade de obtenção de consenso ou maioria necessária, o que facilmente poderá suceder nas hipóteses de deliberações sob maioria qualificada ou exercícios de direito de veto.

¹²⁶ Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.426

¹²⁷ Em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em *Revista de Direito das Sociedades Comerciais*, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 804.

¹²⁸ Em *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations - Approach from Comparative Law and Economic Theory*, pp.37, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1963118, consultado a 26 de setembro de 2023.

para um único sócio ou grupo de controlo, revelando-se particularmente importantes para investidores em Capital de Risco.

Este tipo contratual é especialmente utilizado em cenários igualitários ou paritários, como são os casos em que o capital social é detido em igual proporção por dois sócios ou os casos em que o capital social é dominado por duas fações de poder paritário. Fora destes cenários, a utilização deste mecanismo contratual pode revelar-se mais difícil e pouco adequada.

De entre as modalidades mais habituais de cláusulas *Shoot-Out*, podemos destacar as cláusulas de Roleta Russa (*buy or sell*) e as *Texas Shoot-out*, ora atente-se a uma e outra modalidade.

Nas cláusulas de Roleta Russa, um dos sócios dirige ao outro uma oferta para aquisição da sua participação social por determinado preço (sócio ativo). Face a esta oferta, o sócio passivo (aquele que não dirigiu a oferta) opta por vender a sua participação ou, diversamente, comprar a participação do sócio ativo pelo mesmo valor que lhe foi oferecido.

É desta feita um tipo de cláusula de “tudo ou nada”, com duas opções bastante claras- ou compra ou vende- que conduz em qualquer caso à aquisição do controlo societário exclusivamente por um sócio.

Assim, bem se entende que o sócio que dirigiu a oferta de aquisição pode ver-se condicionado à venda da sua parte social e ao abandono da sociedade. Seja como for, estará resolvida a situação de impasse.

As cláusulas de *Texas Shoot-out*, diversamente, revelam-se na nossa opinião um verdadeiro tiroteio, bem mais intenso e quicá mais problemático. Nestas o sócio ativo dirige uma oferta de aquisição da participação de outro sócio por determinado preço. Este por sua vez poderá aceitar a oferta que lhe foi endereçada ou dirigir uma nova oferta por preço superior. Por sua vez ao sócio ativo, agora passivo, assistirão as mesmas faculdades- ou aceita a oferta que lhe foi dirigida, ou lança nova proposta por preço superior. Inicia-se um verdadeiro leilão que terminará com a aceitação por um dos sócios da proposta a este dirigida e com o seu conseqüente abandono da sociedade, resolvendo-se, desta feita, o impasse a que até então se assistia.

Em alternativa, neste tipo contratual poderá também acordar-se que sejam dirigidas ofertas por ambos os sócios envolvidos em carta fechada a um terceiro independente. Neste caso venderá a sua participação o sócio que oferecer o valor mais baixo como contrapartida pela aquisição da participação da contraparte¹²⁹.

A doutrina¹³⁰ aponta como principal vantagem associada à previsão destas cláusulas, para além, da tempestiva e eficaz resolução de situações de impasse, a clareza e sentido de justiça subjacente a este modo de resolução. Conforme referem, o preço será forçosamente definido com maior sentido de justiça, clareza e rigor dada a incerteza de quem o terá que pagar- o sócio ativo dirige uma proposta, consciente de que o preço que propõe poderá ser por si suportado ou a si devido, e por isso, pondera-o certamente em termos mais justos e refletidos. A mera possibilidade do sócio que propõe o preço ser forçado a comprar ou a vender por esse valor releva para a definição de um negócio mais justo e razoável entre as partes.

Claro está que a estas cláusulas se apontam também diversas desvantagens. Cumpre, primeiramente, destacar o grau de incerteza e imprevisibilidade que acarretam. Os sócios a estas vinculados, vivem na iminência de um acontecimento de tudo ou nada mediante o qual abandonam por completo a sociedade que integram ou adquirem totalmente o seu controlo, o que logicamente, em qualquer dos casos, impacta com a gestão dos seus negócios, compromissos profissionais, financeiros, pessoais e até familiares.

Note-se que, no limite podem revelar-se, conforme referem HOLGER FLEISCHER e STEFAN SCHNEIDER¹³¹ verdadeiramente perigosas, designadamente sempre que esteja em causa o abandono da sociedade por alguém detentor do *know-how* ou *goodwill*

¹²⁹ Neste sentido, HOLGER FLEISCHER e STEFAN SCHNEIDER em *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations - Approach from Comparative Law and Economic Theory*, pp.38, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1963118, consultado a 26 de setembro de 2023.

¹³⁰ Neste sentido, HOLGER FLEISCHER e STEFAN SCHNEIDER em *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations - Approach from Comparative Law and Economic Theory*, pp.40, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1963118, consultado a 26 de setembro de 2023; MANUEL SEQUEIRA, em *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em Revista de Direito das Sociedades Comerciais, número 4, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 806 e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.452.

¹³¹ Em *Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations -Approach from Comparative Law and Economic Theory*, pp.41, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1963118, consultado a 26 de setembro de 2023.

da sociedade. Neste caso a saída do sócio detentor do *know-how* do negócio afetará a própria dinâmica da sociedade, podendo revelar-se potencialmente prejudicial não só aos sócios à cláusula vinculados, mas também a todos os *stakeholders* da sociedade.

Da validade das Cláusulas de *Shoot-out*:

No direito alemão¹³² a validade destas cláusulas tem sido aferida essencialmente mediante subsunção às regras dos bons costumes. Entende a doutrina germânica que tais cláusulas são suscetíveis de se revelarem contrárias aos bons costumes, sempre que, se verifique uma diferença económica e de disponibilidade financeira entre as partes de tal ordem que não permita a uma das partes, designadamente à parte economicamente mais fraca, competir e participar do processo negocial subjacente a este tipo de clausulado. Se a força económica de uma das partes estiver de tal forma condicionada, podemos concluir por um cenário de venda forçada e por isso contrário às regras dos bons costumes. Segundo tal doutrina¹³³ também serão contrários às regras dos bons costumes, e por isso inválidos, os casos em que apesar de existir uma paridade de condições económicas entre sócios, o procedimento de *Shoot-Out* se revele para uma das partes uma decisão do ponto de vista financeiro ou de estratégia empresarial desaconselhável e a outra parte tendo conhecimento deste facto se aproveite disso. Assim o entendem já que também neste caso abre-se a hipótese de o sócio ser forçado a sair da sociedade contra a sua vontade.

A validade destas cláusulas assenta por isso na premissa de que ambas as partes vinculadas são capazes de iniciar e participar no processo de *Shoot-Out* em termos semelhantes, tratando-se de um mecanismo de saída e não de exclusão forçada de um sócio.

Na Áustria, França e Estados Unidos da América tais cláusulas são, de modo geral, também pacificamente aceites pela doutrina e jurisprudência, designadamente pela circunstância de configurarem mecanismos de saída previa e voluntariamente acordados pelas partes e por preverem um método muito próprio de equilíbrio- a suscetibilidade de

¹³² Conforme ensina ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.452 e 453.

¹³³ Neste sentido, jurisprudência do douto tribunal de OLG Nürnberg datada de 20 de dezembro de 2013, no âmbito do processo 12 U 49/13.

comprar ou vender pelo preço proposto- *The possibility that the person naming the price can be forced either to buy or sell keeps the first mover honest*¹³⁴.

É nossa opinião, seguindo os contributos de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e MANUEL SEQUEIRA, que a validade destas cláusulas deve ser aferida à luz do instituto do abuso de direito. Assim, genericamente, dir-se-á que tais cláusulas são perfeitamente admissíveis, contando que não sejam configuradas ou acionadas em termos suscetíveis de configurar um caso de abuso de direito nos termos do artigo 324.º do Código Civil. Neste sentido, haverá que avaliar-se a validade das cláusulas de *Shoot-Out* casuisticamente, atento o caso concreto em que se inserem.

Dada a natureza impulsiva deste tipo de cláusulas e a suscetibilidade de se qualificarem como uma situação de abuso, recomendamos que sejam estipuladas em termos amplamente desenvolvidos, sugerindo-se no próprio clausulado um preço mínimo para a aquisição das participações, por exemplo, o preço de mercado, estabelecendo-se um período razoável para a formação da vontade dos sócios envolvidos bem como para acesso a financiamento e definindo-se um conjunto de cenários e estágios da sociedade em que tais cláusulas não poderão ser acionadas, impedindo-se desta forma que sejam consideradas abusivas por prejudicarem o ente societário em benefício exclusivo do sócio que as aciona.

Dentro do quadro suprarreferido somos em crer que as cláusulas de *Shoot-Out* se revelam um bom apoio na hora de abandonar a sociedade, configurando, por isso, uma ótima estratégia de Desinvestimento em Capital de Risco.

Poderá dizer-se que a previsão deste tipo de cláusulas no início de uma relação negocial, leia-se aquando da fundação da sociedade ou aquando do início de um investimento, pode revelar-se indiciadora de falta de confiança ou descrença na contraparte, sendo um sinal de pouca fé na relação que se pretende vir a desenvolver. Quanto a este ponto, cremos ser de valorar a postura daquele que se acautela num cenário precoce e de “borboletas”, mitigando os riscos possíveis da relação em que pretende inserir-se. Só alguém verdadeiramente preocupado com o projeto, atenta e antecipa todos os cenários. A previsibilidade por alguém do Fim, não deve ser encarada com mau

¹³⁴ Conforme jurisprudência do United States Court of Appeals, seventh circuit, em acórdão datado de 26 de junho de 2002, no âmbito do processo 295 F.3D 666- *Valinote v. Ballis*.

pronuncio, pois denota um verdadeiro envolvimento e cuidado naquilo a que a se propõe. A falta de cautela é própria de quem não se interessa. E, portanto, não se iniba aquele que planeia o fim antes mesmo do início da relação.

4.5 Cláusulas de Exoneração, Amortização e Cláusulas de *Buy Back*:

Conforme tivemos oportunidade de verificar no capítulo primeiro, o investimento em Capital de Risco tem carácter temporário, não sendo permitido ao investidor permanecer *ad eterno* na sociedade que financia.

Numa logica preventiva, antecipatória e de cautela que se têm vindo a desenvolver ao longo da presente dissertação, julgamos conveniente atentar aos mecanismos de retransmissão ao dispor do investidor num cenário em que concluído o projeto de investimento não se afigure possível outra saída que não uma saída de emergência e por isso menos lucrativa.

Falamos a este propósito em cláusulas de exoneração, amortização e de *buy back*.

Atento o facto de representarem situações de última *ratio*, que não julgamos serem de todo as convenientes ao *exit* do Investimento em Capital de Risco, desenvolvemos uma abordagem ligeiramente distinta da até então desenvolvida, optando por uma exposição do regime geral supletivamente aplicável a estes institutos, deixando notas quanto aos aspetos que cremos ser de desenvolver em contrato social para maior proteção do investidor em Capital de Risco, conforme segue:

Cláusulas de Exoneração:

O direito de exoneração do sócio tem, segundo PEDRO PAIS DE VASCONCELOS¹³⁵ como *ratio* o princípio constitucional de associação previsto pelo artigo 46.º da Constituição da República Portuguesa- designadamente na vertente negativa de alguém não ser forçado a permanecer associado contra a sua vontade- e no regime da alteração de circunstâncias.

Trata-se de um direito, expressamente previsto pela letra da lei, que reage a modificações profundas na sociedade, como por exemplo, fusões, cisões, mudanças de

¹³⁵ Em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp.236 e 237.

sede para o estrangeiro, entre outras, permitindo ao sócio descontente como tais modificações abandonar a sociedade¹³⁶. Os eventos que permitem o uso deste direito pelo sócio encontram-se supletivamente definidos na lei das sociedades comerciais, podendo, à luz da autonomia privada das partes, ser definidos outros tantos pelos sócios no contrato de sociedade¹³⁷.

Na falta de disposição expressa pelas partes, como contrapartida pela sua participação social, será pago ao sócio o valor real da sua participação avaliado por revisor oficial de contas¹³⁸.

O exercício do direito de exoneração varia inevitavelmente consoante o tipo societário em apreço¹³⁹. Ora atente-se:

Nas sociedades em nome coletivo, à luz do disposto no artigo 185.º do Código das Sociedades Comerciais é conferido o direito ao sócio de exonerar-se nos casos previstos na lei e no contrato. O exercício deste direito, na falta de estipulação dos sócios ou de evento a que a lei atribua expressamente este poder, depende da ocorrência de justa causa¹⁴⁰ ou quando a sociedade não tenha sido criada com duração estipulada, decorridos dez anos desde a aquisição da qualidade de sócio¹⁴¹. A exoneração provoca a extinção da

¹³⁶ Segundo RAÚL VENTURA em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 1996, pp. 10, e numa definição absolutamente completa, a exoneração é o poder do sócio de determinar, por um ato de vontade unilateral, a dissolução da relação social limitadamente a esse sócio. É um direito potestativo (...) pessoal, no sentido que não pode ser exercido, por via subrogatória, pelos credores dos sócios e também no sentido de que o seu exercício não pode ser subordinado a prévia autorização de outros sócios (...) integra uma manifestação de vontade, que, além de ser unilateral, é receptícia: a sua eficácia não depende da aceitação, mas apenas do conhecimento pelos outros sócios.

¹³⁷ Assim será certamente quanto às sociedades em nome coletivo e sociedades por quotas. Quanto às sociedades anónimas a possibilidade de estabelecer Cláusulas de Exoneração no contrato de sociedade não é consensual, discussão que se abordará adiante.

¹³⁸ Nos termos do artigo 105.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais e 1021.º do Código Civil.

¹³⁹ Confere se verá adiante, é possível afirmar que o regime de exoneração é mais restrito nas sociedades de capitais e mais amplo nas sociedades de pessoas, diferenciação que é proposta em função do regime de responsabilidade associado à qualidade de sócio e às restrições/limitações e condicionantes associadas à transmissão de participações sociais num e noutro tipo societário. Neste sentido, verifica-se um regime de exoneração mais amplo e flexível nas sociedades em que a transmissibilidade das participações é por regra mais difícil, em coerência com a abordada liberdade negativa de associação constitucionalmente tutelada.

¹⁴⁰ O número 2 do artigo 185.º do Código das Sociedades Comerciais elenca causas qualificadas como “justa causa” para efeitos do disposto no número 1, isto é, para efeitos de direito de exoneração. Segundo MENEZES CORDEIRO em *Direito das Sociedades, Das sociedades em Especial*, Vol. II, 2.ª edição (3.ª Reimpressão), Coimbra, Almedina, 2017, pp. 214 e 215, estamos perante um elenco exemplificativo que fixa o direito de exoneração por justa causa numa quebra grave e geral da confiança entre sócio e sociedade ou entre sócio e restantes sócios, não se tratando de uma reação a factos ilícitos, mas tão só a uma quebra da confiança insuportável.

¹⁴¹ Estamos perante um regime de exoneração mais amplo e flexível que não encontramos noutros tipos societários, semelhante ao regime aplicável às sociedades civis e que se justifica, conforme refere PEDRO

participação social e implica o pagamento pela sociedade de um preço como contrapartida.

Nas sociedades por quotas este direito encontra-se expressamente previsto pelo artigo 240.º do Código das Sociedades Comerciais e é de conteúdo mais restrito quando comparado às sociedades em nome coletivo¹⁴². Ao sócio de sociedade por quotas é possível exonerar-se nos cenários previstos pela letra lei, pela norma específica constante do artigo 240.º do CSC¹⁴³ ou pelo contrato de sociedade¹⁴⁴. A exoneração pode operar por via de amortização, aquisição da quota pela sociedade, por sócio ou por terceiro¹⁴⁵. Caso a sociedade não tome qualquer ação com vista à exoneração, tem o sócio que pretende abandonar, direito a requerer a dissolução judicial da sociedade.

Nas sociedades anónimas, diferentemente dos restantes tipos societários¹⁴⁶, não existe qualquer previsão especial quanto a este tema. Face ao silêncio e vazio legislativo

PAIS DE VASCONCELOS em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp.241, pela circunstância de nestas sociedades existir um controlo total sobre a entrada de novos sócios; por a responsabilidade dos sócios ser ilimitada e por a transmissão da participação exigir o consentimento unânime de todos os sócios. A dificuldade de transmissão é desta forma compensada por um regime de exoneração mais permissivo, assim se respeitando a referida liberdade de associação.

¹⁴² O que se justifica pela maior facilidade de transmissão da participação social. Note-se que caso os sócios recusem a transmissão da participação social é aplicável o disposto no artigo 231.º do Código das Sociedades Comerciais. Desta feita, num cenário de recusa caberá à sociedade acompanhar esta decisão de uma proposta de amortização ou aquisição. A liberdade de associação- na vertente negativa- está neste tipo societário sempre assegurada, não se exigindo um regime de exoneração tão amplo e permissivo quanto o aplicável às sociedades em nome coletivo.

¹⁴³ Designadamente quando contra o seu voto a sociedade delibere *um aumento de capital a subscrever total ou parcialmente por terceiros, a mudança do objeto social, a prorrogação da sociedade, a transferência da sede para o estrangeiro ou o regresso à atividade da sociedade dissolvida*; ou ainda nos casos em que *havendo justa causa de exclusão de um sócio, a sociedade não deliberar excluí-lo ou não promover a sua exclusão judicial*. Conforme afirma PEDRO PAIS DE VASCONCELOS em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp.241, estas situações tipificadas como possíveis causas de exoneração, aproximam-se bastante do elenco de “justa causa” aplicável à exoneração nas sociedades em nome coletivo previsto pelo artigo 185.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁴⁴ RAÚL VENTURA em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 1996, pp. 18, refere como exemplos de eventos passíveis de acionarem o direito de exoneração, a prever em contrato de sociedade, *quando um ou mais balanços da sociedade se encerrarem com perdas; quando houver mudança de residência; quando for atingida certa idade; quando o sócio assuma cargos públicos, quando caduque certa patente, etc.*

¹⁴⁵ Conforme esclarece RAÚL VENTURA *ibidem*, pp. 30 e 31, a opção pelo meio de execução da exoneração cabe à sociedade, mediante deliberação dos sócios. Contudo, apesar de “livre” a escolha dependerá, no caso da amortização ou da aquisição da participação pela sociedade, do preenchimento dos requisitos próprios nestas matérias, atento, designadamente, o conteúdo dos artigos 236.º e 220.º do Código das Sociedades Comerciais. Neste sentido, conforme refere MENEZES CORDEIRO em *Direito das Sociedades, Das sociedades em Especial*, Vol. II, 2.ª edição (3.ª Reimpressão), Coimbra, Almedina, 2017, pp. 328, não podemos concluir por uma *total liberdade de exoneração*, já que *a saída voluntária de um sócio pode colocar a sociedade por quotas numa situação muito séria: uma marcada descapitalização ou até, a dissolução*. Reforçando ainda que a sociedade deve inspirar confiança e que *o direito visa a sua solidez e a sua continuidade*.

¹⁴⁶ Breve nota para referir que às sociedades em comandita se aplicará o regime das sociedades em nome coletivo ou sociedades anónimas, consoante sejam simples ou por ações, respetivamente.

nesta matéria defende-se que o direito de exoneração dos sócios se encontra afastado nas sociedades anónimas atento o regime da livre transmissibilidade de ações que opera neste tipo societário¹⁴⁷. Afinal, se se tratam de sociedades em cuja transmissibilidade é livre e não condicionada, em que medida seria relevante ou oportuno estabelecer um regime específico de exoneração?

PEDRO PAIS DE VASCONCELOS¹⁴⁸ refere a este propósito que apesar da faculdade de exoneração dos sócios nas sociedades anónimas parecer supérflua, fruto da livre transmissibilidade de ações que aqui opera, facto é que a alienação- caminho para o abandono da sociedade- sempre depende de um fator imprevisível, a saber: o desejo de alguém de adquirir a participação. Mais refere que, na prática, assiste-se a múltiplos casos em que o acionista pretende afastar-se, mas não consegue alienar as suas ações. Nestes casos, o sócio que pretende distanciar-se do ente societário, na falta de adquirente, tende a conflitar com a sociedade, prejudicando as decisões e rotina societária na tentativa de que algum dos restantes sócios- farto da sua postura- entenda conveniente adquirir a sua participação.

MENEZES CORDEIRO¹⁴⁹ considera que, pese embora em situações limite e nos casos de sociedades anónimas fechadas o sócio possa ter alguma dificuldade em abandonar a sociedade, não é de admitir a possibilidade de previsão de uma cláusula geral de exoneração para as sociedades anónimas, nem mesmo para os casos de justa causa, crendo serem bastantes as previsões vertidas na parte geral do código das sociedades comerciais¹⁵⁰. Assim o entende essencialmente pelos ónus associados ao direito de exoneração. Segundo afirma *a exoneração faz cair sobre os restantes, ónus diversos, que vão desde a substituição até ao pagamento da posição afetada e, no limite, a dissolução da sociedade*. Nesta logica, um direito geral de exoneração por evento

¹⁴⁷ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp.240, refere a este propósito que *a explicação desta ausência está no facto de a participação social ser expressa em ações, que são títulos de crédito (...) tipicamente circulantes e transmissíveis, o que dispensa na normalidade dos casos a necessidade de exoneração. O acionista que se pretende apartar da sociedade pode fazê-lo vendendo as suas ações*.

¹⁴⁸ *Ibidem*, pp.241 e 242.

¹⁴⁹ Em *Direito das Sociedades, Das sociedades em Especial*, Vol. II, 2.ª edição (3.ª Reimpressão), Coimbra, Almedina, 2017, pp. 711.

¹⁵⁰ As quais elenca, a saber: artigo 3.º, número 6, referente à transferência de sede social para o estrangeiro; artigo 45.º, número 1, relativo ao erro, dolo, coação ou usura na celebração de contrato de sociedade; artigo 105.º referente a fusão de sociedades; artigo 120.º no tocante à cisão; artigo 137.º em matéria de transformação e artigo 161.º, número 5 relativo ao regresso à atividade.

configurável como justa causa, levaria a uma contrariedade com a lógica das sociedades anónimas segundo a qual cada sócio apenas responde pela sua entrada, *não podendo ver a sua posição ad nutum afetada pelas opções de outros sócios*.

Em sentido semelhante, encontramos também o contributo de PAULO OLAVO CUNHA¹⁵¹ que refere que atenta a natureza das sociedades anónimas e a livre transmissibilidade das ações não se pode impor outra solução que não um direito de exoneração rígido e limitado de uso que qualifica como excecional. Concluí assim pela inadmissibilidade da estipulação contratual de cláusulas de exoneração, valendo tão só as hipóteses já expressamente previstas pela letra da lei, porquanto tais cláusulas se revelam contrárias ao interesse social. Releva ainda que nas sociedades anónimas a participação social- dotada de maior liquidez quando comparada com quotas nas sociedades por quotas- *é feita em função da ação e não da pessoa do acionista*.

É nosso entender que de facto, não assiste aos acionistas de sociedade anónima um direito geral de exoneração, encontrando-se este poder limitado às hipóteses expressamente acauteladas pela letra da lei. Somos em crer que a omissão de uma norma específica na parte especial do Código das Sociedades Comerciais foi intencional, não cabendo ao intérprete extrapolar aquela que foi a clara intenção de não regulação do legislador.

Ao investidor em Capital de Risco em sociedade anónima caberão outras oportunidades de saída do investimento- algumas previamente abordadas e outras ainda por conhecer. Já àquele que invista em sociedade por quotas recomendamos uma definição atenta, detalhada e exaustiva de todas as hipóteses que admitem ao sócio o exercício do direito de exoneração. Mais se recomenda que, dentro do quadro legalmente estabelecido para o efeito, se defina o modo de acionar este direito¹⁵², bem como a forma de fixação da compensação devida como contrapartida da exoneração e consequente extinção da participação social.

¹⁵¹ Em *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 415.

¹⁵² Refere neste sentido RAÚL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 1996, pp. 18 que *indispensável é que o contrato preveja casos, isto é, que descreva factos, cuja ocorrência no futuro é previsível, e que o faça com precisão suficiente para que se torne possível ligar imediatamente a essa ocorrência a criação do direito do sócio*. Para maiores desenvolvimentos quanto ao conteúdo essencial das cláusulas de exoneração nas sociedades por quotas remete-se a leitura para as páginas 17 a 19 da obra citada.

Cláusulas de Amortização:

A amortização, é um ato da sociedade¹⁵³ que se caracteriza pela extinção da participação social¹⁵⁴ (com consequente influência na repartição do capital social pelos sócios que se mantêm na sociedade) e à semelhança da exoneração também apresenta diferenças de regime quanto ao tipo societário em que insere.

Nas sociedades por quotas a matéria surge prevista nos artigos 232.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais. Nestas, dir-se-á que a amortização de uma quota é permitida quando a sua admissibilidade seja prevista pela letra da lei¹⁵⁵ ou pelo contrato social^{156- 157}.

¹⁵³ A este propósito, e na definição da natureza jurídica desta figura, refere PEDRO PAIS DE VASCONCELOS que diversamente da exoneração, que é voluntária e constitui um poder do sócio, a amortização parece ser imposta ao sócio pela sociedade. Mais refere que *a amortização não corresponde, em princípio, a um poder do sócio, mas, quando ocorra, constitui no seu património um crédito patrimonial à respetiva contrapartida*. Em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pp.111.

¹⁵⁴ A extinção não afeta os direitos do sócio já adquiridos, nem as obrigações já vencidas- segundo disposto pelo artigo 232.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais. CAROLINA CUNHA em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 505, refere que *o sócio mantém, portanto, os direitos que, ao tempo da amortização, já se tinha constituído na sua esfera jurídica e lhe permitiam exigir da sociedade uma prestação concreta- v.g., o direito a um dividendo; o direito à restituição de uma certa prestação suplementar; ou o direito ao reembolso de um certo suprimento. Quanto às obrigações, servem de exemplo as obrigações de efetuar uma prestação acessória ou suplementar já exigível; de efetuar a restituição de bens recebidos da sociedade; ou de responder pela liberação das quotas de outros sócios, conquanto essa responsabilidade já se tenha concretizado*.

¹⁵⁵ RAÚL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (3.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004, pp. 656, menciona como casos expressamente admitidos pela letra da lei como suscetíveis de conduzir à amortização de quota, as situações de impossibilidade de transmissão de quota por morte- artigo 225.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais; os casos de amortização em resultado da vontade dos sucessores- artigo 226.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais; as hipóteses de recusa de transmissão de quota pela sociedade- artigo 231.º, número 1 do Código das Sociedades Comerciais- e a ainda, como consequência da exoneração do sócio- nos termos do artigo 240.º, número 3 do mesmo diploma. Mais refere que em alguns dos casos apontados, resulta da letra da lei, mais do que um direito ou uma permissão de amortização, um verdadeiro dever de amortizar.

¹⁵⁶ Para uma análise detalhada nos elementos necessários a contar de cláusula de amortização em contrato de sociedade, remete para o contributo de RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (3.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004, pp. 658-663 e 687-690. Para minuta de cláusula de amortização remete-se para PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 520-522.

¹⁵⁷ CAROLINA CUNHA em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 506, acrescenta outro pressuposto geral previsto pela lei que se prende com a tutela do *princípio da exata formação do capital social, determinado que a sociedade não pode amortizar quotas que não estejam totalmente liberadas*- 232.º,3. *Caso contrário, a extinção da quota acarretaria o perdão da dívida de entrada, afetando os eventuais direitos dos credores (...)*.

Estamos perante um regime que agrega interesses dos sócios e da própria sociedade e interesses de cada um destes a favor da amortização e o seu contrário. Conforme refere RAÚL VENTURA¹⁵⁸ ao sócio tanto poderá interessar amortizar a sua quota, designadamente quando pretenda abandonar a sociedade, como que a sua quota não seja amortizada, nos casos em que pretenda manter a sua posição na sociedade. Por seu turno, à sociedade também poderá interessar a amortização, o que sucederá nos casos em que qualifique a presença do sócio como indesejável à vida societária ou em que se pretenda por fim a direitos e privilégios especialmente atribuídos ao sócio em causa; como também poderá interessar que a amortização não ocorra, designadamente quando não pretenda alocar montantes do capital da sociedade à amortização ou quando o sócio em causa represente um bom apoio e mais valia para a sociedade, não pretendendo perder o seu contributo e presença na dinâmica societária e no projeto negocial. Face a esta comunhão de interesses, conclui que a amortização não deve ser imposta discricionariamente- nem pela sociedade ao sócio, nem pelo sócio à sociedade- devendo assentar antes numa lógica de consentimento¹⁵⁹- ou da sociedade ou do sócio, consoante de quem parta a iniciativa de amortização.

¹⁵⁸ Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (3.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004, pp. 658 e 659.

¹⁵⁹ Nesta matéria, julgamos ser de sintetizar o seguinte: a amortização pode qualificar-se como voluntária- quando seja da iniciativa do sócio- ou compulsiva- quando seja resultado da vontade da sociedade. Nos termos do disposto pelo artigo 233.º do Código das Sociedades Comerciais, quando compulsiva, poderá depender do consentimento do sócio afetado. O consentimento do sócio não será, contudo, exigido sempre que o fundamento invocado pela sociedade para a amortização conste do contrato de sociedade (ou da lei) como motivo bastante para acionar este regime. Fora destes casos, o consentimento do sócio será sempre exigível. Qualquer deliberação tomada no sentido de amortização, sem o consentimento do sócio, quando este se revele exigível, será considerada ineficaz.

Nos termos do artigo 234.º do Código das Sociedades Comerciais, a amortização *efetua-se por deliberação¹⁶⁰ dos sócios¹⁶¹*.

Quanto à contrapartida¹⁶² pela amortização da quota aplica-se o disposto no artigo 105.º do Código das Sociedades Comerciais, já anteriormente abordado a propósito do regime da exoneração, sendo devido ao sócio o valor da sua participação, avaliada com recurso a revisor oficial de contas, excetuados os casos em que os sócios tenham acordado em sentido diferente no contrato de sociedade.

Ao investidor em sociedade por quotas recomenda-se que estabeleça cláusula de amortização e que nesta defina o valor a ser pago como contrapartida pela quota¹⁶³, bem como os termos e outras condições.

O artigo 236.º do Código das Sociedades Comerciais estabelece um conjunto de pressupostos à amortização com vista à ressalva do capital social. Trata-se de um corolário do princípio da intangibilidade do capital social. A ressalva do capital social traduz-se numa garantia de que o pagamento da contrapartida da amortização não

¹⁶⁰ Conforme refere RAÚL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (3.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004, pp. 713, uma deliberação deste tipo, mediante a qual se *extingue uma quota, não é comparável às normais deliberações tomadas por maioria simples*. Assim o entende com base no carácter extintivo deste regime e atento o facto de poder implicar uma redução no capital social ou a disposição para um único sócio das reservas da sociedade. Diversamente, PAULO OLAVO CUNHA, em *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 521, defende que, quando o contrato social não o tenha previsto em sentido diverso, uma vez que a amortização não constitui, por si, uma alteração ao contrato de sociedade, basta que seja deliberada sob maioria simples. CAROLINA CUNHA refere, naquela que julgamos ser a perspetiva mais adequada, que formal e tecnicamente a amortização de quota implica uma alteração do contrato. Parece claro, se do contrato constam como sócios A, B e C e por força da amortização passam a ser sócios A e C, existe inquestionavelmente uma alteração ao contrato de sociedade. Contudo, nem todas as alterações ao contrato de sociedade carecem de maioria qualificada dos sócios, conforme refere *de fora permanecerão as modificações de cláusulas que derivam ou são consequência de deliberações visando diretamente outros efeitos que não essa modificação*. Entendemos a perspetiva de RAÚL VENTURA quando afirma que associada à deliberação de amortização esteja frequentemente associada uma outra que exige maioria qualificada, a saber: a redução do capital. Ainda assim, somos em crer que uma deliberação não tem nada a ver com a outra e por isso, pese embora possam resultar do mesmo ato material, da mesma reunião, da mesma ata, são deliberações distintas, com maiorias aplicáveis também elas distintas.

¹⁶¹ Havendo que concluir-se que não existem amortizações automáticas, isto é, operadas diretamente pela lei, pelo contrato ou por acordo sem necessidade de deliberação. Neste sentido, CAROLINA CUNHA em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 518.

¹⁶² Breve nota para referir que a amortização pode ser gratuita, caso tal circunstância tenha sido acordada pelas partes ou prevista no contrato de sociedade.

¹⁶³ PAULO DE TARSO DOMINGUES em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 528, esclarece que quanto ao valor fixado para a contrapartida, vale a liberdade de autonomia privada, não havendo qualquer objecção à fixação de um valor diferente do valor real da participação social.

deixará a sociedade com liquidez inferior à soma do capital social e reserva legal¹⁶⁴. Não sendo isto possível, caberá considerar a hipótese de redução do capital social, libertando-se os meios necessários para, sem violação do princípio da intangibilidade, proceder à liquidação da contrapartida devida ao sócio¹⁶⁵ (uma vez reduzido, aplicar-se-á a mesma lógica).

Finalmente, cumpre dar nota dos efeitos associados à amortização. Se a amortização não for acompanhada de redução do capital social, haverá um aumento proporcional das quotas dos sócios não envolvidos,¹⁶⁶ exceto se os sócios tiverem determinado no contrato social que a quota amortizada figure no balanço como amortizada,¹⁶⁷ por forma a que seja criada uma ou mais quotas em seu lugar. Diversamente, sendo reduzido o capital social haverá que considera-lo e ajustar as restantes quotas em conformidade por forma a que o capital seja a soma destas.

Quanto às sociedades anónimas, o regime da amortização surge vertido no artigo 347.º do Código das Sociedades Comerciais. Fala-se a este propósito em amortização em sentido próprio (comparável ao regime aplicável às sociedades por quotas suprarreferido) e amortização em sentido impróprio, regime previsto no artigo 346.º do Códigos das Sociedades Comerciais e que não se qualifica como uma verdadeira amortização das participações, mas antes numa conversão destas em ações de fruição¹⁶⁸.

Conforme ensina PAULO OLAVO CUNHA a amortização de ações em sentido próprio implica a extinção da participação social, ***acompanhada necessariamente da***

¹⁶⁴ Dito de outro modo, desde que a sociedade possua activo líquido acima do necessário para cobrir o montante do capital e da reserva legal, o excesso pode ser utilizado como contrapartida da amortização de quotas, pois o capital ficou intacto. RAÚL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (3.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004, pp. 734.

¹⁶⁵ PAULO DE TARSO DOMINGUES em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 536, esclarece que quanto ao valor fixado para a contrapartida, vale a liberdade de autonomia privada, não havendo qualquer objecção à fixação de um valor diferente do valor real da participação social.

¹⁶⁶ Cf. refere RAÚL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (3.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004, pp. 751, para nenhum efeito deverá ser complicada a simplicidade desta construção (...) trata-se de simples operação aritmética e apenas interessa consignar o seu resultado em instrumentos acessíveis a terceiros.

¹⁶⁷ Cf. PAULO OLAVO CUNHA em *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 522.

¹⁶⁸ Neste sentido PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 540.

redução do capital da sociedade¹⁶⁹ (realce nosso), havendo por isso quem a designe por amortização-extinção¹⁷⁰.

Este regime partilha traços semelhantes à amortização de quotas já que nos termos do artigo 347.º, número 1 do Código das Sociedades Comerciais, também aqui a amortização deve ser imposta ou autorizada pelo contrato de sociedade. Acresce que se encontra limitada aos casos previamente definidos e que se aplicam as já tecidas considerações quanto ao consentimento do sócio,¹⁷¹ - que não é necessário nos termos do disposto no artigo 347.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais.

A natureza jurídica do regime da amortização de ações tem levantado dúvidas entre a doutrina e jurisprudência, num dilema clássico da gíria- “quem nasceu primeiro? O ovo ou a galinha?”. Conforme esclarece CAROLINA CUNHA¹⁷² a amortização de ações tem *natureza dual* atendendo a que pode ser utilizada para extinguir determinadas ações, ou pode servir de *mero expediente para a redução do capital social*. Assim, é de questionar, se a natureza do instituto estará *na redução do capital que provoca a extinção de ações ou na extinção de ações, que arrasta a redução do capital*.

A amortização definida pelos estatutos qualificar-se-á como *imposta*¹⁷³, diferentemente a amortização que resulte da permissão da sociedade atento o pedido do sócio, designar-se-á por amortização *permitida*¹⁷⁴.

No que à contrapartida pela amortização da ação diz respeito, vale notar que, contrariamente ao que se verifica no regime da amortização de quotas, nas sociedades anónimas não encontramos qualquer norma supletiva de determinação da contrapartida na ausência de estipulação de critério pelos sócios. Desta feita, defende CAROLINA

¹⁶⁹ Em *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 540.

¹⁷⁰ Entre a doutrina encontramos, por exemplo, CAROLINA CUNHA.

¹⁷¹ Neste sentido CAROLINA CUNHA, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 868.

¹⁷² Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 868.

¹⁷³ A amortização imposta é determinada pelo órgão de administração da sociedade- conselho de administração ou conselho de administração executivo- não existindo margem para deliberação dos sócios quanto à sua relevância ou sentido de oportunidade.

¹⁷⁴ Distinção de modalidades oferecida por CAROLINA CUNHA em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 868.

CUNHA¹⁷⁵ que a definição do critério passará pela por decisão da sociedade- leia-se por decisão do órgão deliberativo, da assembleia- respeitando dois limites, a saber: o princípio de intangibilidade do capital social e o montante mínimo aplicável às sociedades por quotas- o valor contabilístico da ação, nos termos do artigo 105.º do Código das Sociedades Comerciais.

Os efeitos da amortização nas sociedades anónimas são de resto os já mencionados a propósito da amortização de quotas. Haverá uma extinção da participação, com a consequente redução do capital social e quando não restem outras ações ao acionista assistir-se-á à perda da qualidade de sócio. Em consequência da amortização assistirá ao sócio um direito de crédito relativo à contrapartida.

Do exposto resulta, à semelhança do concluído a propósito das sociedades por quotas, conveniente ao investidor em capital de risco estipular e desenvolver normas especiais em contrato de sociedade que obstem à aplicação das normas supletivas que julguem pouco convenientes atento o quadro negocial concreto em que se inserem. Salvo melhor entendimento, o regime, atendendo à multiplicidade de interesses envolvidos, não permite uma conclusão una e imutável quanto aos termos que merecem desenvolvimento no contrato de sociedade. Assim o entendemos, já que ao investidor em determinadas situações interessará ter no regime da amortização uma saída de emergência e em outras importará proteger-se de saídas indesejadas de sócios determinantes ao projeto por esta via. Assim, tudo se resume, necessariamente, a uma análise do caso concreto, atento o quadro geral suprarreferido.

Cláusulas de *Buy Back*:

A saída da sociedade poderá passar por um *buy back*- em português, e numa tradução literal, uma compra de volta- das participações adquiridas ou subscritas pelo investidor. Neste caso as participações poderão ser recompradas pela própria sociedade ou pelo fundador.

A opção de *buy back* pela sociedade trata-se, no mais, de um dos meios possíveis para fazer regressar bens da sociedade ao sócio¹⁷⁶, e remete-nos inevitavelmente para o

¹⁷⁵ Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 868.

¹⁷⁶ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 214.

regime de aquisição de participações próprias. Atentemos a alguns traços de regime a considerar:

O tema de aquisição de participações revela-se particularmente interessante e aceso quanto às sociedades anónimas¹⁷⁷, motivo pelo qual merecerá maior desenvolvimento quando comparado à abordagem do regime aplicável às sociedades por quotas. Começemos pelas segundas:

A aquisição de quotas próprias surge regulada no artigo 220.º do Código das Sociedades Comerciais. Nos termos do número 2 deste artigo, é permitida a aquisição de quotas próprias pela sociedade a título gratuito¹⁷⁸, em ação executiva movida contra o sócio¹⁷⁹ ou nos casos em que a sociedade disponha de reservas livres em montante não inferior ao dobro da contrapartida a pagar pelas quotas adquiridas¹⁸⁰.

Mais se exige, nos termos do número 1 do artigo 220.º que as quotas a adquirir se encontrem integralmente liberadas¹⁸¹. Conforme desenvolve ANTÓNIO GARCIA ROLO¹⁸²,

¹⁷⁷ Neste sentido ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 215.

¹⁷⁸ Trata-se de uma opção de aquisição licita de quotas próprias previsível e lógica. Assim o entendemos uma vez que, conforme refere RAÚL VENTURA, pese embora apresente um *efeito estrutural de a sociedade se tornar sócia de si própria*, não tem qualquer impacto sobre sócios, trabalhadores ou outros credores atendendo a que a situação patrimonial da sociedade não é afetada. Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 444.

¹⁷⁹ Segundo RAÚL VENTURA, deve ler-se ação executiva motiva contra o sócio pela sociedade, não relevando aqui os casos de ações executivas promovidas por outrem que não a sociedade. Neste sentido em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 444 e 445. MARGARIDA COSTA ANDRADE entende, em sentido diverso, irrelevante que a ação executiva tenha sido promovida pela sociedade ou por terceiro. Fará sentido que a sociedade adquira quotas próprias num contexto de ação executiva promovida por terceiro sempre que queira evitar a entrada de terceiro no ente societário por via de venda judicial. Neste sentido em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 392.

¹⁸⁰ Para além destes casos, a que RAÚL VENTURA apelida de *factos aquisitivos gerais*, conforme desenvolve, o código cria outros *factos aquisitivos especiais*, designadamente, os vertidos nos artigos 220.º, número 1 e 237.º, número 3 do CSC que respeitam, respetivamente, à perda (total ou parcial) a favor da sociedade da quota do sócio que não tenha cumprido (total ou parcialmente) a obrigação de entrada; e à criação de quota em resultado da existência de uma quota amortizada, destinada a ser alienada por sócios ou terceiros- isto é, a quota amortizada, em vez de ser assim contabilizada, passa a ser uma quota própria, disponível para alienação.

¹⁸¹ Excetuado o caso de perda de quota a favor da sociedade por incumprimento da obrigação de entrada, que bem se entende, atendendo a que, nestes casos, e seguindo as palavras de RAÚL VENTURA, *é justificada por a quota ser adquirida pela sociedade precisamente para, pelos meios previstos na lei, se chegar à liberação*. Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 435.

¹⁸² Em A “Sociedade de ninguém” (*Keinmangesellschaft*) como consequência da aquisição da totalidade dos títulos próprios pela sociedade por quotas: reflexões sobre a admissibilidade da figura, em *Revista de Direito das Sociedades*, ano IV (2012), número 3, pp. 664,

trata-se de um mecanismo que assegura a formação exata do capital, tendo as entradas de se encontrar totalmente realizadas e por isso disponíveis para a sociedade, já que se assim não fosse *a sociedade arranjará maneira de amnistiar dívidas de entrada, pois o seu crédito extinguir-se-ia por confusão, pondo em risco a garantia dos credores*¹⁸³.

Note-se que, para além do regime geral supra apresentado, conforme refere RAÚL VENTURA, o contrato de sociedade pode limitar a aquisição de quotas próprias pela sociedade, estabelecendo, por exemplo, limites quanto ao seu montante ou factos aquisitivos¹⁸⁴. Seguindo o contributo de PEDRO DE ALBUQUERQUE¹⁸⁵ acrescentamos que o contrato de sociedade pode mesmo proibir a aquisição de quotas pela sociedade ou até forçar a venda sob determinadas circunstâncias, contando que observados o já abordados requisitos legais.

A violação destes princípios¹⁸⁶ acarreta um vício sancionado com nulidade, nos termos do número 3 do mesmo preceito (consequência distinta da aplicável à aquisição ilícita de ações próprias, conforme teremos oportunidade de verificar adiante) bem como consequência penais nos termos do artigo 510.º do Código das Sociedades Comerciais.

Finalmente, importa referir que o artigo 324.º do Código das Sociedades Comerciais, relativo aos efeitos da aquisição de ações próprias, se aplica à aquisição de quotas próprias por força do disposto no artigo 220.º, número 4¹⁸⁷.

¹⁸³ Em sentido absolutamente idêntico, MARGARIDA COSTA ANDRADE em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 388.

¹⁸⁴ Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 435. Mais acrescenta que, o contrato de sociedade não pode, contudo, derrogar as disposições condicionantes da aquisição e detenção das quotas próprias, já que estas são normas imperativas.

¹⁸⁵ Em *Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*, da coordenação de MENEZES CORDEIRO 5.ª Edição (atualizada), Coimbra, Almedina, 2022, pp. 779.

¹⁸⁶ RÁUL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 450, problematizando a questão de saber qual o momento indicado para a aferição do cumprimento (ou não) dos requisitos legais para a aquisição de quotas próprias, questiona se o momento atendível deverá ser o da deliberação, do ato de aquisição, da eficácia do ato de aquisição ou antes o do pagamento da contrapartida da aquisição. A Lei resolve esta questão estabelecendo que a violação dos imperativos legais nesta matéria deve ser aferida, no momento da aquisição, isto é, no ato de aquisição.

¹⁸⁷ Desta feita, entre outras notas possíveis, vale relevar que, nos termos da alínea “B” do artigo 324.º, número 1, deve tornar-se indisponível uma reserva de montante igual àquele pelo qual a participação esteja contabilizada.

Conforme refere RAUL VENTURA¹⁸⁸, a aquisição de quotas próprias poderá representar um processo de gestão ou um processo de defesa da sociedade. Ao nível de gestão dir-se-á que a aquisição de quota é, a título de exemplo, um meio apto ao pagamento de dívidas sociais, à eliminação de encargos- como sejam determinadas categorias de quotas às quais se associam privilégios não mais desejáveis para a sociedade- ou até à cobrança de uma dívida do sócio à sociedade mediante dação em cumprimento. Enquanto processo de defesa da sociedade, podemos destacar a aquisição de quotas próprias como um meio de evitar a entrada de novos sócios indesejáveis. A este propósito, vale notar, conforme refere MARGARIDA COSTA ANDRADE¹⁸⁹ que, pese embora sirva estes objetivos de gestão e defesa interessantes, a aquisição de quotas próprias acarreta riscos, já que poderá ser utilizada *por um grupo de sócios para agredir outros*, alterando os poderes e a configuração da sociedade até então existente.

Atento o regime geral aplicável à aquisição de quotas próprias, vale abordar a questão mais problemática, senão a única, que ocupa a doutrina nesta matéria- a aplicação analógica do artigo 317.º do Código das Sociedades Comerciais.

O artigo 220.º apenas limita a aquisição de participações não liberadas. Diversamente nas sociedades anónimas limita-se ainda a aquisição de participações a um limiar de 10% do capital social¹⁹⁰. A questão que se coloca é a de saber se este limite se aplica também às sociedades por quotas ou se, em sentido diverso, não existe qualquer limite para a aquisição de quotas próprias, podendo *in extremis* a sociedade ficar exclusivamente sócia de si mesma- isto é sem outros sócios¹⁹¹.

ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹⁹² afirma que, atenta a *ratio* subjacente à limitação do artigo 317.º do Código das Sociedades Comerciais, não se vislumbram motivos para a aplicação analógica deste limite à aquisição de quotas próprias. O artigo

¹⁸⁸Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 431 a 433.

¹⁸⁹ Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 387.

¹⁹⁰ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 222.

¹⁹¹PEDRO DE ALBUQUERQUE em *Código das Sociedade Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*, da coordenação de MENEZES CORDEIRO 5.ª Edição (atualizada), Coimbra, Almedina, 2022, pp. 779, parece recetivo à aplicação analógica.

¹⁹² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 222.

317.º visa, conforme desenvolve, evitar que a aquisição de ações próprias seja utilizada como artifício e como forma de manipulação da cotação das ações da sociedade, ameaçando a transparência e segurança no mercado de bolsa¹⁹³, questão que não se verifica nem se visa proteger no âmbito das sociedades por quotas.

Conforme conclui ANTÓNIO GARCIA ROLO¹⁹⁴, a maioria da doutrina tende a concluir pela não aplicação analógica por motivos de ordem teleológica. Mais acrescenta que, no direito comparado, designadamente no ordenamento jurídico Alemão-ordenamento que tanto inspirou e inspira o direito das sociedades comerciais portuguesas- tal limitação não se verifica a propósito das sociedades por quotas, existindo apenas quanto às sociedades anónimas. Desta feita, subscreve o entendimento de que o artigo 317.º, número 2 não se aplica analogicamente às sociedades por quotas, entendendo que o estabelecimento de um limite quantitativo para as sociedades anónimas e não para as sociedades por quotas não se trata de um mero esquecimento ou lapso do legislador.

Partindo deste pressuposto, ANTÓNIO GARCIA ROLO¹⁹⁵, problematiza uma questão quiçá mais complexa. Uma vez que não existe qualquer limitação à aquisição de quotas próprias, poderá, em tese, e conforme já se avançou, dar-se o caso de a sociedade adquirir todas as suas quotas- situação apelidada pelo ordenamento alemão como *Keinmangesellschaft*- e que equivale a dizer que será uma sociedade de ninguém. Será isto possível?

Em traços muito simples, salientamos, seguindo o contributo de ANTÓNIO GARCIA ROLO¹⁹⁶, que sim, será possível, pese embora por um período de tempo limitado, sob

¹⁹³ Também neste sentido MARGARIDA COSTA ANTUNES, referindo que com o artigo 317.º, 2 procurou-se evitar que a sociedade anónima conseguisse manipular o valor da cotação das ações pela pressão da procura, o que, toldando a transparência do mercado bolsista, poderia criar falsa confiança. Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 395.

¹⁹⁴ ANTÓNIO GARCIA ROLO, em *A "Sociedade de ninguém" (Keinmangesellschaft) como consequência da aquisição da totalidade dos títulos próprios pela sociedade por quotas: reflexões sobre a admissibilidade da figura*, em *Revista de Direito das Sociedades*, ano IV (2012), número 3, pp. 666.

¹⁹⁵ ANTÓNIO GARCIA ROLO, em *A "Sociedade de ninguém" (Keinmangesellschaft) como consequência da aquisição da totalidade dos títulos próprios pela sociedade por quotas: reflexões sobre a admissibilidade da figura*, em *Revista de Direito das Sociedades*, ano IV (2012), número 3, pp. 667.

¹⁹⁶ ANTÓNIO GARCIA ROLO, em *A "Sociedade de ninguém" (Keinmangesellschaft) como consequência da aquisição da totalidade dos títulos próprios pela sociedade por quotas: reflexões sobre a admissibilidade da figura*, em *Revista de Direito das Sociedades*, ano IV (2012), número 3, pp. 667-675. Ver em especial o método de funcionamento interno, pp. 671, e mecanismo de responsabilidade, pp. 673, sugeridos pelo autor para este tipo de situações.

pena de dissolução nos termos 142.º, número 1, alínea “A” do Código das Sociedades Comerciais- que estabelece uma dissolução administrativa quando a sociedade se encontre por período superior a um ano sem o número mínimo de sócios exigido pela lei. Conforme salienta e assim subscrevemos, a aquisição da totalidade de quotas próprias pode revelar-se de utilidade e por isso deve ser admitida.

A favor da permanência da sociedade sem sócios no sistema jurídico (por um período temporário) encontramos também MARGARIDA COSTA ANDRADE¹⁹⁷ que a qualifica como de utilidade. Assim o entende já que, mantendo a personalidade jurídica, será possível aos gerentes da sociedade preparar a venda das participações próprias e desta forma impedir a sociedade de ser simplesmente dissolvida, salvaguardando assim os interesses de todos os *stakeholders* conexos à sociedade.

De natureza bem mais complexa é aquisição de ações próprias, sob a qual nos debruçaremos de imediato:

A aquisição de ações próprias é, como se disse, um meio de distribuição de bens aos sócios¹⁹⁸, mediante o qual os acionistas recebem uma contrapartida em troca da transferência para a sociedade das participações por si detidas^{199 -200}. A matéria surge prevista nos artigos 316.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁹⁷ Em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2023, pp. 397.

¹⁹⁸ Por este motivo, a aquisição de ações próprias (não gratuita) deve observar os limites gerais de distribuição de bens ao sócio- artigo 32.º do Código das Sociedades Comerciais- e os impedimentos de distribuição de lucros de exercício e reservas constantes do artigo 33.º. Acresce que, para que seja considerada lícita, dependerá ainda da criação de uma reserva indisponível de montante igual ao valor das ações- artigo 324.º do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁹⁹ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 214.

²⁰⁰ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, socorrida da terminologia americana, qualifica as operações de *buy back* em quatro tipos: a) *Fixed-price tender offer*- operação relativamente simples, mediante a qual a sociedade se propõe a comprar um certo número de ações, por um determinado valor (geralmente acima do valor de mercado), num determinado prazo; b) *Dutch auction tender offer*- a sociedade que pretende adquirir um certo número de ações, anuncia que pretende adquirir dentro de determinado intervalo de preço, seguindo-se um período de ofertas dos sócios dirigidas à sociedade; c) *Open-marker buy back*- modalidade mediante a qual a sociedade adquire a participação no mercado normal, à semelhança de qualquer outro *player*. Conforme refere ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, o sócio, muitas das vezes, não tem sequer ideia de que está a vender a sua participação à própria sociedade; d) *Targeted buy back*- Trata-se de um modo de aquisição de ações próprias mediante o qual a sociedade compra diretamente a um ou vários acionistas as suas participações. Estamos perante uma modalidade com uma componente de negociação direta entre sócios e sociedade. Em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 215.

Primeiramente cumpre referir que apenas a aquisição de ações próprias é lícita, cumpridos que estejam certos e determinados requisitos a que de seguida atentaremos. Tal equivale a dizer, *a contrario*, que a subscrição de ações próprias é ilícita, sendo inclusive, expressamente proibida nos termos do artigo 316.º, número 1 do Código das Sociedades Comerciais.

O primeiro requisito para a licitude de aquisição de ações próprias dir-se-á um requisito negativo, na medida em que passa, nos termos do artigo 317.º, número 1²⁰¹, pela não proibição pelo contrato de sociedade.

No número três do mesmo artigo encontram-se previstas as hipóteses que permitem a aquisição de ações próprias²⁰².

Uma das regras mais importantes deste regime prende-se com a já abordada proibição de aquisição de um total de ações próprias que represente mais de 10% do capital social, conforme disposto pelo artigo 317.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais. Esta proibição justifica-se, como vimos, pela transparência e segurança no mercado de capitais, impedindo-se que a sociedade se socorra destes mecanismos de *buy back* como forma de exacerbar e extrapolar o real valor das suas ações, condicionando a sua cotação em bolsa.

GOMES DA SILVA²⁰³ refere a este propósito que o regime de aquisição de ações próprias reflete um balanço entre as vantagens associadas a esta aquisição, por um lado, e os potenciais perigos desta derivados, por outro.

Quanto aos riscos sumarizam-se os já abordados riscos associados preclusão da garantia de proteção do capital social e ao respeito dos princípios de transparência e

²⁰¹ Nos termos deste artigo admite-se que o contrato de sociedade, para além de proibir a aquisição de ações próprias, possa reduzir os termos em que tal aquisição é lícita, distando, portanto, do regime previsto pela letra da lei. Note-se que, é permitido **reduzir** os casos de aquisição lícita, não sendo possível aumentar, face ao disposto pela lei, as hipóteses em que tal regime é admissível.

²⁰² A saber: a) quando a aquisição resulte do cumprimento pela sociedade de disposições da lei; b) A aquisição vise executar uma deliberação de redução de capital; c) Seja adquirido um património, a título universal; d) A aquisição seja feita a título gratuito; e) A aquisição seja feita em processo executivo para cobrança de dívidas de terceiros ou por transacção em acção declarativa proposta para o mesmo fim; f) A aquisição decorra de processo estabelecido na lei ou no contrato de sociedade para a falta de liberação de acções pelos seus subscritores.

²⁰³ Em *Ações Próprias e Interesses dos Acionistas*, pp. 1222 disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B7fde6c98-5415-4084-b748-3f9b6842755b%7D.pdf>, consultado a 24 de novembro de 2023.

segurança associados ao direito dos valores mobiliários²⁰⁴. No que às vantagens concerne o elenco é mais vasto e casuístico, sendo possível avançar como vantagens a facilitação de operações societárias, como sejam as de redução do capital social, fusão ou aquisição tendente ao domínio total; a estabilização da cotação das ações da sociedade; ou o evitar de conflitos entre sócios, ataques hostis entre grupos de sócios ou entradas de *players* indesejados²⁰⁵.

Da ponderação dos riscos e vantagens associados à aquisição de ações próprias surge então um regime legal forte e disciplinador, cumprindo-nos ainda atentar a alguns traços de relevo não abordados:

Vale saber que, ressalvados os casos de iminência de prejuízo grave²⁰⁶, a aquisição depende, nos termos do artigo 319.º do Código das Sociedades Comerciais de deliberação²⁰⁷ dos sócios em assembleia geral²⁰⁸. Assim, e cruzando o regime com o que talvez possa interessar ao investidor saber, conforme conclui ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA²⁰⁹, não é possível um compromisso prévio de recompra das ações do investidor

²⁰⁴ *Ibidem*.

²⁰⁵ *Ibidem*, pp. 1294.

²⁰⁶ Assim se presume nos casos vertidos nas alíneas “A” e “E” do artigo 317.º, número 3, conforme disposto pelo artigo 319.º, número 3, todos do Código das Sociedades Comerciais, e que respeitam aos casos em que a aquisição *resulte de cumprimento pela sociedade de disposições da lei*- como sucederá nos casos de transferência de sede para o estrangeiro, transformação ou fusão- ou quando seja realizada *em processo executivo para cobrança de dívidas de terceiros ou por transação em ação declarativa proposta para o mesmo fim*. Para além destas, JOÃO GOMES DA SILVA, em *Ações Próprias e Interesses dos Acionistas*, disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B7fde6c98-5415-4084-b748-3f9b6842755b%7D.pdf>, pp. 1230 e 1231, consultado a 24/11/2023, refere como situações de iminência de prejuízo grave, a *aquisição de ações a acionistas hostis ao grupo de comando da sociedade ou à sua administração e a intervenção em bolsa para evitar a quebra de cotação das ações*.

²⁰⁷ Conforme salienta JOÃO GOMES DA SILVA a necessidade de deliberação pode causar algum espanto, já que poderia enquadrar-se a aquisição de ações próprias como uma matéria de gestão e que por isso não carece de deliberação. Segundo explica, a exigência de deliberação mais não é do que uma garantia de tutela dos acionistas. Superficialmente pode pensar-se que a tutela dos acionistas reclama uma deliberação na medida em que a aquisição de ações próprias se efetiva à custa de bens da sociedade, bens esses que poderiam ser distribuídos aos sócios. Num sentido mais profundo, e conforme somos desafiados por JOÃO GOMES DA SILVA entendemos que a tutela dos acionistas não se pretende propriamente com o sacrifício do património da sociedade, atendendo a que existem um sem número de atos que apresentando custos e impacto financeiro não carecem de qualquer deliberação. O verdadeiro fundamento para que exista uma deliberação enquanto forma de tutela dos acionistas prende-se, na verdade, com a aprovação, por estes, das alterações nas estruturas de controlo que possam advir da aquisição de ações próprias, permitindo-se assim *uma transparência e um conhecimento da operação por parte de todos os acionistas*. Neste sentido em *Ações Próprias e Interesses dos Acionistas*, disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B7fde6c98-5415-4084-b748-3f9b6842755b%7D.pdf>, pp. 1247, consultado a 24/11/2023.

²⁰⁸ O mesmo vale para a alienação conforme disposto no artigo 320.º do Código das Sociedades Comerciais.

²⁰⁹ Em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp.458.

pela sociedade. Face ao exposto, uma cláusula de *buy back* pela sociedade, seria deste ponto de vista, completamente irrelevante.

A aquisição está sujeita, em termos gerais e contando que a tal não obste a natureza do caso nos termos do artigo 321.º, à observância de uma regra de igualdade de tratamento de acionistas, o que na prática, conforme explica ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA²¹⁰, equivale a dizer que a sociedade terá de lançar ofertas públicas de aquisição ou de venda por forma a garantir que todos os sócios têm igual conhecimento e oportunidade de realizar o negócio de venda ou compra das participações.

Uma nota final para realçar que todos os direitos inerentes às ações²¹¹ passam a estar suspensos durante todo o período em que as ações sejam próprias da sociedade, ficando, portanto, conforme refere RAÚL VENTURA, num estado de *repouso e quiescência*²¹². Por todos os direitos deve entender-se todos os direitos, todos, sejam estes patrimoniais ou extrapatrimoniais²¹³. Salvaguardados estão, claro, os direitos associados à participação anteriores à aquisição pela sociedade, ainda que, de exercício subsequente a esse ato aquisitivo.

Atentas as regras gerais aplicáveis ao regime de aquisição de ações próprias, vale agora considerar as consequências cabíveis aos casos de aquisição ilícita, isto é, de aquisição que desrespeite ou extravase os normativos suprarreferidos. A consequência da ilicitude, conforme disposto pelo artigo 324.º do Código das Sociedades Comerciais passa pela obrigação de alienar as ações adquiridas²¹⁴, sob pena de serem anuladas mediante redução de capital para extinção das participações, sem prejuízo de ação de

²¹⁰ Em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 221.

²¹¹ RAÚL VENTURA, em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 457, entende que por maioria de razão deve aplicar-se a mesma suspensão às obrigações inerentes à participação, já que não tem sentido que a sociedade seja credora e devedor da mesma obrigação em simultâneo.

²¹² Em *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 453 e 454.

²¹³ Excetuando o direito de receber novas participações no aumento de capital social por incorporação de reservas, exceção que procura, conforme desenvolve RÁUL VENTURA, não reduzir o valor da participação da sociedade em si mesma, o que logicamente sucederia se as novas participações deixassem de lhe ser atribuídas. Estamos, portanto, perante o exercício de um direito que não se suspende mas que apenas releva e opera aquando da alienação da quota ou ação própria. Para maior desenvolvimento recomenda-se a leitura de *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.ª edição (4.ª Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007, pp. 456, bem como a consulta da anotação ao artigo 92.º, número 2 do Código das Sociedades Comerciais.

²¹⁴ Excetuados os casos em que preveja expressamente a declaração de nulidade, como é o caso da aquisição de ações não liberadas ilícita, em que se prevê a consequência cabível, afastando-se o regime geral.

responsabilidade dos administradores quando a tal haja lugar e da responsabilidade penal vertida no artigo 510.⁹ do Código das Sociedades Comerciais.

JOÃO GOMES DA SILVA²¹⁵ justifica a opção pela venda compulsiva das participações adquiridas pela sociedade ilicitamente, ao invés da escolha de aplicação do regime da nulidade ou anulabilidade como sequência deste ilícito, como base em três circunstâncias, a saber: segurança no mercado de ações, protegendo-se a posição do sócio alienante; o facto de ser uma solução menos morosa e dispendiosa quando comparada ao necessário recurso às vias judiciais para obtenção de declaração de nulidade ou anulabilidade; e, finalmente, com base no facto de não prejudicar nem atrasar os interesses e compromissos para com terceiros.

Conhecido o regime de aquisição de participações próprias, é agora momento de considerar a compra de participações do investidor pelo fundador. Falamos de opções de clausulado mediante os quais em determinadas circunstâncias, o fundador se obriga a readquirir as participações do investidor²¹⁶.

A admissibilidade da previsão de cláusulas de recompra pelo fundador tem sido aferida, por doutrina e jurisprudência²¹⁷, em função do regime jurídico do capital de risco. Como aqui já se teve oportunidade de desenvolver, o investimento em capital de risco, assim se designa pela circunstância do retorno do investimento depender tão só do sucesso da empresa investida. Disse-se também que este tipo de investimento, distingue-se de outros, como seja o investimento bancário, por não ter por pressuposto uma perspectiva de reembolso. Ora neste sentido, como é que se compatibiliza o risco e o

²¹⁵ Em *Ações Próprias e Interesses dos Acionistas*, disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B7fde6c98-5415-4084-b748-3f9b6842755b%7D.pdf>, pp. 1261, consultado a 24/11/2023.

²¹⁶ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 460.

²¹⁷ A este respeito, concluiu o Supremo Tribunal de Justiça em acórdão de 21 de Março de 2017 (Relator Fonseca Ramos) no âmbito do processo número 427/13.8TVLSB.L1.S1 que os traços do regime, designadamente os relativos ao risco e carácter temporário do investimento não são incompatíveis com acordo que preveja o reembolso integral do montante investido pelo investidor. Refere-se para tanto que o risco não implica que *esse investimento em capital de risco não deva ser recuperado. Quem investe visa o ganho, ninguém investe para perder. Não considerar assim, seria admitir que a sociedade investida pudesse beneficiar do investimento accionista do FCR sem que esta se pudesse munir, negocialmente, de contrapartidas que assegurassem a rentabilidade do investimento, que, repete-se, é obrigatoriamente temporário, não podendo sequer a sociedade de risco ficar detentora do capital da investida, quando “desinvestir”, findo o prazo contratual acertado.*

retorno baseado no sucesso com uma garantia pré-acordada entre as partes de compra pelo fundador?

Em nossa perspectiva haverá que articular o princípio de que ao investidor em capital de risco não cabe garantia de reembolso com uma outra característica de regime, designadamente a relativa ao carácter temporário do investimento. Se ao investidor em capital de risco não é permitido permanecer indeterminadamente na sociedade, haverá que fornecer-lhe as mais **mínimas** ferramentas de saída.

A análise da validade de cláusulas de *buy back* pelo fundador em operação de investimento em capital de risco, é, em nosso entender, casuística e dependerá de uma ponderação de juízo mínimo. Parece-nos, admissível e concebível que a recompra da participação pelo fundador seja permitida, contando que, dela não derive lucro. O lucro terá forçosamente que ser alcançado por via do sucesso da investida. Assim, deve permitir-se a opção de recompra como garantia mínima de saída do investidor, autorizando-se a venda da sua participação ao fundador pelo preço investido- atualizado com base nos coeficientes de inflação. Mais do que isto, parece-nos desvirtuar o regime e abster o investidor de risco.

As cláusulas de *buy back* pelo fundador, devem por isso, e salvo melhor opinião, ser projetadas como garantias de última *ratio* ao desinvestimento. Só assim nos parecem fazer sentido. Seguindo o contributo de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, dir-se-á que assim se garante *uma comunhão entre fundador e financiador que implique que ambos partilham o fim de valorização da empresa, de forma alguma pressupondo isso que o investidor tem de correr o risco da perda absoluta*²¹⁸.

4.6 Cláusulas de *Leaver* e *Vesting*:

Conforme já se vem anunciando no presente estudo, a presença do fundador²¹⁹ no seio da empresa, atento o seu *know-how* do negócio, pode revelar-se crucial ao sucesso da sociedade investida e consequentemente ao sucesso do investidor.

²¹⁸ *Ibidem*, pp. 461 e 462.

²¹⁹ Ou até de determinado trabalhador-chave, conforme salienta ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 462.

Falamos desta circunstância a propósito das cláusulas de Venda Conjunta, sendo agora momento de recuperar esta problemática e apresentar como soluções potenciais e alternativas as cláusulas de *Leaver* e de *Vesting*- cláusulas que controlam e limitam a saída do fundador.

Comecemos por distinguir um e outro tipo de clausulado:

- a) Cláusula de *Leaver*²²⁰, cláusula mediante a qual se prevê a perda da participação social do fundador na hipótese de abandono da sociedade. Materializa-se tipicamente pela convenção de uma obrigação de venda- é garantido ao investidor, a terceiro ou à sociedade um direito de compra da participação do fundador num cenário de *leaving*. Assim, as participações sociais detidas pelo fundador são durante todo o investimento por ele mantidas, contudo, em caso de abandono do cargo que ocupa na sociedade é conferido ao investidor, à sociedade ou a terceiro o direito de compra das participações que detêm. Pode convencionar-se que estas cláusulas apenas vigorem por determinado período de tempo.
- b) Cláusula de *Vesting*, representa um reforço positivo do fundador²²¹ pela sua manutenção e contributo para a empresa, premiando aquele que não abandone o projeto e que lhe acrescente valor, mediante a atribuição de uma participação social adicional. Nestes casos a distribuição das participações aos fundadores é progressiva e realizada por etapas consoante o tempo que estes permaneçam no projeto-*Time-Based Vesting*- ou o atingir de determinado objetivo- *Performance-Based Vesting*^{222- 223}.

Tratam-se de cláusulas muito utilizadas em negócios em fase de instalação, onde interessará ao investidor manter o controlo total ou maioritário das participações sociais e garantir o envolvimento e *know-how* do fundador no projeto empresarial- desta feita o fundador é progressivamente investido de

²²⁰ Também designadas por cláusulas de *(Un)Vesting*.

²²¹ Ou trabalhador.

²²² Qualificação oferecida por MADELEINE HUNT em *How to Incentivise Shareholders With Good/Bad Leaver and Vesting Provisions*, disponível em <https://legalvision.com.au/good-bad-leaver-vesting-provisions/>, consultado a 5 de dezembro de 2023.

²²³ *Ibidem*, MADELEINE HUNT refere que o *Performance-Based Vesting*, que relembramos basear-se na atribuição de uma percentagem do capital social com base no atingir de determinado objetivo, não é tão comum e praticado como o *Vesting* baseado no decorrer de determinado período- *Time-Based Vesting*.

poder e controlo societário através do aumento, também este progressivo, da sua participação social.

Quando incumprido parcialmente o período ou objetivo associado ao *vesting*, estabelece-se igualmente a favor do investidor, da sociedade ou de terceiro um direito de compra da participação até então adquirida pelo fundador.

MADELAINE HURT²²⁴ refere que apesar das diferenças, as Cláusulas de *Vesting*, e as Cláusulas de *Leaver* são, não raras as vezes, projetadas em conjunto, procurando-se uma dupla proteção. Desta feita, o fundador que adquira a sua participação social após ultrapassar o *vesting*, vê a sua saída ainda limitada, agora pela previsão de Cláusulas de *Leaver*.

Em ambos os casos as cláusulas são acionadas pela verificação de um *leaver*- do abandono pelo fundador da função que exercia na empresa. Podemos apontar como exemplos de eventos de *leaver* os casos de cessação de um vínculo laboral; a condenação por crime; prática de fraude; incumprimento de cláusulas ou garantias previamente acordadas com a sociedade ou grupo ou uma situação de insolvência²²⁵. Note-se que este elenco é meramente exemplificativo, havendo que tipificar os eventos de abandono que acionam estas cláusulas casuisticamente no contrato de sociedade ou acordo parassocial pelo qual as cláusulas se venham a estabelecer.

A contrapartida associada à saída e à venda da participação social será calculada em função do tipo de abandono do fundador²²⁶, podendo distinguir-se, conforme avança ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA²²⁷ três cenários possíveis:

²²⁴ *Ibidem*.

²²⁵ Neste sentido HENRY HUMPHREYS em *The good, the bad and the ugly negotiating leaver and vesting provisions on venture capital deals*, disponível em <https://humphreys.law/goodbadugly/>, consultado 4 de dezembro de 2023.

²²⁶ A este propósito refere-se a posição do BGH em Acórdão datado de 22 de janeiro de 2013 no âmbito do processo II ZR 80/10, segundo a qual a contrapartida é sempre devida, sendo completamente nulo qualquer acordo em que se preveja a transferência de participações para a sociedade a título gratuito (ou sobre valor excessivamente baixo). Conforme se afirma a ausência de uma contrapartida adequada configura uma violação do direito de propriedade do sócio inadmissível, injustificada e cuja estipulação se considera nula. Mais se afirma que a previsão de uma cláusula nestes termos configura uma violação da *decência comum*. Neste sentido, recomenda-se a definição dos critérios de determinação da contrapartida em termos concretos, justos e absolutamente determinados ou determináveis, adotando-se um dos critérios que de seguida se abordará.

²²⁷ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 462.

- a) *Good leaver*- casos em que o fundador abandona a sociedade por motivo que não lhe é imputável, p.e estado de doença grave; incapacidade; reforma nos termos gerais; ter-se tornado desnecessário em virtude de uma transformação na sociedade, como seja uma fusão ou extinção do posto que desempenhava²²⁸; etc.
- b) *Grey leaver*- descritos como *casos que não configuram como “razões importantes” para saída, mas em que existem razões familiares ou pessoais para tal*²²⁹, p.e doença de familiar próximo ou desejo de reforma antecipada.
- c) *Bad leaver*- reporta às hipóteses em que a saída do fundador lhe é, em sentido diverso, totalmente imputável e fruto da sua exclusiva vontade, p.e desejo de dedicar-se a uma outra atividade profissional incompatível com a até então exercida; condenação pela prática de um crime, etc.

Desta feita, a contrapartida será aferida casuisticamente e tendo por base o valor nominal, o valor de mercado ou outro previamente acordado consoante o tipo de *leaver*.

HENRY HUMPHREYS²³⁰ avança uma tendência de negociação a este propósito. Na proposta de redação das Cláusulas de *Vesting* pelos investidores e empresas, estas cláusulas tendem a elencar taxativamente todas as causas de *good leaver*, remetendo para as consequências aplicáveis ao regime de *bad leaver* todas às restantes hipóteses. A *bad leaver* funciona assim como uma qualificação supletiva. Diversamente, quando projetadas pelos fundadores, assiste-se ao fenómeno inverso, mediante o qual se tipifica exaustivamente os eventos suscetíveis de serem qualificados como *bad leavers*.

No caso das cláusulas de *Vesting*, na modalidade de *Time-Based Vesting*, vale notar que num cenário de abandono, a saída será ainda qualificada tendo por base o período de *vesting* decorrido à data dos factos- as partes acordam um período de *vesting*, sendo a

²²⁸ Neste sentido, JOE BRENNAN em *Good Leaver/Bad Leaver Provisions for Startups Explained*, disponível em <https://ledgy.com/blog/good-leaver-bad-leaver-clauses>, consultado a 4 de dezembro de 2023.

²²⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 462.

²³⁰ Em *The good, the bad and the ugly negotiating leaver and vesting provisions on venture capital deals*, disponível em <https://humphreys.law/goodbadugly/>, consultado 4 de dezembro de 2023.

saída tão mais gravosa quanto menor o tempo decorrido desde o início desse período de proibição de abandono²³¹.

Conhecidos alguns traços característicos, vale uma breve nota quanto à validade destas cláusulas. Cumpre referir que estas convocam as mesmas questões abordadas a propósito das cláusulas de venda conjunta, designadamente das cláusulas de *drag along*, pelo que se remete desde já para uma segunda leitura desta matéria.

A este propósito refere ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA²³² que as maiores dificuldades de interpretação da validade deste tipo de clausulado verificar-se-ão, inevitavelmente, ao nível das situações de *bad leaver*, que culminam, geralmente, na perda da participação pelo fundador com o recebimento do mero valor nominal como contrapartida, referindo, pois, que a validade terá forçosamente de ser aferida por ponderação do caso concreto²³³.

Sabemos que, sob uma primeira análise estas cláusulas podem revelar-se excessivamente onerosas para os fundadores e em proveito exclusivo dos interesses dos investidores, especialmente nos casos de *vesting* em que o fundador- quem criou o negócio- o cede na totalidade ao investidor recuperando a sua participação social progressivamente. Numa análise mais profunda, concluir-se-á que este tipo de clausulado é incrivelmente justo e equilibrado. Como já se vem anunciando e de seguida se concluirá, um investimento em capital de risco não tem de- nem deve- ser excessivamente arriscado, e por isso, apesar da sua designação é necessário acautelar e dividir os riscos subjacentes ao investimento. Se o investidor investe em circunstâncias onde poucos investiriam, atenta a inexistência de garantias- fase de instalação ou fase de reestruturação-, o mínimo que se exige como contrapartida dessa aposta é que o fundador esteja presente, se dedique, acrescente e lute pelo projeto. Assim, nada parece obstar a que se regule a sua saída antes de tempo, pelo que para além de justas, razoáveis e

²³¹ Cf. LUTZ ABEL, tendo por referência o ordenamento jurídico alemão. Em *The good, the bad and the ugly negotiating leaver and vesting provisions on venture capital deals*, disponível em <https://humphreys.law/goodbadugly/>, consultado 4 de dezembro de 2023.

²³² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 464.

²³³ Cf. desenvolve, (...) *as start-ups têm natureza muito pessoal e dependente dos sócios fundadores. Se o fundador se vira contra a empresa e se verifica um evento bad leaver, tem de se atender a esta particularidade quando se trata de avaliar a conformidade da cláusula com os princípios gerais do ordenamento jurídico. Impõem-se, pois, uma avaliação caso a caso.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 464.

equilibradas, as Cláusulas de *Leaver* e de *Vesting* são absolutamente recomendáveis neste contexto.

5. O momento do *exit* - Desinvestimento em Capital de Risco

Como se vem desenvolvendo, o Investimento em Capital de Risco é um regime de carácter marcadamente temporário e por isso tem necessariamente um fim. O *exit* mais do que um requisito legal, é o consumir do trabalho desenvolvido pelo investidor, revelando-se crucial ao sucesso do negócio, já que o retorno depende deste momento.

O abandono da sociedade pelo investidor poderá processar-se das mais diversas formas, sendo idilicamente processado através da admissão à negociação em mercado regulamentado. A admissão à negociação em mercado regulamentado, conhecida no direito anglo-saxónico como *Initial Public Offer*- IPO, constitui um mecanismo de *exit* de excelência²³⁴ que por vezes se encontra ao dispor do investidor em Capital de Risco.

Esta forma de abandono da sociedade caracteriza-se essencialmente pela venda de participações sociais num mercado de valores mobiliários regulamentado. O mercado regulamentado, conforme desenvolve ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA²³⁵, opera com regularidade e está sujeito a um conjunto exigente de requisitos quanto à prestação de informação e modo de funcionamento, carecendo inclusive de autorização pública pelo ministério das finanças e CMVM. Estes são os traços que distinguem a IPO dos mais comuns processos de venda de participações.

Revela-se, como se disse, de excelência pela circunstância de ser uma forma de negociação das participações sociais pública, permitindo que a este produto tenha acesso um universo de pessoas bem mais amplo que o universo que o investidor ou restantes sócios possam quicá conhecer, possibilitando um *encontro de vários interesses confluentes tendo em vista a celebração* do negócio de compra e venda das participações em causa.

²³⁴ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 467, qualifica a cotação da empresa em bolsa como a *forma teoricamente ideal de saída da sociedade*. Assim qualifica pela praticidade e rapidez subjacentes a este modo de alienação de participações.

²³⁵ Em *Manual de Corporate Finance*, 2.^a edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 91.

Estamos, pois, perante uma oferta pública de venda de participações²³⁶ dirigida a uma série de destinatários indeterminados e que alcança, por isso, um público mais vasto que a clássica e privada venda de participações e que consequentemente permite lucros mais elevados. Segundo MATHIAS ECKERMANN²³⁷⁻²³⁸ podem ser alcançados valores cinco vezes superiores aos alcançáveis pelo recurso ao processo de *trade sale* (o processo que qualifica como o segundo mais lucrativo à disposição do investidor).

A admissão à negociação em mercado regulamentado apresenta inúmeras vantagens, enriquecendo a empresa e credibilizando-a no mercado. Na perspetiva do investidor em Capital de Risco dir-se-á que para além de ser apta a permitir a saída do investimento, é também possível de configurar como um mero passo introdutório ou preparatório dessa saída – chamando a atenção de investidores para a sociedade, capitalizando-a e reforçando-a no mercado para subsequente alienação das participações do investidor com maior margem de lucro²³⁹.

Apesar das várias vantagens, vale notar que, conforme refere MATTHIAS ECKERMANN²⁴⁰ a IPO apresenta custos consideráveis e bastante avultados, envolvendo o pagamento de honorário de advogados e auditores bem como de diversas comissões e sendo por isso considerada a forma mais dispendiosa de saída do investidor. Também neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA²⁴¹ salienta que os custos regulatórios,

²³⁶ Que como refere MENEZES CORDEIRO em *Manual de Direitos dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 361, se rege por dois grandes alicerces de sucesso: a transparência e a integridade do mercado.

²³⁷ Em *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, pp. 65.

²³⁸ Para este fenómeno, crê-se, contribuem também as assimetrias informativas a que se assiste num e noutro processo negocial. No mercado regulamentado os investidores têm acesso a informações sobre a sociedade a que um investidor no mercado privado dificilmente teria acesso. Partindo do entendimento de que existe um casamento perfeito entre o risco e a informação, dir-se-á, por comparação, mais arriscado o investimento privado em que o acesso à informação se encontra mais condicionado. Segue-se um segundo casamento, o do risco e o preço. Aquele que suporta maior risco tendencialmente desconta esse risco na contrapartida do negócio- desconto pelo risco. Assim e em suma, no mercado regulamentado, existindo maior informação sobre o negócio e por isso menos risco, existe maior segurança para que o investidor despenda quantias mais avultadas na compra de participações.

²³⁹ Nesta linha ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 94 e ainda em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 467 e 470, referindo que ao investidor em Capital de Risco poderá interessar um processo de *going public* como meio de alcance da almejada *performance positiva* da investida.

²⁴⁰ Em *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, pp. 68.

²⁴¹ Em *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 95.

administrativos e contabilísticos envolvidos neste processo podem inclusive implicar uma reorganização da empresa para que se prepare financeiramente para este passo.

Ao investidor em Capital de Risco que conceba esta possibilidade de saída valerá acautelar-se através das designadas cláusulas de *piggyback rights*, que *obrigam a sociedade, em caso admissão à negociação, a colocar em primeiro lugar no mercado as ações do investidor em capital de risco*²⁴². Somos em crer que este é um clausulado coerente como o regime temporário deste investimento, que acautela uma saída lucrativa do investidor, devendo por isso esta opção encontrar-se prevista pelas partes.

Os requisitos de admissão ao mercado regulamentado são, como se disse, apertados e por isso *not every venture can go public*²⁴³. A admissão pressupõe a verificação de diversos requisitos, apenas sendo elegíveis para este mercado sociedades que se revelem de dimensão razoável e que disponham de recursos para o efeito, ficando assim de fora um conjunto de sociedades investidas para as quais apenas caberá a regular forma de venda da empresa que de seguida sumariamente se abordará.

Acresce que, a admissão ao mercado regulamentado não interessará a todo o tipo de empresas. Estatisticamente²⁴⁴, verifica-se, a título de exemplo, que empresas pioneiras em novas tecnologias tendem a preferir a venda da empresa tradicional à entrada no mercado regulamentado, já que o nicho de mercado em que se integram é mais procurado por investidores privados, que de alguma forma conhecem e relacionam-se com a área de inovação, ao invés do que se verifica nos investidores públicos que tendem a ser mais analíticos e pragmáticos, optando geralmente por investimentos em produtos já estabelecidos no mercado e cujo sucesso se conhece, e que por isso não carecem de grande *know-how* por parte de quem investe.

Assim, para aquele que não vislumbre a opção de admissão ao mercado regulamentado, restará a opção de venda das suas participações em mercado privado. Essa venda poderá ocorrer através de processos de *trade sale*, *secondary purchase*, das já

²⁴² Cf. PERESTRELO DE OLIVEIRA em *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021, pp. 471.

²⁴³ MATTHIAS ECKERMANN em *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, pp. 65.

²⁴⁴ Tendência evidenciada por MATTHIAS ECKERMANN, *ibidem* pp. 67.

abordadas situações de *buy back* ou até através de liquidação da sociedade. Em jeito breve:

A *Trade Sale*, também conhecida por venda estratégica, consiste numa venda do portfolio da empresa²⁴⁵ a um comprador, comprador esse que geralmente desenvolve uma atividade semelhante à investida²⁴⁶ e que por isso tem interesse na compra, designadamente para domínio de mercado e eliminação da concorrência. Este poder de controlo de um mercado ou indústria como bem se entende acarreta um prémio de domínio que inflaciona o valor de venda da sociedade e por conseguinte o lucro do investidor em Capital de Risco. É, como se disse, por este motivo considerada por MATTHIAS ECKERMANN como a segunda forma mais lucrativa de abandono da sociedade pelo investidor, apenas perdendo para a IPO²⁴⁷. Vale destacar uma relevante vantagem quando comparada à IPO, a saber: aqui o investidor não está sujeito à volatilidade própria do mercado público.

O processo de *Secondary Sale*, também já antes sumariamente abordado, concerne ao processo de venda mediante o qual o investidor em Capital de Risco vende as suas participações a um segundo investidor. Reporta, portanto, aos casos em que a empresa ainda carece do apoio e assistência de um investidor e conduz a uma segunda ronda de investimento, representando uma boa hipótese de saída nos casos em que apesar do investidor desejar sair do projeto, a empresa não se revela suscetível de venda através de *trade sale* ou IPO²⁴⁸.

Quanto à opção de *Buy Back* remete-se para as considerações tecidas no capítulo quarto, ponto sexto, relativo a Cláusulas de Exoneração, Amortização e Cláusulas de *Buy Back*.

²⁴⁵ Cf. MATTHIAS ECKERMANN em *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, pp. 69.

²⁴⁶ Cf. referem LEONARDO DE LIMA RIBEIRO e MARTINHO ISNARD RIBEIRO DE ALMEIDA em *Estratégia de saída em capital de risco*, disponível em <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V4001055.pdf>, consultado a 3 de janeiro de 2024.

²⁴⁷ Em *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, pp. 65.

²⁴⁸ Cf. MATTHIAS ECKERMANN em *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, pp. 71.

Finalmente no que à liquidação concerne, vale antes de mais reforçar que estamos perante um mecanismo supletivo e que por isso apenas fará sentido frustradas que estejam as opções de saída desenvolvidas acima. Reporta a um processo mediante o qual todos os bens da sociedade são vendidos. Subsequentemente são pagas eventuais dívidas existentes e num estágio final o excedente será proporcionalmente entregue aos sócios, entre eles, o investidor. Estamos perante um mecanismo de última *ratio* e que antecipa a conclusão de um investimento relativamente falhado, protegendo o investidor em termos muito básicos e insuficientes.

Conhecidas as formas de desinvestimento ao dispor do investidor em Capital de Risco concluímos o presente estudo cientes de que o investidor que acautele a sua saída nos termos desenvolvidos terá um *exit* de sucesso.

Conclusão:

Tal como no regime do Investimento em Capital de Risco, chegámos ao momento mais importante: o *exit*. Um *exit* de sucesso, lucrativo que certamente permitirá a muitíssimos investidores maior segurança, certeza e clareza num investimento que apesar de ser de Risco não tem de ser excessivamente Arriscado.

Um *exit* de sucesso pressupõe o seu planeamento pelas partes antes mesmo da entrada no investimento. O investidor terá que entrar na sociedade consciente e seguro da sua saída, estipulando para tanto um conjunto de cláusulas de governo da sociedade- como sejam as cláusulas de Preferência e de *shoot-out*- cláusulas de permanência dos sócios fundadores e detentores do *know-how* do negócio na empresa- as abordadas cláusulas de *leaver* e de *vesting*- e/ou de cláusulas com vista à preservação do investimento e de liquidez- cláusulas de preferência na liquidação, de exoneração, amortização e *Buy-Back*. Falamos essencialmente de cláusulas que visam a limitação, condicionamento ou impulso à transmissibilidade de participações sociais.

Pelo presente abordamos um conjunto de medidas contratuais que reforçam a proteção e segurança do investidor em Capital de Risco, tendo analisado os seus contornos, validade e eficácia, bem como os mecanismos de retransmissão ao dispor do investidor num cenário em que concluído o projeto de investimento não se afigure possível outra saída que não uma saída de emergência.

Sabemos que num cenário perfeito e idílico a saída do investidor em Capital de Risco realizar-se-á mediante admissão à negociação em mercado regulamentado. Contudo, sabemos também que este não é o cenário mais comum, e por isso, procuramos que na prática o sucesso se acalce naquela que é a modalidade mais frequente de saída- na tradicional venda da empresa.

Um *exit* confortável é um *exit* estudado ao detalhe e acautelado com todas as estratégias jurídicas que o investidor tem ao seu dispor. Lembramos a propósito que a antecipação não deve ser vista com ceticismo ou como sinal de descrença no investimento- a falta de cautela é própria de quem não se interessa.

O nosso estudo, procurando alargar horizontes, inovar e modernizar o nosso sistema, terá necessariamente um impacto positivo em futuras contratações de Investimento em

Capital de Risco. Assente numa lógica preventiva, cautelita, e de exaustiva ponderação, estamos em crer que conseguimos desenhar a almejada saída lucrativa do investidor. Este é o caminho, e agora é tempo de nele investir.

Bibliografia:

AAVV.

-*Código das Sociedade Comerciais Anotado e Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*, Coordenação de MENEZES CORDEIRO, 5.^a Edição (atualizada), Coimbra, Almedina, 2022, pp. 779.

-*Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.^a edição, Coimbra, Almedina, 2016.

- *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 3.^a edição, Coimbra, Almedina, 2023.

-*Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, da coordenação de JORGE COUTINHO DE ABREU, 2.^a edição, Coimbra, Almedina, 2018.

- *Fintech Desafios da Tecnologia Financeira*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, 2.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2019.

-*Fintech II Novos Estudos Sobre Tecnologia Financeira*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, Coimbra, Almedina, 2019.

- *The good, the bad and the ugly negotiating leaver and vesting provisions on venture capital deals*, HENRY HUMPHREYS e outro, disponível em <https://humphreys.law/goodbadugly/>, consultado 4 de dezembro de 2023.

BRENNAN, JOE

- *Good Leaver/Bad Leaver Provisions for Startups Explained*, disponível em <https://ledgy.com/blog/good-leaver-bad-leaver-clauses>, consultado a 4 de dezembro de 2023.

CAETANO, Paulo

-*Capital de Risco*, Lisboa, Actual, 2013.

CÂMARA, Paulo

- *Acordos Parassociais: Problemas de interpretação e de conversão*, disponível para consulta em: <https://revistas.ucp.pt/index.php/direitoejustica/article/view/9867>, visitado a 22 de fevereiro de 2023.

- *O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal no DL 56/2018, de 9 de julho*, publicado em *Revista Española de Capital de Riesgo*, n.º 1/2019 em https://www.servulo.com/xms/files/00_SITE_NOVO/01_CONHECIMENTO/01_PUBLICACOES_SERVULO/2019/Paulo_Camara_Revista_CR_n_1-2019_para_web-4.pdf, consultado a 24 de julho de 2023.

- *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de mestrado em Ciências Jurídicas, apresentada à Universidade de Lisboa através da Faculdade de Direito em 1998.

COOLS, Sofie

- *The validity and enforceability of tag along and drag along clauses: a comparative analysis*, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3334843, consultado a 22 de novembro de 2023.

COUTINHO DE ABREU, José Manuel

- *Direito de Preferência em Cessão de Quotas, em II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012.

ECKERMAN, Matthias

- *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry - Evidence from the US Venture Capital Market*, Wiesbaden, Alemanha, Deutscher Universitäts-Verlag, 2006.

ENGRÁCIA ANTUNES, José

- *Os Acordos Parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico*, em *Direito das Sociedades em Revista*, ano 13, volume 25, Coimbra, Almedina, 2021.

FERREIRA GOMES, José

- *M & A, Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, Lisboa, AAFDL Editora, 2022.

FLEISCHER, Holger e SCHNEIDER, Stefan

-Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations - Approach from Comparative Law and Economic Theory, pp.38, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1963118, consultado a 26 de setembro de 2023.

GARCIA, Augusto Teixeira

- A Cláusula de Preferência Quanto à Transmissão de Ações: Algumas Notas, in *Nos 20 Anos Do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007.

GOMES DA SILVA, João

- Ações Próprias e Interesses dos Acionistas, disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B7fde6c98-5415-4084-b748-3f9b6842755b%7D.pdf>, consultado a 24 de novembro de 2023.

HUNT, Madeleine

- How to Incentivise Shareholders With Good/Bad Leaver and Vesting Provisions, disponível em <https://legalvision.com.au/good-bad-leaver-vesting-provisions/>, consultado a 5 de dezembro de 2023.

LEAL, Ana Filipa

- Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português, em *Revista Direito das Sociedades*, Ano 1, n.º 1, 2009.

LOKOTILOVA, Yulia

- L'efficacité des pactes d'actionnaires, em *La Lettre des Réseaux*, disponível em <https://www.lettredesreseaux.com/P-1089-485-A1-l-efficacite-des-pactes-dactionnaires.html>, consultado em 28 de agosto de 2023.

MARTINS, Alexandre de Soveral

-Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Ações, Sobre os Arts. 328.º e 329.º do CSC, Coimbra, Almedina, 2006.

MENEZES CORDEIRO, António

- *Acordos Parassociais*, em <https://portal.oa.pt/upl/%7Bbdba345e-554e-4778-9769-b2c5c3dbaf16%7D.pdf>, consultado a 22 de fevereiro de 2023.

- *Direito das Sociedades, Das sociedades em Especial, Vol II*, 2.^a edição (3.^a Reimpressão), Coimbra, Almedina, 2017.

- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2018.

OLAVO CUNHA, Paulo

Direito das Sociedades Comerciais, 7.^a edição, Coimbra, Almedina, 2019.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo

- *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra, Almedina, 2021.

- *Estratégias de Saída no Capital de Risco*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, pp. 823-854, Coimbra, Almedina, 2021.

- *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2015.

RIBEIRO, Leonardo de Lima / DE ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro

- *Estratégia de saída em capital de risco*, disponível em <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V4001055.pdf>, consultado a 3 de janeiro de 2024.

ROLO, António Garcia

- *A “Sociedade de ninguém” (Keinmangesellschaft) como consequência da aquisição da totalidade dos títulos próprios pela sociedade por quotas: reflexões sobre a admissibilidade da figura*, em *Revista de Direito das Sociedades*, ano IV (2012), número 3.

SÁEZ, Maria Isabel / BERMEJO, Nuria

- *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad- a vueltas com los pactos de tag y de drag-along*, em *InDret, revista para el análisis del derecho*, 415, Barcelona, 2007.

SEQUEIRA, Manuel

- *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, em *Revista de Direito das Sociedades Comerciais* número 4, pp. 771 a 833, Coimbra, Almedina, 2018.

VASCONCELOS, Pedro Pais de

-*A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.^a edição, Coimbra, Almedina, 2006;

VENTURA, Raúl

- *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.^a edição (3.^a Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2004.

- *Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2.^a edição (4.^a Reimpressão) Coimbra, Almedina, 2007.

-*Sociedades por Quotas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 1996.

Jurisprudência Citada:

Jurisprudência Nacional:

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 12 de setembro de 2013 (Relator: Sérgio Poças), processo número 388/04.4TYLSB.L1.S1;
- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 21 de Março de 2017 (Relator Fonseca Ramos), processo número 427/13.8TVLSB.L1.S1;
- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 21 de março de 2017 (Relator: Alexandre Reis), processo número 445/13.6TBPCV.C1.S1.

Jurisprudência Internacional:

- *Acórdão do Court of Chancery of Delaware*, datado de 22 de julho de 1985, no âmbito do processo número 498 A.2d 161- *Shields V. Shields* (Estados Unidos da América).
- Acórdão do *United States Court of Appeals, seventh circuit*, datado de 26 de junho de 2002, no âmbito do processo 295 F.3D 666- *Valinote v. Ballis* (Estados Unidos da América)
- Acórdão do BGH de 22 de Janeiro de 2013, II ZR 80/10, BeckRS 2013, 02105, ZIP 2013, 263 (Alemanha).
- Acórdão do tribunal de OLG Nürnberg datado de 20 de dezembro de 2013, no âmbito do processo 12 U 49/13 (Alemanha).

Legislação:

-Código civil

-Código das Sociedades Comerciais

-Código dos Valores mobiliários

-Lei n.º 18/2015 de 4 de Março, Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo e Investimento Especializado.