



ANA ALVES LEAL

Assistente convidada da FDUL. Doutoranda em Ciências Jurídicas.
Investigadora do CIDP.

Fundos de investimento e setor público empresarial. Reflexões sobre a aplicabilidade do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial a operações de reestruturação de fundos de capital de risco

Investment funds and Corporate Public Sector – some remarks on the applicability of the Portuguese Corporate Public Sector Act (RJPSE) to restructuring operations of venture capital funds

RESUMO: O presente estudo parte de um caso concreto e foca-se em duas linhas problemáticas: (i) na aplicabilidade do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial a fundos de investimento constituídos ao abrigo do direito privado e nos quais o Estado exerce influência dominante, analisando a norma de remissão contida no artigo 3.º desse regime; e (ii) na indagação sobre a exigência de controlo prévio do Estado, no exercício da sua função de participante e ao abrigo do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial, de um conjunto heterogéneo de operações de reestruturação de fundos de investimento.

Palavras-chave: fundos de investimento; fundos de capital de risco; empresa; setor público empresarial; RJSPE; extensão do âmbito de aplicação; alterações ao regulamento de gestão; redução do capital social; aumento do capital social; autorização governamental; Unidade Técnica de Acompanhamento e Monitorização do Setor Público Empresarial (UTAM).

ABSTRACT: The present study stems from a particular case and focuses on two problematic lines: (i) the applicability of the Portuguese Corporate Public Sector Act (RJPSE) to investment funds created under private law and in which the Portuguese State exerts dominant influence, analyzing the reference rule contained in article 3 of RJSPE; and (ii) the need of an ex-ante control by the Portuguese State, as participant and under RJSPE's rules, of a heterogeneous set of restructuring operations involving investment funds.

Key words: investments funds; venture capital funds; enterprise; corporate public sector; RJSPE; extension of the scope of RJSPE; amendment to the fund management regulations; capital reduction; capital increase; government authorization; Technical Unit for Monitoring the Corporate Public Sector (UTAM).

SUMÁRIO: § 1.º Coordenadas gerais. § 2.º O primeiro problema: a natureza dos fundos de investimento no cruzamento com as razões que subjazem à extensão do âmbito de aplicação do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial; 2.1. O artigo 3.º do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial; 2.2. Fundos de investimento como «organizações empresariais». § 3.º O segundo problema: a exigência de controlo prévio das operações de reestruturação de fundos de investimento; 3.1. Heterogeneidade e generalidades; 3.2. Em particular: o aumento do capital e a redução do capital dos fundos de investimento e o (despiste) da aplicação do artigo 11.º do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial.

§ 1.º Coordenadas gerais

1. Não abundam, entre nós, estudos sobre o Regime Jurídico do Setor Público Empresarial (RJSPE), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 113/2013, de 3 de outubro, que explorem o âmbito subjetivo de aplicação deste regime *para além* das entidades que, por enunciação do artigo 2.º desse diploma, integram o perímetro do setor público empresarial¹. De acordo com este artigo, o setor público empresarial

¹ Numa análise da doutrina nacional sobre o setor público empresarial (tanto sobre o RJSPE como sobre os regimes que o antecederam) – cuja listagem exaustiva aqui se dispensa – singulariza-se, por problematizar a extensão do âmbito de aplicação do RJSPE a entidades não integrantes do perímetro do setor público empresarial, o estudo de Pedro Costa Gonçalves, *Manual de Direito Administrativo, Vol. 1*, Almedina: Coimbra (2019), 786. Como se

abrange o setor empresarial do Estado e o setor empresarial local; no que respeita ao setor empresarial do Estado, determina o n.º 2 do referido artigo que este é composto pelas empresas públicas e pelas empresas participadas. A noção de «empresa pública» é fornecida pelo artigo 5.º do RJSPE e a noção de «empresa participada» encontra-se plasmada no artigo 7.º do RJSPE. Ainda que abarquem as mais comuns, não se contêm nestas noções todas as formas jurídicas de organização empresarial do Estado.

2. É justamente o que sucede com os fundos de investimento constituídos ao abrigo das regras de direito privado com participação do Estado e nos quais este exerça influência dominante². Esta circunscrição do problema surge na sequência de uma questão que tratámos sobre pontos muito específicos do RJSPE: saber se esse regime seria aplicável a um conjunto de operações de reestruturação de fundos de capital de risco nos quais o Estado era participante e sobre os quais exercia, na aceção do artigo 9.º do RJSPE, influência

desenvolverá adiante, o Autor faz apelo à noção de «empresa pública em sentido material» para introduzir critérios operativos na justificação dessa extensão. Trata-se de noção já utilizada por António Carlos dos Santos/Maria Eduarda Gonçalves/Maria Manuel Leitão Marques, *Direito Económico*, 7.ª ed., Almedina: Coimbra, (2013, reimp. 2018), 183, embora sem que dela retirem consequências para a delimitação do âmbito de aplicação subjetivo do RJSPE. Merecem também destaque os estudos de Francisco Paes Marques, em *As empresas públicas*, in *Organização administrativa: novos actores, novos modelos* (coord: Carla Amado Gomes/Ana Fernanda Neves/Tiago Serrão), AAFDL Editora: Lisboa (2018), 840, e na obra conjunta J. M. Sérvulo Correia/Francisco Paes Marques, *Noções de Direito Administrativo*, Volume I, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2021), 457, pela atenção dedicada à noção de «organização empresarial» – elemento nevrálgico, como se verá, na demarcação da extensão do âmbito subjetivo do RJSPE.

² Não se versa, neste texto, a criação de entidades integrantes do setor empresarial do Estado por decreto-lei. Tratar-se-ia de tema localizado noutras coordenadas dogmáticas, como explicita Paulo Otero, em *Da criação de sociedades comerciais por decreto-lei*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Raul Ventura*, volume II (coord. José de Oliveira Ascensão), Coimbra Editora: Coimbra (2003), 103-138. Acresce que qualquer discurso sobre o tema deve rodear-se das devidas cautelas: não raras vezes, o recurso à forma de decreto-lei para a constituição destas entidades serve justamente o propósito de afastar exigências legais aplicáveis a essa constituição, podendo «configurar um abuso ou uma perversão das formas organizativas do Direito Privado» (assim, Francisco Paes Marques, *As empresas públicas*, cit., 820).

dominante. As operações de reestruturação dos fundos compreendiam atos muito diversos: redução do capital, aumento do capital, prorrogação da duração de um dos fundos, alteração à política de investimentos, e cisão de um dos fundos (com destaque parcial dos ativos) com vista à constituição de um novo fundo. Sem ignorar, no plano das fontes, a necessária compatibilização entre regimes, a questão não se centrava na indagação do afastamento dos regimes jurídicos que fornecem o enquadramento normativo relevante na regulação das operações descritas – em primeira linha, o Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado (RJCR), aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, complementado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015. Questionava-se antes se as normas do RJPSE conformadoras da função acionista do Estado e cuja previsão abrange as empresas públicas seriam aplicáveis – introduzindo exigências adicionais – *para além* da disciplina jurídica reguladora de tais operações relativas a esse tipo de fundos de investimento. A questão está longe de ter exclusiva pertinência teórica: poderá repercutir-se em pesadas consequências caso, sendo aplicáveis, não sejam observadas as exigências plasmadas no RJPSE. A título de exemplo, aponte-se o disposto no artigo 12.º, n.º 1, do RJSPE, que eleva a parâmetro de validade a autorização referida no artigo 10.º desse diploma, sancionando com a nulidade todos os atos ou negócios jurídicos (incluindo os preliminares, instrumentais ou acessórios) relativos à constituição de empresas públicas e à aquisição ou alienação de participações sociais que não sejam antecedidos dessa autorização – nulidade que será acompanhada da responsabilidade civil, penal e financeira a que haja lugar (artigo 12.º, n.º 2, do RJSPE).

3. Com esta delimitação da questão, distinguem-se dois planos problemáticos, que justificam a estrutura bipartida deste texto: num primeiro plano (o primeiro problema), saber se os fundos de investimento (em particular, os fundos de capital de risco) constituídos ao abrigo do direito privado, nos quais o Estado ou outras entidades públicas exerçam, isolada ou conjuntamente, de forma direta ou indireta, influência dominante (nos termos do artigo 9.º do RJSPE), integram o setor público empresarial, ou se, de alguma forma, o

RJSPE lhes é aplicável; num segundo plano (o segundo problema), logicamente subsequente por pressupor uma resposta afirmativa à questão anterior, saber se as operações de reestruturação dos fundos de investimento acima enunciadas são reguladas pelo RJSPE, em particular, pelos seus artigos 10.º (que dispõe sobre a constituição de empresas públicas), 11.º (que regula a aquisição e alienação de participações sociais) e 34.º (que estabelece um regime específico para a transformação, fusão ou cisão de empresas públicas), especialmente no que respeita à exigência de autorização governamental, antecedida de parecer da Unidade Técnica de Acompanhamento e Monitorização do Setor Público Empresarial (UTAM). A heterogeneidade das operações de reestruturação dos fundos de investimento enunciadas evidencia que estas não se diluem num magma uniforme que, sob o chapéu da ideia de reestruturação, se deixam reconduzir à mesma solução. Pelo contrário, convocam uma análise individualizada, assim se prejudicando a obtenção de uma resposta abstrata e generalizável sobre a aplicação do RJPSE a estas operações.

§ 2.º O primeiro problema: a natureza dos fundos de investimento no cruzamento com as razões que subjazem à extensão do âmbito de aplicação do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial

2.1. O artigo 3.º do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial

4. A contenção do problema na figura dos fundos de investimento encontra explicação, como referido, num concreto caso. E, acolhendo o método do caso, encontra justificação na crescente expressão prática dos fundos de investimentos participados pelo Estado³.

³ Conforme relatório sobre a carteira global do Estado, disponível em http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/SEE/Documentos/Carteiras_participacoes_Estado/31_03_2021/carteira_global_31_03_2021.pdf, com referência a 31-03-2021.

5. Parte-se da seguinte constatação: os fundos de investimento constituídos ao abrigo do direito privado em relação aos quais o Estado exerce influência dominante (nos termos do artigo 9.º do RJSPE) não estão incluídos no setor empresarial do Estado (artigo 2.º, n.º 2, do RJSPE).

Por um lado, porque não se compreendem no conceito de «empresa pública» plasmado no artigo 5.º do RJSPE: não são organizações empresariais *constituídas nos termos da lei comercial sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada* (n.º 1) e também não correspondem às «entidades com natureza empresarial» (as entidades públicas empresariais ou E.P.E.'s) (n.º 2), pois não são *pessoas coletivas de direito público, com natureza empresarial, criadas pelo Estado para prossecução dos seus fins*, tal como define o artigo 56.º do RJSPE. Estas conclusões estribam-se na ideia elementar da ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento. Os fundos de investimento (mobiliários ou imobiliários) são organismos de investimento coletivo desprovidos de personalidade jurídica que correspondem a patrimónios coletivos autónomos geridos por uma entidade gestora (dotada de personalidade coletiva) e que pertencem aos participantes, cuja quotas ideais nesse património são representadas por unidades de participação⁴. O enun-

⁴ Sobre a não personificação dos fundos de investimento, sem pretensões de exaustividade, veja-se, na doutrina portuguesa: António Pereira de Almeida, *O governo dos fundos de investimento*, in *Direito dos valores mobiliários*, vol. VIII, Coimbra Editora: Coimbra (2008), 10 e ss.; José de Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2020), 155 e ss.; Paulo Câmara, *Os fundos de investimento*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Volume I (org. Rui Pinto Duarte/ Marta Tavares de Almeida/ Assunção Cristas/ José Lebre de Freitas), Almedina: Coimbra (2011), 631 e ss.; *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 875 e ss.; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 176 e ss.; Maria João Vaz Tomé, *Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliários abertos*, in *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, Coimbra Editora: Coimbra (1999), 21 e ss., 41 e ss.; Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*, Almedina: Coimbra (1999), 531 e ss., 539 e ss.; *Três problemas dogmáticos dos fundos de investimento*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 8/2000, n.º 1, 3 e ss., disponível em [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/ Documents/af8f17fdb08c40de8da2b3fc382871903ProblemasdosFundosInvestimento.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/af8f17fdb08c40de8da2b3fc382871903ProblemasdosFundosInvestimento.pdf). Mais

ciado normativo do artigo 2.º, n.º 1, alínea u), do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, não deixa margem para dúvidas, ao definir fundos de investimento como patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, pertencentes aos participantes no regime geral de comunhão. Na mesma linha, determina o artigo 15.º, n.º 1, do RJCR, que os fundos de capital de risco são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, dotados de personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação.

Por outro lado, porque estes fundos de investimento não têm lugar na noção de «empresas participadas», tal como referidas no artigo 2.º, n.º 2, e definidas no artigo 7.º do RJSPE: ainda que – antecipando o que se concluirá – os fundos de investimento se possam considerar «organizações empresariais» (um dos elementos definidores da empresas participadas⁵), as empresas participadas têm

recentemente, Fátima Gomes, *Os fundos de investimento na jurisprudência do STJ: identificação das questões suscitadas e das soluções propugnadas*, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários* (coord. CMVM), Almedina (2021), 743 e ss., fez um levantamento jurisprudencial interessante sobre fundos de investimento, identificando, nesse âmbito, o tema da não personificação dos fundos de investimento (de onde derivam os problemas de representação dos mesmos) como um dos mais versados pelo STJ nos seus arestos sobre a matéria. Remetemos ainda para o estudo de Dirk A. Zetzsche, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Mohr Siebeck: Tübingen (2015), 551 e ss., principalmente na parte em que o Autor aponta o hibridismo dos fundos de investimento, pela imputação desprovida de subjetividade jurídica.

⁵ Tal como resulta expressamente do n.º 1 do artigo 7.º do RJSPE. O que permite concluir, no cotejo com a forma exigida às empresas públicas (artigo 5.º do RJSPE) – em particular, a «forma de sociedade de responsabilidade limitada nos termos da lei comercial» – que as empresas participadas, podendo corresponder a (quaisquer) «organizações empresariais», não estão condicionadas pelas mesmas exigências formais de organização das empresas públicas. A favor deste entendimento faz-se ainda apelo ao artigo 3.º do RJSPE: nele, a referência a «organizações empresariais» visa justamente abranger entidades que, apesar de serem objeto de influência dominante estadual, não se reconduzem à noção de «empresa pública» edificada no artigo 5.º do RJSPE. Em sentido diverso, circunscrevendo as empresas participadas a empresas constituídas *sob a forma de sociedades comerciais*, não sujeitas a influência pública dominante, cfr. Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa. Da relevância do sujeito à especialidade da função*, Almedina: Coimbra (2018, reimp.), 439.

como nota distintiva o facto de a participação do Estado (ou de outra entidade pública) se traduzir, de forma direta ou indireta, numa participação permanente – a qual, de acordo com esse artigo, cumulativamente se caracteriza (i) pela ausência de influência dominante (nos termos do artigo 9.º do RJSPE), (ii) por ser de duração superior a um ano (*nota temporal*), (iii) por não visar objetivos exclusivamente financeiros (*nota finalística*), e (iv) pela ausência de qualquer intenção, por parte das entidades públicas participantes, de influenciar a orientação ou a gestão da empresa (*nota subjetiva*). Na hipótese de que se parte, falha, desde logo, o requisito da ausência de influência dominante, assim prejudicando a qualificação destes fundos como «empresas participadas» integrantes do setor empresarial do Estado. Nota-se, contudo, que se vingasse essa qualificação, a mesma tornaria aproblemática a questão formulada. Assim é porque a qualificação como «empresa participada» reflete-se apenas na participação pública (artigo 8.º, n.º 2, do RJSPE), não sujeitando a empresa *per se* ao regime que modela a função acionista do Estado nas empresas públicas e cuja relevância se indaga na disciplina das operações de reestruturação dos fundos de investimento atrás referidas⁶. É justamente nesta atenuação das exigências no regime apli-

⁶ Fazendo a ponte com as «empresas participadas» previstas e reguladas no anterior regime do setor empresarial do Estado, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 558/99, de 17 de dezembro, e enfatizando que o conceito de empresa participada, à luz do regime atual, afeta a participação social pública e não a empresa nem as participações de terceiros, cfr. Nuno Cunha Rodrigues, *Regime jurídico das empresas públicas*, in *Direito da Economia, Volume I* (coord. Luís Silva Morais/Nuno Cunha Rodrigues/Paulo Alves Pardal), AAFDL: Lisboa (2020), 323-324. Em estudo anterior, o Autor já se havia dedicado ao regime das empresas participadas – cfr. «Golden-shares» – *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora: Coimbra (2004), 103 e ss. – embora, ao abrigo do regime então vigente, a qualificação de uma dada entidade como «empresa participada» surgisse facilitada pela presunção (que não transitou para o regime atual) de que seriam permanentes as participações sociais representativas de mais de 10% do capital social da entidade participada, com exceção daquelas que fossem detidas por empresas do setor financeiro (artigo 2.º, n.º 4, do Decreto-Lei n.º 558/99, de 17 de dezembro). Em sentido similar, Jorge Coutinho de Abreu, *As novíssimas empresas públicas (segundo o DL 133/2013)*, in *Boletim de Ciências Económicas – Homenagem ao Prof. Doutor António José Avelãs Nunes*, Volume LVII, Tomo I, Universidade de Coimbra – Faculdade de Direito (2014), 47, avança que as empresas participadas, não sendo dominadas pelo Estado nem por outras entidades

cável às empresas participadas que reside o tendencial desinteresse da doutrina no estudo destas empresas, apesar de formalmente integrarem o acervo institucional do setor empresarial do Estado⁷.

6. Isto não significa que, a partir daqui, a tarefa do intérprete-aplicador passe a ser a de indagar da aplicabilidade do RJPSE às operações de reestruturação dos fundos de investimento por via de um desenvolvimento *praeter legem* do direito. Quanto ao âmbito de aplicação deste regime, há um dado sólido que derruba a ideia de existência de uma incompletude no sistema jurídico. Diversamente do que sucedia nos regimes que antecederam o RJPSE, este veio estabelecer, em artigo próprio (artigo 3.º), a extensão do seu âmbito de aplicação, nos seguintes termos: «*Sem prejuízo do regime jurídico*

públicas estaduais, *«não se integram verdadeiramente no SEE; as participações daquelas entidades nas empresas (privadas, normalmente) é que se integram no SEE – cfr. o art. 8.º, 2º. É por isso que, como assinala Luís Cabral de Moncada, *Direito Económico*, 7.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 397, se pode afirmar que o setor público empresarial é bem mais amplo do que o setor público de propriedade dos meios de produção – pois este último, tal como delineado pelo artigo 82.º, n.º 2, da Constituição, exige que a propriedade e a gestão pertençam ao Estado ou a outras entidades públicas estaduais. O que não impede, segundo o Autor, que se reconheçam vantagens na abertura do setor público empresarial às empresas participadas, reconduzíveis grosso modo à «submissão de todas as realidades empresariais do Estado (em sentido amplo) a uma lógica comum integrada de gestão empresarial» (397).*

⁷ Para uma descrição sumária do regime “atenuado” aplicável às empresas participadas, cfr. Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa*, cit., 441-442. A Autora apresenta uma visão crítica da opção por participações minoritárias do Estado, por considerar que se subjaz a essa participação o facto de em causa estarem finalidades públicas, então *«deverá ser dada preferência a uma participação pública que permita um controlo efetivo sobre a gestão, em detrimento de uma participação pública minoritária»*, sendo que *«acresce [...] a necessidade de evitar a dispersão e o descontrolo da sua [do Estado] carteira de participações»* (440). Com isto, reconhecendo um conjunto de insuficiências e de obscuridades na disciplina das empresas participadas – especialmente no confronto com a disciplina das empresas públicas –, introduz a Autora, num plano de *jure condendo*, algumas exigências que deveriam constar do regime aplicável às empresas participadas e aponta a necessidade de *«um conjunto de normas, devidamente autonomizado, que de forma clara, disciplinem a participação pública minoritária em empresas privadas, considerando precisamente as especificidades que resultam do carácter minoritário dessa participação e do facto das empresas participadas não se tratarem de empresas públicas, mas de empresas privadas»* (441).

especificamente aplicável, o disposto no presente decreto-lei aplica-se também a todas as organizações empresariais que sejam criadas, constituídas, ou detidas por qualquer entidade administrativa ou empresarial pública, independentemente da forma jurídica que assumam e desde que estas últimas sobre elas exerçam, direta ou indiretamente, uma influência dominante». Em coerência, o artigo 9.º do RJSPE, ao delimitar as hipóteses de «influência dominante», menciona expressamente como alvo dessa influência as entidades referidas nos artigos 3.º e 5.º do RJSPE⁸.

7. A compreensão da norma contida no artigo 3.º do RJSPE que opera a extensão do âmbito de aplicação deste regime exige que se tenham presentes o contexto e as razões que lhe subjazem.

Os dados mais imediatos chegam-nos pelo preâmbulo do RJPSE, no qual se faz uma descrição dos regimes que o antecederam e do qual resulta que, na contraposição com o Decreto-Lei n.º 558/99, de 17 de dezembro, se pretendeu com o RJSPE *«proceder a uma reestruturação do quadro normativo aplicável às empresas públicas, de forma a torná-lo mais coerente e abrangente, com vista a submeter a um mesmo regime as matérias nucleares referentes a todas as organizações empresariais direta ou indiretamente detidas por entidades públicas, de natureza administrativa ou empresarial, independentemente da forma jurídica que assumam»*. Por essa razão, uma das principais inovações do RJSPE *«respeita a um efetivo alargamento do âmbito subjetivo de aplicação do regime das empresas públicas, passando a abranger todas as organizações empresariais em que o Estado ou outras entidades públicas, possam exercer, isolada ou conjuntamente, de forma direta ou indireta, influência dominante»⁹.*

⁸ Não há norma de extensão do âmbito de aplicação do regime das «empresas participadas» a empresas análogas. Justificadamente: como já referido, no artigo 7.º, n.º 1, do RJSPE, verifica-se uma abertura quanto à forma destas empresas («todas as organizações empresariais»), que não é igualada na definição de empresa pública constante do artigo 5.º, n.º 1, do RJSPE («organizações empresariais constituídas sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada nos termos da lei comercial»).

⁹ Numa análise do RJSPE, dando conta – mas sem problematizar – da inovatória extensão da aplicação do regime, cfr. Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, I, Alme-

8. Estamos perante uma perspetiva maximalista do regime: a par de uma delimitação, por via legal, do perímetro do setor público empresarial (artigo 2.º do RJSPE), introduziu-se, no artigo 3.º do RJSPE, uma norma que procura fechar o sistema, de modo a que este não comporte nenhuma lacuna de regulação quanto a realidades análogas àquelas que se integram no setor público empresarial¹⁰.

dina: Coimbra (2019), 262. Detetando igualmente esta ampliação do quadro subjetivo de aplicação do regime, cfr. Maria Eduarda Azevedo, *Temas de Direito da Economia*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2020), 129.

¹⁰ Com esta alusão ao “fechar o sistema”, e àquilo que poderia ponderar-se qualificar como “regra de fecho” ou “regra de clausura” (*closure rule*) – na conhecida aceção de Joseph Raz, *Legal Reasons, Sources and Gaps*, in *The Authority of Law. Essays in Law and Morality*, Oxford (1979), 77 – não se desvalorizam os entendimentos que reconduzem a utilidade destas normas a sistemas que não admitem a analogia, como sucede no domínio do direito penal ou no domínio do direito fiscal (cfr., entre nós, José Lamego, *Elementos de Metodologia Jurídica*, Almedina: Coimbra (2015), 120, após síntese interessante – para a qual remetemos – da doutrina sobre o tema das regras de fecho). Por outro lado, acompanha-se a abertura de Miguel Teixeira de Sousa, *Introdução ao Direito*, Almedina: Coimbra (2012), 233, ao admitir que «*teoricamente, o legislador pode fechar qualquer sistema. Para isso, basta que exclua a aplicação do sistema aos casos não previstos*» (393), e também o reconhecimento, por Pedro Moniz Lopes, *Implicações da genericidade na (in)consistência e na (in) completude dos sistemas jurídicos*, in *Estudos de Teoria do Direito – Vol. I*, AAFDL: Lisboa (2018), 138, de que as «*normas de clausura não são património exclusivo dos sub-sistemas de direito penal*». O artigo 3.º do RJSPE não comporta, porém, neste sentido lógico ou conceptual, uma regra de fecho ou de clausura, mas o seu inverso: não contém uma regra que *exclui* a aplicação analógica das regras do RJSPE a casos omissos, mas antes uma regra que *impõe* a aplicação das regras do RJSPE a casos análogos – embora não a todos os casos potencialmente análogos, só àqueles que contenham as similitudes relevantes para essa analogia enunciadas no artigo 3.º do RJSPE (e que são (i) a organização empresarial, (ii) a criação, constituição ou detenção por qualquer entidade administrativa ou empresarial pública, e (iii) o exercício, direto ou indireto, de influência dominante). A referência, feita em texto, ao “fecho do sistema”, não aspira, por isso, à tecnicidade do sentido inerente a uma “regra de fecho”, sendo antes a expressão dos efeitos práticos associados a uma regra com este teor e alcance: ao submeter ao regime do RJSPE realidades análogas às empresas públicas referidas no artigo 5.º, n.º 1, do RJSPE, fazendo-o de uma forma tão alargada (exigindo, como similitudes relevantes, aquelas que correspondem às características essenciais que possibilitam, num juízo valorativo abstrato, a analogia), pouco – ou nada – ficará por regular. Perspetiva diferente, e que não se afasta, é a de o artigo 3.º do RJSPE ser definidor do limiar de relevância da analogia e, com isso, conformar uma regra de fecho implícita ou de sinal contrário (o “princípio negativo” introduzido por Ernst Zitelmann, *Lücken im Recht*, Duncker & Humblot: Leipzig (1903), 19): tal significaria que é possível extrair do

Este artigo contém uma regra de remissão: assenta numa analogia entre duas situações distintas – as empresas públicas referidas no artigo 5.º, n.º 1, do RJSPE, e as entidades com outra forma jurídica sobre as quais o Estado exerça influência dominante – para aplicar a uma das situações um regime existente e aplicável à outra situação. Tal como é próprio das regras de remissão, as situações aqui descritas são análogas, e não iguais¹¹.

9. Trata-se de solução inovadora¹², o que revela que, até então, não havendo norma genérica de extensão do regime às realidades similares às integrantes do setor público empresarial, dois cenários

teor do artigo 3.º do RJSPE (devidamente conjugado com as normas delimitadoras do setor público empresarial constantes dos artigos 2.º e 5.º do RJSPE) que aquilo que esse artigo não regula (ou seja, os casos que não tenham as características essenciais nele referidas) é regulado por uma regra de sentido contrário que veda a aplicação analógica do regime do RJSPE a situações que não reúnem essas características essenciais.

¹¹ Cfr. Miguel Teixeira de Sousa, *Introdução ao Direito*, cit., 233.

¹² Esta extensão do âmbito de aplicação por via de disposição legal específica não constava do regime anterior. Neste sentido, o artigo 3.º do RJSPE é uma novidade introduzida pelo RJSPE. Deixando claro que o Decreto-Lei n.º 558/99, de 17 de dezembro, não era aplicável a entidades não integradas no perímetro do setor público empresarial, conforme legalmente definido, afirmava, quanto a esse diploma, Luís Cabral de Moncada, *Direito Económico*, 5.ª ed., Coimbra Editora: Coimbra (2007), 362, que «o conceito de empresa pública, à face do novo regime, é menos amplo do que o europeu, pois que abrange, para além das referidas entidades públicas empresariais, apenas as empresas constituídas sob a forma de sociedade comercial [...], ao passo que o direito europeu abrange empresas constituídas sob qualquer outra forma jurídica». E por isso, a propósito do regime anterior, se apontava para a ausência dessa extensão – identificando essa ausência, cfr. Tânia Cardoso Simões, *Empresa pública e setor empresarial do Estado*, in *Estudos sobre o novo regime do sector empresarial do Estado* (org. Eduardo Paz Ferreira), Almedina: Coimbra (2000), 210-211; Rui Guerra da Fonseca, *Autonomia estatutária da empresas públicas e descentralização administrativa*, Almedina: Coimbra (2005), 127. Em sentido diverso, defende Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa*, cit., 402, que esta extensão do RJSPE não introduz «nada de novo»; a Autora sustenta esta conclusão na ideia de que «já o Decreto-Lei n.º 558/99 [era] subsidiariamente aplicável, nos termos do n.º 1 do artigo 7.º, às empresas dos setores públicos empresariais local e regional». Julgamos, todavia, que nestas considerações da Autora se evidencia uma confusão entre o alargamento do âmbito setorial promovido pelo RJSPE a estas entidades locais e regionais (que, em rigor, já resultaria, nos termos descritos, do regime anterior) e o alargamento do âmbito subjetivo de aplicação do RJSPE ao abrigo do seu artigo 3.º. Para uma distinção entre os planos

seriam equacionáveis: ou a ausência dessa norma indiciava a desnecessidade da mesma, por essas realidades similares não reclamarem essa regulamentação (caso em que essa ausência de regulação não punha a descoberto uma incompletude do sistema), ou a ausência dessa norma veio evidenciar as dificuldades inerentes a uma incompletude do sistema, tornando-se premente a introdução, no novo regime, de uma norma que estabelecesse essa extensão, de forma a que, por imperativos de igualdade (artigo 13.º, n.º 1, da Constituição), se passasse a tratar de forma igual casos análogos aos regulados, sem onerar o intérprete-aplicador com a tarefa – particularmente desafiante no direito administrativo – de deteção e integração de lacunas.

Independentemente do cenário implicado na opção do legislador do RJSPE – a qual não cabe aqui discutir –, importa ter presente que esta opção não terá sido alheia ao contexto financeiro e económico de então. O RJSPE, por um lado, é o resultado do cumprimento das recomendações decorrentes do Memorando de Entendimento celebrado com a *Troika*¹³, por outro lado, integrou-se num movimento reformista mais amplo do setor público empresarial em que – quase paradoxalmente – se assistiu a um processo de privatização de mais empresas ou de alguns dos seus ramos de atividade e, ao mesmo tempo, a um reforço do dirigismo e intervenção das autoridades públicas na gestão das entidades em relação às quais o Estado ou entidades públicas tinham (ou mantiveram) uma influência dominante¹⁴.

de *alargamento de âmbito setorial* e de *alargamento do âmbito subjetivo*, remetemos para Maria Eduarda Azevedo, *Temas de Direito da Economia*, cit., 129.

¹³ Cfr., em particular, pontos 3.26 a 3.30 do Memorando de Entendimento sobre as Condiionalidades de Política Económica (“MoU”), celebrado entre Portugal e a *Troika* (na versão de 17 de maio de 2011).

¹⁴ Cfr. Eduardo Paz Ferreira/Ana Perestrelo de Oliveira/ Miguel Sousa Ferro, *O setor empresarial do Estado após a crise: reflexões sobre o Decreto-Lei n.º 133/2013*, RDS 3 (2013), 475-476. Acabam por afirmar os Autores que *«talvez não exista uma verdadeira contradição entre as duas tendências. Poderá entender-se que a primeira nasce mais da necessidade de obtenção de fontes de receita extraordinária para o Estado, para fazer face ao défice no curto prazo»*, enquanto a segunda nasce de exigências, sobretudo externas, no sentido de controlar as contas públicas e facilitar a responsabilização dos decisores. Por isso, *«nesta*

Os dados positivos referidos são inequívocos em expor a vocação expansiva do RJSPE no que respeita à sua aplicabilidade a entidades ou realidades que, até à sua entrada em vigor, poderiam estar à margem dessa regulação¹⁵. Para outros fóruns – que não o do intérprete-aplicador – ficarão as críticas que se podem dirigir a esta visão maximalista do RJSPE, desde logo, por ser apta a pôr em crise a autonomia e eficiência na gestão destes “novos sujeitos” (agora inequivocamente sujeitos a um regime que introduz exigências adicionais face ao regime-base a que se encontram sujeitos), bem como a distorcer as condições de igualdade e de concorrência entre estes operadores económicos e os operadores económicos não sujeitos ao RJSPE¹⁶.

2.2. Fundos de investimento como «organizações empresariais»

10. A remissão operada pelo artigo 3.º do RJSPE – a qual, como visto, tem na sua base uma analogia entre uma situação regulada (as empresas públicas referidas no n.º 1 do artigo 5.º do RJSPE) e uma situação primariamente não regulada –, apenas atua se a situação não regulada apresentar as seguintes características: (i) estar em

ótica, ambas tendências são “filhas” da crise. O que não pode deixar de suscitar questões quanto à utilidade e sapiência destas inversões de política do Estado, a médio-longo prazo».

Com desenvolvimentos sobre a revisão do setor público empresarial no quadro do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro, cfr. também Maria Eduarda, *Temas de Direito da Economia*, cit., 126 e ss.; e Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa*, cit., 412 e ss. Esta última Autora considera que, apesar de enquadrado pelo compromisso assumido pelo Estado Português no Memorando de Entendimento, o RJSPE, mais do que fruto de uma conjuntura, procura acomodar a proteção do Estado, enquanto sócio, e do interesse público, enquanto *stakeholder*, como resposta aos principais riscos, problemas e desafios oriundos do *corporate governance* das entidades sujeitas ao RJSPE (405).

¹⁵ Não se ignora, porém, no confronto entre o âmbito de aplicação do RJSPE e a respetiva autorização parlamentar concedida pela Lei n.º 18/2013, de 18 de fevereiro, que esta autorização é omissa relativamente à possibilidade de extensão desse regime a entidades análogas às empresas públicas referidas no artigo 5.º, n.º 1, do RJSPE.

¹⁶ Com críticas diversas, Eduardo Paz Ferreira/Ana Perestrelo de Oliveira/Miguel Sousa Ferro, cit., *O setor empresarial do Estado após a crise*, cit., 478 e ss.

causa uma organização empresarial, independentemente da forma jurídica que assuma; (ii) criada, constituída ou detida por qualquer entidade administrativa ou empresarial pública; e (iii) que sobre ela exerçam, direta ou indiretamente, uma influência dominante.

Há, em abstrato, uma comunhão total de qualidades entre a situação primariamente não regulada que reúna estas três características e as empresas públicas referidas no n.º 1 do artigo 5.º do RJSPE. Esta comunhão não permite concluir, porém, pela igualdade das situações: se quanto às propriedades (ii) e (iii) a similitude é total, quanto à propriedade (i) evidencia-se a dissimilitude que é fruto da especialidade das empresas públicas referidas no n.º 1 do artigo 5.º do RJSPE: estas são um subtipo de *organização empresarial* – porque constituídas sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada nos termos da lei comercial – e as organizações empresariais a que alude o artigo 3.º do RJSPE compreendem outras organizações que revistam outra forma jurídica. A dissimilitude detetada reside, assim, na relação entre o tipo (descrito no artigo 3.º do RJSPE) e o subtipo (descrito no artigo 5.º, n.º 1, do RJSPE)¹⁷. Mas é uma dissimilitude unidirecional: perspetivada do subtipo – o caso regulado –, não há dissimilitude a apontar, pois todas as propriedades dessas empresas públicas se contêm na descrição do tipo plasmado no artigo 3.º do RJSPE; perspetivada do tipo – o caso primariamente não regulado –, os elementos aí descritos admitem outros subtipos (por exemplo, uma organização empresarial que seja uma associação)¹⁸.

¹⁷ No sentido de que o pensamento analógico implica um raciocínio tipológico, cfr. Arthur Kaufmann, *Filosofia do Direito*, 4.ª ed. (trad. António Ulisses Cortês), FCG: Lisboa (2010), 170. Por seu turno, sobre o processo analógico desenvolvido na relação do tipo com os subtipos, cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, *Contratos atípicos*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2009), 67, 87 e ss.

¹⁸ Não se justifica, porém, no confronto entre o artigo 3.º e o artigo 5.º, n.º 1, do RJSPE, falar de um conflito de regras resolvido pela prevalência da regra especial sobre a regra geral: o conflito não existe, pois o regime aplicável é o mesmo. A particularidade detetada neste confronto reside no facto de estarmos perante uma regra remissiva que institui uma relação de tipo-subtipo e que generaliza o regime aplicável ao subtipo.

11. Voltemos ao problema objeto deste estudo. Do que se afirma nos pontos anteriores não resulta que a tarefa do intérprete-aplicador na resolução do problema em análise consista na deteção de lacunas do RJSPE e respetiva integração, com recurso a um raciocínio analógico. O que atrás se afirmou tem apenas como propósito a explicação do contexto e das razões que subjazem à norma remissiva plasmada no artigo 3.º do RJSPE. Estando em causa fundos de investimento (fundos de capital de risco) constituídos ao abrigo do direito privado em relação aos quais o Estado exerce influência dominante (nos termos do artigo 9.º do RJSPE), a questão reduz-se à tarefa interpretativa de saber se estes são «organizações empresariais» que se subsumam à previsão da norma contida no artigo 3.º do RJSPE.

É irrelevante, para estes efeitos, se a dita organização tem ou não personalidade jurídica: a letra da lei é, nesse sentido, inequívoca, ao referir «*independentemente da forma jurídica que assumam*». O facto de os fundos de investimento – incluindo os fundos de capital risco – serem desprovidos de personalidade jurídica não é, por isso, um obstáculo à compreensão destes no conceito de «organização empresarial»¹⁹. A desnecessidade de subjetividade jurí-

¹⁹ Poder-se-ia ensaiar uma via de exclusão da aplicação do RJSPE às operações de reestruturação de fundos de investimento com a invocação da aplicação do artigo 14.º, n.º 6, do RJSPE – o qual determina que «*o disposto no presente decreto-lei não prejudica a aplicabilidade, às empresas públicas que tenham natureza de instituições de crédito, sociedades financeiras ou empresas de investimento, das disposições especialmente aplicáveis a esse tipo de entidades, as quais prevalecem em caso de conflito*». Este entendimento apoiar-se-ia na ideia de que, sendo a entidade gestora dos fundos de investimento uma empresa de investimento (com personalidade jurídica), então, operaria a norma de prevalência contida no preceito citado. Mas este artigo – que não leva *tout court* a uma exclusão da aplicação do RJSPE – não fornece, só por si, um ponto de apoio útil para a resolução da questão que nos ocupa. Por um lado, porque não é certo que as entidades gestoras de fundos de investimento possam ser formalmente qualificadas de «empresas de investimento» – desde logo, não integram o elenco de entidades constante do artigo 4.º-A, n.º 1, do RGICSF, sendo necessário aferir dessa qualificação perante disposição normativa específica, ao abrigo do disposto na alínea g) desse número. Por outro, porque a entidade gestora – a única que, em abstrato, poderia beneficiar desta “isenção” circunstanciada de aplicação do RJSPE, não se confunde com os fundos por si geridos: a influência dominante do Estado é exercida sobre os fundos, na sua qualidade de participante (se a participação for direta), e não sobre a entidade gestora.

dica da empresa tem sido defendida e é hoje entendimento estabilizado²⁰. Uma razão mais forte depõe no sentido da irrelevância da personificação destas «organizações empresariais»: a extensão do RJSPE a estas organizações determina um – muito reclamado – alinhamento do direito nacional com o Direito da União Europeia, cuja discrepância foi profusamente apontada²¹. O conceito de «empresa pública» no Direito da União Europeia dispensa a personalização destas, sendo construído através da mobilização de um critério funcional, firmado na influência dominante que o Estado ou outras entidades públicas estaduais podem exercer sobre a sua gestão (o *critério material de controlo efetivo da gestão*²²)²³. Essa dispensa – que torna a noção europeia de «empresa pública» muito vasta – justifica-se pela necessidade de cobrir com uma amplitude

²⁰ Cfr., por todos, Jorge Coutinho de Abreu, *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, Almedina: Coimbra (1999), 202-203.

²¹ Desenvolvendo os termos em que, ao abrigo do regime anterior, a noção nacional ficou aquém da noção europeia de «empresa pública», cfr. Sofia Tomé D'Alte, *A nova configuração do sector empresarial do Estado e a empresarialização dos serviços públicos*, Almedina: Coimbra (2007) 280 e ss.

²² A expressão é de Maria Eduarda, *Temas de Direito da Economia*, cit., 102. O critério funcional da noção europeia de «empresa pública» é amplamente aceite na nossa doutrina, o que torna inútil uma enunciação dos estudos que o apontam. Cingimo-nos, por isso, à referenciação não exaustiva de estudos que versam sobre o RJSPE e que, reconhecendo as diferenças face ao regime anterior, aludem a este critério: António Carlos dos Santos/Maria Eduarda Gonçalves/Maria Manuel Leitão Marques, *Direito Económico*, cit., 183; Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa*, cit., 416-417; Francisco Paes Marques, *As empresas públicas*, cit., 826-827; Nuno Cunha Rodrigues, *Regime jurídico das empresas públicas*, cit., 308-309; J. M. Sérvulo Correia/Francisco Paes Marques, *Noções de Direito Administrativo*, cit., 460.

²³ Apela-se à definição de «empresa pública» constante do artigo 2.º da Diretiva n.º 80/723/CEE, de 25 de junho de 1980 (diploma por diversas vezes alterado e já revogado), relativa à transparência das relações financeiras entre o Estado e as empresas públicas: «qualquer empresa em que os poderes públicos possam exercer, direta ou indiretamente, uma influência dominante em consequência da propriedade, da participação financeira ou das regras que a disciplinem». Para lá do âmbito da Diretiva, esta definição tem sido amplamente usada na jurisprudência da União (com indicações jurisprudenciais, cfr. Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa*, cit., 416, nt. 975) e serviu para influenciar o ordenamento jurídico dos Estados-membros, pressionados a uma harmonização do regime interno com o modelo de empresa pública que se afirmava no espaço europeu.

máxima uma miríade de entidades de diversa natureza, com ou sem personalidade jurídica, suscetíveis de se encontrarem sob o domínio, influência ou dependência das autoridades públicas de cada Estado-membro²⁴ – e que, regra geral, são o fruto de uma opção organizativa do Estado fundada na liberdade de conformação jurídica do seu setor empresarial, opção essa apenas condicionada pelo interesse público, o qual constitui fundamento, limite e critério de qualquer atuação empresarial do Estado²⁵. É à luz desta justificação que se explicam entendimentos de *jure condendo*, apresentados na vigência do Decreto-Lei n.º 558/99, de 17 de dezembro, no sentido de corrigir as discrepâncias entre a noção nacional e a noção europeia de «empresa pública», correção a ancorar na supressão da personalidade jurídica como característica essencial da empresa pública²⁶.

12. O alinhamento do direito nacional com o Direito da União Europeia promovido pelo artigo 3.º do RJSPE não se traduz na qualificação, como empresa pública, de entidades ou realidades desprovidas de personalidade jurídica. Esse dado ressalta evidente, em particular, do disposto no n.º 1 do artigo 5.º do RJSPE, em que se exige a personificação destas empresas sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada constituída ao abrigo e nos termos da lei comercial. Esse alinhamento dá-se antes por via de uma equiparação das entidades ou realidades desprovidas de personalidade jurídica sobre as quais o Estado exerça influência dominante às empresas públicas – não sendo, por isso, as entidades objeto de equiparação suscetíveis de serem qualificadas como «empresa pública». O que nos permite distinguir, na esteira de alguma doutrina, uma noção formal e uma noção material de empresa pública²⁷. Esta última corresponde justamente às entidades e realidades equipara-

²⁴ Assim, Francisco Paes Marques, *As empresas públicas*, cit., 826.

²⁵ Seguimos de perto o entendimento de Paulo Otero, *Vinculação e liberdade de conformação jurídica do setor empresarial do Estado*, Coimbra Editora: Coimbra (1998), 217.

²⁶ Cfr., por todos, Rui Guerra da Fonseca, *Autonomia estatutária da empresas públicas e descentralização administrativa*, cit., 126-127.

²⁷ Cfr. Pedro Costa Gonçalves, *Manual de Direito Administrativo*, 786. Também assim, mas ancorando o sentido material de empresa pública na noção fornecida pelo Direito da União

das à empresa pública em sentido formal, sem que assumam essa qualificação. Nessa equiparação, como visto, assente a presença da influência dominante estadual, o que releva é o substrato empresarial que a entidade ou realidade candidata à equiparação apresenta, e não a forma jurídica que reveste²⁸.

13. O substrato empresarial, extraído da noção de «organização empresarial» utilizada pelo artigo 3.º do RJSPE, baseia-se no conceito de «empresa»²⁹. A «empresa» é conceito amplamente utilizado diversos em diplomas legais, muitas vezes para estabelecer o âmbito subjetivo de aplicação de determinados regimes³⁰. Não raras vezes, com diferentes significados³¹. O que também contribui para a falência de uma dimensão dogmática da empresa enquanto pedra angular do Direito comercial³². A noção de empresa, para ser tecnicamente operativa, carece de ser analisada à luz dos concretos dados

Europeia, sem concretizações à luz do artigo 3.º do RJSPE, cfr. António Carlos dos Santos/Maria Eduarda Gonçalves/Maria Manuel Leitão Marques, *Direito Económico*, cit., 183.

²⁸ Cfr. Pedro Costa Gonçalves, *Manual de Direito Administrativo*, 786.

²⁹ Afirma Francisco Paes Marques, “As empresas públicas”, cit., 840, que «a organização empresarial, a que o RJSPE várias vezes se refere, nada mais é do que uma empresa, com todas as dificuldades que a respectiva noção suscita, quer do ponto de vista económico, quer, sobretudo, do ponto de vista jurídico». Mais afirma, atendendo ao artigo 5.º do RJSPE, que «o termo “organização empresarial” em vez de “empresa” parece apenas servir para não cair no vício tautológico de definir um conceito através de um termo idêntico» – justificação que consideramos proceder também para a utilização do termo no artigo 3.º do RJSPE.

³⁰ Exemplificativamente, pense-se na utilização da noção de «empresa» para distinguir, no plano pré-insolvencial, o âmbito subjetivo do regime do PER (devedores empresários) do regime do PEAP (devedores não empresários) – sobre a noção de empresa nessa distinção, veja-se Ana Alves Leal/Cláudia Trindade, *O processo especial para acordo de pagamento (PEAP): o novo regime pré-insolvencial para devedores não empresários*, RDS 1 (2017), 75 e ss.

³¹ Circunstância bem sintetizada por António Menezes Cordeiro, *Direito Comercial*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2016), 293: «a expressão “empresa” apresenta uma utilização avassaladora, em diversos setores normativos. A moderna legislação comercial, económica, fiscal, do trabalho e processual recorre a ela de modo contínuo. Também a linguagem corrente usa “empresa” em termos de grande amplitude».

³² Negando viabilidade a estas “tentativas”, *idem*, 295.

positivos³³ – os quais englobam figuras tão díspares que dificultam a formulação de um conceito geral de empresa³⁴. Diversamente do que sucede noutros regimes³⁵, o RJSPE não fornece uma definição estipulativa de «empresa» ou «organização empresarial» para efeitos da delimitação do seu âmbito de aplicação. Não valerá, para estes efeitos, a definição de empresa pública plasmada no artigo 5.º do RJSPE: a referência a «organização empresarial» no artigo 3.º do RJSPE como ponto nevrálgico de extensão do regime impõe, por necessidade lógica, que a noção de empresa, nestes enunciados normativos, não seja totalmente coincidente. Também não valerá fazer desaguar a «empresa» no conceito de «pessoa coletiva», aí se diluindo: ainda que partilhem a nota organizativa (organização de meios), nem todas as pessoas coletivas são empresas (pense-se numa pessoa coletiva sem atividade produtiva) e nem todas as empresas são pessoas coletivas (quando naquelas não existe a manifestação de uma imputação)³⁶.

14. Na ausência de uma definição, não será de acolher aprioristicamente uma noção de empresa decantada a conceito geral. Nem se justifica partir da distinção clássica do Direito comercial entre empresa em sentido objetivo (atividade) e empresa em sen-

³³ Reportando-se à inviabilidade de um conceito de empresa *in genere* dada a heterogeneidade de setores envolvidos, mas afirmando que isso não significa que o estudo de cada uma das espécies empresariais caiba exclusivamente às disciplinas que delas tratam, havendo espaço para um Direito das empresas e para a construção de um conceito operativo, em sentido objetivo, de empresa, cfr. Jorge Coutinho de Abreu, *Da empresarialidade*. cit., 306-308.

³⁴ Sobre as dificuldades dessa generalização, cfr. Karsten Schmidt, *Handelsrecht*, 6. Auflage, Carl Heymanns Verlag: Köln (2014), § 3.

³⁵ Como sucede, por exemplo, no artigo 5.º do CIRE ou no artigo 3.º da Lei da Concorrência (Lei n.º 19/2012, de 8 de maio). Neste último caso, a nota funcional que conforma a noção de «empresa» no Direito da concorrência, a par da sua não formalidade e abrangência (cfr. AAVV, *Lei da Concorrência Anotada* (coord. Carlos Botelho Moniz), Almedina: Coimbra (2016), 31 e ss.) tornam-na prestável para o fornecimento de critérios de densificação normativa da noção de «organização empresarial» plasmada no artigo 3.º do RJSPE.

³⁶ Afirma Diogo Costa Gonçalves, *Pessoa coletiva e sociedades comerciais*, Almedina: Coimbra (2016), 900, que mesmo na presença dos fatores de personificação *pessoa-organização* e *pessoa-responsabilidade*, a ausência do fator *pessoa-imputação* impede que se conclua pela personificação.

tido subjetivo (sujeito). A empresa é, antes de tudo, um expediente comunicativo. A partir daí, apuram-se diversos sentidos possíveis de «empresa» no discurso jurídico, mas todos comungam de uma dimensão sistemática: a empresa é, ao mesmo tempo, *instrumento* e *modo* de atuação no tráfego jurídico, composta por um conjunto de elementos interdependentes, que se relacionam entre si e que, por isso, possibilitam sublimar uma *unidade compósita* que excede uma simples aglomeração dos seus elementos e que mantém a sua individualidade no seio de outro sistema mais amplo. No centro deste sistema-empresa encontram-se dois elementos essenciais: a *estrutura e organização de meios* (que não reclama necessariamente uma orgânica própria) e a *atividade produtiva* (a oferta de bens ou serviços realizada num determinado mercado). Periféricamente, e com graus de intensidade diversos, encontramos a *estabilidade* e a *autonomia*. O elemento de estabilidade conhece uma vertente interna (a prática reiterada da atividade) e uma vertente externa (a projeção dessa reiteração no comércio jurídico, com a criação de uma aparência de estabilidade). O elemento da autonomia postula um desvio ao regime jurídico comum de satisfação dos credores, apelando geralmente, embora não necessariamente, à existência de um património autónomo. Os elementos essenciais são de verificação necessária; os elementos periféricos são de verificação contingencial, podem revestir intensidades distintas e não têm subjacente qualquer sentido hierarquicamente ordenador. Em abstrato, a apreensão da «empresa» consente, assim, a ausência ou a fraqueza dos elementos periféricos: estes não ditam, só por si, a relação de exclusão ou de pertença de uma organização produtiva à empresa. É neste sentido que, na doutrina portuguesa, encontramos a recondução da empresa a uma «*unidade jurídica fundada na organização de meios que constitui um instrumento de exercício relativamente estável e autónomo de uma produção para troca*»³⁷. Isto não significa que a percepção de lucros ou escopo lucrativo sejam elementos neces-

³⁷ Cfr. Jorge Coutinho de Abreu, *Da empresarialidade*. cit., 304; id., *Curso de Direito Comercial*, I, cit., p. 291.

sários da lógica empresarial (por isso se distingue tradicionalmente entre empresas comerciais e empresas não comerciais)³⁸.

O uso linguístico de «organização empresarial» no artigo 3.º do RJSPE redundante, assim, em parte, numa tautologia. Explica-se possivelmente pela escassez terminológica, ante a necessidade de o legislador conseguir operar de forma eficiente a distinção das realidades contidas no artigo 3.º das «empresas» primariamente reguladas no RJSPE. A nota organizativa acentua, porém, a essencialidade deste elemento nuclear de «empresa».

15. Os fundos de investimento – em particular, os fundos de investimento em capital de risco – correspondem, no sentido acima desenvolvido, a «organização empresarial». Arriscamos, aliás, considerar que a norma de extensão contida no artigo 3.º do RJSPE acabará por abranger, nos dias de hoje, sobretudo figuras como os fundos de investimento – os quais, sendo frequentemente sucedâneos de figurinos societários, poderiam escapar à disciplina do RJSPE justamente por serem desprovidos de subjetividade jurídica³⁹.

16. Analisando, em particular, os fundos de capital de risco, não haverá por que negar, a estes, a natureza de organização empresarial: (i) são uma *unidade jurídica*: não têm personalidade jurídica, mas têm autonomia patrimonial e gozam de personalidade judiciária; acresce que concentram a titularidade de situações jurídicas que integram o seu património, sendo esse património representado por partes de conteúdo idêntico (as unidades de participação) que asseguram aos seus titulares direitos iguais, e as quais poderão ser objeto de relações jurídicas; (ii) são uma *organização de meios*: num fundo de capital de risco, é indispu-

³⁸ Cfr. Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, I, cit., 290.

³⁹ Muitas vezes, a escolha pela forma societária ou pelo fundo de investimento é meramente contingencial: basta ter presente o RGOIC ou o RJCR para se perceber que, nestes regimes, aos particulares é atribuída a faculdade de prosseguirem o investimento tanto pela forma contratual de fundo de investimento como pela forma societária (cfr., exemplificativamente, o disposto no artigo 5.º do RGOIC).

tável a existência de uma estrutura composta por pessoas e bens, necessária ou conveniente à prossecução da atividade do fundo; de forma mais evidente, basta que se considere a estrutura orgânica própria do fundo (composta, na sua base, pela assembleia de participantes e pela entidade gestora), as regras próprias dessa organização (plasmadas no regulamento de gestão e, em particular, na política de investimento), assim como a exigência legal de um *iter* procedimental próprio para a constituição de um fundo; (iii) há *estabilidade da atividade*: os fundos são constituídos por um período de tempo limitado, durante o qual a entidade gestora administrará o património do fundo, por conta dos participantes e no exclusivo interesse destes (artigo 3.º, n.º 1, do RJCR); esta ideia não é derrubada pelo facto de, em concreto, poder ocorrer a extinção do fundo antes do período projetado, ou ser prorrogada a sua duração; (iv) há *autonomia patrimonial* (artigo 15.º, n.º 1, do RJCR) e *decisória* (a entidade gestora toma as decisões de administração do património do fundo, por conta dos participantes e no exclusivo interesse destes); (v) há uma *atividade produtiva*: o património dos fundos de capital de risco está funcionalizado ao investimento em capital de risco, ou seja, à «*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*» (artigo 3.º, n.º 1, do RJCR). Esclareça-se que, normalmente, a valorização pretendida do património destes fundos não resulta da distribuição de dividendos das sociedades participadas aos fundos, mas antes da mais-valia obtida, no período de desinvestimento, com a alienação dessas participações.

17. Os fundos de investimento – em particular, os fundos de capital de risco – podem ser considerados «organizações empresariais» para efeitos da subsunção à norma de extensão contida no artigo 3.º do RJSPE. Desta forma, os fundos de investimento constituídos ao abrigo do direito privado e em relação aos quais o Estado exerça influência dominante *não integram o setor público empresarial, mas estão sujeitos ao regime aplicável às empresas públicas vertido no RJSPE.*

Questão valorativamente semelhante foi apreciada, em 2017, pelo Tribunal Constitucional: este tribunal foi chamado a pronunciar-se a propósito da integração de uma associação de direito privado sobre a qual o Estado exercia influência dominante no âmbito de aplicação subjetivo do RJSPE⁴⁰, ao abrigo do disposto no artigo 3.º desse regime. Muito sucintamente, em causa estava a aplicação, aos membros do conselho de administração da associação, de deveres cominados aos gestores públicos, designadamente, do dever de apresentação da declaração de património, rendimentos e cargos sociais previsto no artigo 1.º da Lei n.º 4/83, de 2 de abril (Controle Público da Riqueza dos Titulares de Cargos Políticos). O estatuto de gestor público é aplicável aos membros dos órgãos de gestão ou administração das empresas públicas – e o que se questionava era se, equiparando-se a associação a uma empresa pública, esse estatuto também lhes seria aplicável.

O Tribunal Constitucional, partindo de uma análise do artigo 3.º do RJSPE e das finalidades imputadas a essa norma de remissão, enfatizou a irrelevância dos requisitos da forma jurídica da organização empresarial para efeitos da sua sujeição ao RJSPE e o critério nevrálgico do exercício de atividade pública empresarial. Concluiu depois que a associação, apesar da ausência de escopo lucrativo e do estatuto de utilidade pública administrativa de que gozava, atendendo ao tipo de atividade prosseguida, tinha substrato empresarial. Para a identificação desse substrato, foram mobilizados os seguintes critérios: (i) a capacidade para gerar receitas no exercício da sua atividade, e (ii) a suscetibilidade de, face à sua estrutura organizativa, concorrer em regime de igualdade com outras empresas a concursos públicos. Com isto, decidiu o Tribunal Constitucional que a associação em causa era uma empresa em sentido material, sujeita ao bloco normativo do RJSPE.

⁴⁰ Cfr. Acórdão n.º 785/2017 do TC, Proc. n.º 795/2016 (Plenário), de 21-nov.-2017, disponível em www.tribunalconstitucional.pt.

18. Esta conclusão não fica necessariamente prejudicada pelo fragmento textual por que principia o artigo 3.º do RJSPE. Diz-se aí que o RJSPE será estendido às «organizações empresariais» que reúnam as características essenciais elencadas nesse preceito, mas «*sem prejuízo do regime jurídico especificamente aplicável*». A relação de prejudicialidade que este enunciado vem estabelecer não permite que se conclua que o RJSPE não será aplicável (ou que não será extensível) quando exista um regime próprio que regule essas organizações empresariais (no caso, primariamente, o RJCR ou, em geral, o RGOIC). Daí extrai-se antes, em primeira linha, uma ideia de co-vigência dos dois regimes: os fundos de investimento são regulados pelo seu regime próprio, de direito privado, e pelo RJSPE. Poder-se-á questionar se, para além disto, esta parte inicial do artigo 3.º vem fornecer um critério de colisão, em caso de conflito entre uma norma contida no regime próprio do fundo de investimento e uma norma compreendida no RJSPE. Distinguindo-se da forma pronunciada como se estabelece a relação de prevalência na norma de colisão contida no artigo 14.º, n.º 6, do RJSPE, e não procedendo, no artigo 3.º do RJSPE, as valorações concitadas pelo tipo de entidades enumeradas no artigo 14.º, n.º 6, do RJSPE (instituições de crédito, sociedades financeiras ou empresas de investimento) e que estão na base da prevalência das disposições do regime específico destas entidades, dificulta-se a conclusão no sentido da prevalência das normas compreendidas «*no regime jurídico especificamente aplicável*». Pelo contrário, na equiparação estabelecida no artigo 3.º do RJSPE, a remissão em bloco para o regime das empresas públicas não pode deixar de incluir a aplicação do artigo 14.º, n.º 1, do RJSPE, às entidades equiparadas. Este preceito determina que as empresas públicas se regem pelo direito privado com as especificidades decorrentes do RJSPE – estabelecendo, portanto, em caso de colisão, a prevalência das regras do RJSPE, com a conseqüente derrogação das regras de direito privado colidentes. Este entendimento não reveste, todavia, utilidade para a questão objeto deste estudo, e que se prende com a sujeição das operações de reestruturação dos fundos de investimento às normas do RJSPE conformadoras da função acionista do Estado. E não reveste porque, em abstrato,

não se deteta conflito entre as normas do regime próprio dos fundos de investimento (no caso, o RJCR) e do RJSPE. Explícite-se: equacionando-se a aplicação de normas do RJSPE a operações de reestruturação de fundos de capital de risco das quais resulte, por exemplo, a exigência de autorização governamental, antecedida de parecer prévio da UTAM para essas operações, dir-se-á – ainda que em abstrato – num discurso sobre compatibilidade lógica entre normas, que existe apenas *concorrência normativa*: o mesmo caso – por exemplo, a *constituição de um fundo de capital de risco* preenche a previsão de normas do RJCR que estabelecem o procedimento para essa constituição e a previsão de normas do RJSPE que estabelecem exigências *adicionais* a esse procedimento (autorização governamental e parecer prévio da UTAM). Não se deteta um conflito normativo, pois a aplicação das duas regras (ou dos dois regimes) simultaneamente não gera consequências incompatíveis. Apenas existiria incompatibilidade se fosse impossível aplicar ou cumprir ambas simultaneamente⁴¹, em termos de as consequências jurídicas em causa se excluírem reciprocamente⁴² e de o destinatário das regras pretensamente conflitantes se deparar com um dilema quanto ao comportamento a seguir⁴³. Ora, neste caso, a entidade gestora (ou outro sujeito) que pretenda constituir o fundo de capital de risco não enfrenta nenhum dilema: tem de respeitar o RJCR e tem de respeitar o RJSPE.

Reconhece-se, não obstante, que as *exigências adicionais* decorrentes da aplicação do RJSPE constituem, nos fundos de investimento, quando comparados com as sociedades comerciais, um desvio mais vincado às regras de direito privado que conformam o regime próprio destes. No quadro da distribuição de poderes e competências entre os titulares das participações e o órgão executivo, as competências atribuídas aos participantes de um fundo de

⁴¹ Sobre o requisito da incompatibilidade nos diferentes tipos de antinomias, sintetizamos o problema no estudo de Pierluigi Chiassoni, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Mulino: Bologna (2007), 254 e ss.

⁴² Cfr. Karl Larenz/Claus-Wilhelm Canaris, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 3. Auflage, Springer: Berlin Heidelberg (1995), 87.

⁴³ Cfr. Miguel Teixeira de Sousa, *Introdução ao Direito*, cit. 262-264.

investimento e o papel que lhes é reconhecido não coincidem com as competências atribuídas aos sócios de uma sociedade comercial (em particular, de uma sociedade anónima), o que dificulta a aplicação analógica das regras reguladoras das sociedades comerciais aos fundos de investimento. Neste particular, os poderes dos participantes de ingerência na gestão do fundo são mais limitados do que os poderes de ingerência na gestão de uma sociedade comercial⁴⁴. A prática tem, aliás, testado o impacto deste entendimento numa matéria muito específica: na substituição ou destituição sem justa causa da entidade gestora, ainda que por vontade (unânime) dos participantes, negando-se a aplicação, por via analógica, do regime societário aos fundos de investimento⁴⁵. O entendimento

⁴⁴ Neste sentido, cfr., por todos, o estudo de Maria João Tomé, *Alguns aspectos dos fundos de investimento mobiliário abertos «private»*, in *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira* (coord. Maria de Fátima Ribeiro), Almedina: Coimbra (2007), 132 e ss.

⁴⁵ Sobre o tema, cfr. Pedro Simões Coelho/Orlando Vogler Guiné, *Substituição de entidade gestora de fundos de investimento alternativos*, in *Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida* (coord. Paulo Olavo Cunha), Almedina: Coimbra (2017), 113 e ss.; Ana Nunes Teixeira, *A gestão dos fundos de capital de risco – Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes*, RDS 2018/3, 573. A propósito de um caso semelhante, e pela singularidade do desenvolvimento dado ao tema, veja-se ainda o Ac. TRL de 09-jul.-2014, Proc. 841/13.9TVLSB.L1-7, Graça Amaral, disponível em www.dgsi.pt, em que se decidiu, a propósito da pretensão de destituição sem justa causa da entidade gestora de um fundo de capital de risco, que «a governação deste tipo de património autónomo assenta numa lógica diversa da que se verifica nas sociedades comerciais», equiparando os participantes do fundo a “espetadores” ou “observadores” da atuação da entidade gestora. De acordo com este tribunal, «a gestão do FCR encontra-se confinada a uma entidade gestora, que é dotada de uma plena autonomia ao nível da tomada de decisões sobre a gestão do Fundo, sendo que é sobre ela que impende a iniciativa de despoletar deliberação (em Assembleia) quanto aos aspetos cruciais do destino do Fundo (a redução/reestruturação, prorrogação do prazo da sua duração, liquidação e partilha). Nesta medida, a atuação (independente) mostra-se soberana, sem interferência dos titulares das unidades de participação os quais operam, relativamente ao funcionamento do Fundo, como que espetadores/observadores atentos e bem informados (cabendo-lhes o direito de informação periódica e detalhada sobre a evolução do Fundo – artigo 25.º, n.º1, alínea d) do Regulamento) para que possam exercer o seu escrutínio (deliberações da assembleia) relativamente às matérias que lhes cumpra avaliar». No plano valorativo, identifica o tribunal uma tensão entre os bens em jogo: «o regime de funcionamento do FCR encontra-se, [...] alicerçado em dois pilares – na vontade vinculativa dos Par-

de acordo com o qual a remissão operada pelo artigo 3.º do RJSPE sujeita as organizações empresariais nele previstas a todo o regime do RJSPE poderia esbarrar nesta apontada dissimilitude entre os fundos de investimento e as sociedades comerciais, ao invocar-se que as regras contidas no RJSPE modeladoras da função acionista do Estado – que, *grosso modo*, introduzem mecanismos de controlo do acionista público à atuação do órgão de gestão – estão pensadas para uma ingerência na gestão que o direito societário até possibilitaria com criação de direitos especiais, mas que já não valeria para os fundos de investimento, cujas categorias de unidades de participação são definidas com a mobilização de critérios que não envolvem a perturbação do equilíbrio de forças e do perímetro de competências entre os participantes e a entidade gestora (cfr., por exemplo, o disposto no artigo 23.º, n.º 2, do RJCR). Mas sem razão: por um lado, porque não se exclui que as categorias de unidades de participação possam ser definidas em função de um direito especial ao controlo da gestão (o artigo 8.º, n.º 4, do RGOIC, suporta este entendimento, estabelecendo apenas, como limite, a «*consistência com o perfil de risco e a política de investimento do organismo de investimento coletivo*»); por outro lado, porque, ainda que assim não fosse, a aplicação do RJSPE a fundos de investimento não depende de um desenvolvimento *praeter legem* a cargo do intérprete-aplicador, mas do preenchimento da previsão da norma contida no artigo 3.º do RJSPE.

*participantes e na autonomia dos poderes de gestão da entidade gestora -, que se mostram indispensáveis à prossecução da sua própria finalidade e subsistência: o interesse dos Participantes (enquanto um todo coletivo; não tanto, como expressão de uma maioria) aferido, em última instância, em função da otimização na valorização do capital investido». O interesse dos participantes não fica, porém, cristalizado no momento originário da subscrição das unidades de participação: é um interesse dinâmico, aferível a todo o tempo, mas funcionalizado aos objetivos normativamente cometidos a esse investimento: a valorização dos ativos do fundo e obtenção de mais-valias, em fase de desinvestimento, com a posterior alienação desses ativos. A vontade dos participantes, quando dirigida a objetivos alheios a esta valorização, ainda que modelada por uma expressiva maioria ou unanimidade, não conforma aquele que é o *interesse dos participantes* normativamente relevante (cfr., por exemplo, o artigo 17.º, n.º 4, do RJCR) para parametrizar a licitude da conduta da entidade gestora.*

§ 3.º O segundo problema: a exigência de controlo prévio das operações de reestruturação de fundos de investimento

3.1. Heterogeneidade e generalidades

19. Partindo da conclusão intercalar de acordo com a qual, pela extensão operada pela norma contida no seu artigo 3.º, o RJSPE é aplicável aos fundos de investimento constituídos ao abrigo do direito privado e nos quais o Estado exerce influência dominante, cabe agora, em linhas muito breves, testar esta conclusão e refletir sobre a aplicabilidade das regras do RJSPE conformadoras da função acionista do Estado nas empresas públicas a um conjunto heterogéneo de operações de reestruturação desses fundos de investimento.

20. A multiplicidade de regras conformadoras da função acionista do Estado impossibilita uma análise integrada, neste estudo, de todas essas regras. Merecerão destaque apenas aquelas que são candidatas a regular as operações de reestruturação que se enunciam de seguida – e que gravitam essencialmente em torno dos artigos 10.º (constituição de empresas públicas), 11.º (aquisição e alienação de participações sociais) e 34.º (transformação, fusão ou cisão de empresas públicas) do RJSPE. Nestes preceitos, o poder geral – cometido ao Estado (diretamente através da Direção-Geral do Tesouro ou, indiretamente, por intermédio de sociedades gestoras de participações sociais) – de controlo da gestão das empresas públicas traduz-se essencialmente na exigência de autorização governamental e de parecer prévio da UTAM. Ainda que, devido à circunscrição do objeto deste estudo, fique prejudicada uma visão geral das normas densificadoras deste controlo estadual da gestão das empresas públicas⁴⁶, detemo-nos em dois apontamentos. O pri-

⁴⁶ Para uma descrição e análise desenvolvida das principais formas de controlo e de intervenção do Estado nas empresas públicas, remete-se para Eduardo Paz Ferreira/Ana Perestrelo de Oliveira/Miguel Sousa Ferro, *O setor empresarial do Estado após a crise*, cit., 475

meiro, para explicitar que este poder de controlo não se confunde com o poder de tutela económica e financeira de matriz administrativa; trata-se de um poder que tem sido aparentado a um conjunto de mecanismos reconhecidos pelo direito societário sob a alçada dos direitos especiais atribuídos a algum ou alguns sócios, e que, no contexto do RJSPE, são perspetivados como «*direitos especiais, de natureza pública, atribuídos ao Estado*»⁴⁷. O segundo, para registar a inconsistência de algumas soluções plasmadas no RJSPE: cotejadas a hipóteses em que o RJSPE vem exigir autorização governamental, antecedida ou precedida de parecer da UTAM, revela-se a dificuldade em descortinar uma orientação comum ou linhas de fundo que permitam identificar as razões subjacentes a cada opção do legislador e, assim, justificar essas mesmas opções⁴⁸.

21. Recorde-se a heterogeneidade de operações de reestruturação dos fundos de capital de risco que conforma o caso concreto que está na base deste estudo. Essas operações compreendem atos diversos: redução do capital, aumento do capital, prorrogação da duração de um dos fundos, alteração à política de investimentos, e cisão de um dos fundos (com destaque parcial dos ativos) com vista à constituição de um novo fundo.

22. No que respeita à prorrogação da duração de um fundo de capital de risco (ato regulado no artigo 38.º do RJCR) e a alteração da respetiva política de investimento (ato regulado no artigo 19.º, n.º 3, alínea p), do RJCR), ainda que obedçam a um procedimento separado, com regras específicas e distintas, e derivem de deliberações autonomizadas da assembleia de participantes, ocorrem, em ambos os casos, através de uma alteração ao regulamento de gestão (artigo 20.º do RJCR). A alteração dos estatutos de empresas públicas – aqui reconduzida *mutatis mutandis* à alteração ao regulamento de

e ss.; Juliana Ferraz Coutinho, *O Público e o Privado na Organização Administrativa*, cit., 457 e ss.; Nuno Cunha Rodrigues, *Regime jurídico das empresas públicas*, cit., 324-325.

⁴⁷ Cfr. Maria Eduarda Azevedo, *Temas de Direito da Economia*, cit., 107.

⁴⁸ Com críticas semelhantes, cfr. Eduardo Paz Ferreira/Ana Perestrelo de Oliveira/Miguel Sousa Ferro, *O setor empresarial do Estado após a crise*, cit., 478 e ss.

gestão do fundo – está sujeita a uma regulação própria plasmada no artigo 36.º do RJSPE⁴⁹. Neste caso, o controlo estadual não se dá por via da exigência de autorização governamental e de parecer prévio da UTAM. Exige-se que os projetos de alteração «*sejam devidamente fundamentados e aprovados pelo titular da função acionista*» (aplicável, neste caso, ao Estado ou a entidade administrativa ou empresarial pública que seja titular das unidades de participação). Em rigor, essa fundamentação já decorreria dos deveres inerentes à prestação de informação preparatória da assembleia de participantes – dever esse, neste caso, cominado à entidade gestora do fundo, por ter competência exclusiva para a apresentação de propostas de alteração ao regulamento de gestão (artigo 20.º, n.º 1, do RJCR). A exigência adicional resultante do RJSPE – e que representa um desvio face à maioria deliberativa estabelecida no artigo 20.º, n.º 2, do RJCR (a regra geral é a da «maioria dos votos emitidos») – é introduzida pela necessidade de aprovação do Estado ou entidade administrativa, caso em que a alteração estatutária está condicionada ao *voto favorável* deste. Note-se, porém, que em causa estão entidades sobre as quais o Estado exerce influência dominante: resultando esta influência, no seu figurino mais frequente (mas não exclusivo), da detenção de uma participação superior à maioria do capital (alínea a) do n.º 1 do artigo 9.º do RJSPE) ou da disposição da maioria dos direitos de voto (alínea b) do n.º 1 do artigo 9.º do RJSPE), o condicionamento da alteração do regulamento de gestão ao voto favorável do Estado ou da entidade administrativa ou empresarial pública que seja titular das unidades de participação já seria uma decorrência do normal funcionamento das regras de direito privado disciplinadoras dessa alteração ao regulamento de gestão.

⁴⁹ Sobre as justificações para esta intervenção do Estado e seu confronto numa ponderação judicativa com a autonomia estatutária das empresas públicas, tanto num momento nomogénico, como num momento superveniente, ainda que ao abrigo do regime anterior, cfr. Rui Guerra da Fonseca, *Autonomia estatutária da empresas públicas e descentralização administrativa*, cit., p. 189.

23. A cisão de um fundo de capital de risco sobre o qual o Estado exerça influência dominante é disciplinada pelas regras contidas no respetivo regulamento de gestão (com o conteúdo que, a essa data, vigore), no RJCR (designadamente, no seu artigo 41.º) e no Regulamento n.º 3/2015, da CMVM (artigo 19.º). É solução que decorre expressamente do artigo 34.º, n.º 1, do RJSPE (aplicável por remissão do artigo 3.º do RJSPE). A operação de cisão (tal como a transformação e a fusão) não carece, regra geral, de parecer prévio da UTAM com a subsequente autorização governamental: só nos casos previstos no n.º 2 do artigo 34.º do RJSPE (capital próprio negativo durante um período de três exercícios económicos consecutivos) são aplicáveis essas exigências (artigo 34.º, n.º 3, do RJSPE).

24. A constituição de um fundo de capital de risco obedece às regras do RJCR (em particular, aos artigos 27.º e ss. desse diploma). No domínio do RJSPE, aplicar-se-á o artigo 10.º (por remissão do artigo 3.º, ambos do RJSPE), caso o fundo a constituir seja «*criado, constituído ou detido por qualquer entidade administrativa ou empresarial pública [que sobre ele] exerçam, direta ou indiretamente, uma influência dominante*». Nessa hipótese – porque está em causa o exercício da liberdade de conformação da organização empresarial do Estado, particularmente condicionada pelo interesse público –, determina o artigo 10.º, n.º 1, do RJSPE, que essa constituição depende de autorização dos membros do Governo responsáveis pelas áreas das finanças e do respetivo sector de atividade, antecedida de parecer da UTAM (não vinculativo). Poder-se-á questionar se, sendo o fundo constituído na sequência de uma cisão (simples) de um outro fundo de capital de risco no qual o Estado é participante e exerce influência dominante, poderão ser dispensadas as exigências plasmadas no artigo 10.º do RJSPE atinentes a essa constituição – invocando-se, para tal, que essa constituição seria um mero efeito da cisão (cujo procedimento seria, no plano do RJSPE, exclusivamente determinado pelo artigo 34.º, n.º 1). Ainda que se reconheça que a cisão parcial de um fundo não comporta qualquer efeito extintivo, que no fundo a constituir por efeito da cisão não se alterará o peso relativo dos participantes (receberão unidades de participação na mesma proporção que lhes caiba no

fundo cindido) e que este, representado pela sua entidade gestora, «mantém os deveres legais que resultavam da carteira de investimentos dos fundos de capital de risco [...] cindido» (artigo 41.º, n.º 2, do RJCR) – ocorrendo uma multiplicação de centros de imputação (mas não de imputações)⁵⁰ –, não será de admitir essa dispensa. Explicitemos: a constituição de um novo fundo pode ser um efeito automático da deliberação de cisão simples e, em rigor, a constituição de um novo fundo na sequência da cisão não é dogmaticamente percebida como uma criação novatória, «mas antes como uma multiplicação de centros de imputações jurídicas correspondentes ao mesmo substrato jus-económico»⁵¹. Todavia, se isto põe a descoberto dificuldades na compreensão do instituto da cisão e exige que seja repensado o quadro explicativo da figura⁵², não permite abreviar nem desonerar do cumprimento das exigências para a constituição de um novo fundo⁵³, seja no plano do direito privado ao abrigo do qual o fundo é constituído, seja no âmbito do RJSPE⁵⁴.

3.2. Em particular: o aumento do capital e a redução do capital dos fundos de investimento e o (despiste) da aplicação do artigo 11.º do Regime Jurídico do Setor Público Empresarial

25. O RJSPE não contém nenhuma disposição normativa específica que regule operações de redução e de aumento do capital social de empresas públicas. Perante operações de aumento e de redução do capital de fundos de investimento sujeitos à disciplina

⁵⁰ Assim, embora a propósito da cisão de sociedades comerciais, mas com valência neste contexto, cfr. Diogo Costa Gonçalves, *Pessoa coletiva e sociedades comerciais*, cit., 680.

⁵¹ *Idem*, cit., 681.

⁵² Reconhecendo que «*não cremos, porém, que possamos ir mais além do que ficou expresso como germinação de centros de imputação jurídica*», *idem*, 682.

⁵³ Para um ponto de apoio paralelo, veja-se o disposto no artigo 18.º, n.º 3, alínea d), do Regulamento n.º 3/2015, da CMVM, *ex vi* artigo 19.º desse diploma.

⁵⁴ Sobretudo se a constituição do fundo cindido ocorreu antes da entrada em vigor do RJSPE – assim não tendo essa constituição obedecido às exigências do artigo 10.º do RJSPE.

do RJSPE por via da norma remissiva contida no seu artigo 3.º, poder-se-ia indagar: para além da aplicação do artigo 36.º do RJSPE (que disciplina, neste âmbito, as alterações estatutárias), estas operações estão sujeitas à disciplina do artigo 11.º do RJSPE (que disciplina a aquisição e alienação de participações sociais por empresas públicas)?

26. Responde-se negativamente a esta questão. Por um lado, porque na letra da lei não se encontra um mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expresso, com um resultado interpretativo que integre operações de aumento e de redução do capital social de empresas públicas em atos de alienação ou de aquisição de participações detidas por empresas públicas (artigo 9.º, n.º 2, do Código Civil). Por outro lado, porque, no caso em análise, não está em causa a aquisição ou alienação de qualquer participação social (ou outro ativo similar) integrante do património dos fundos: é o capital dos fundos que é objeto de redução ou de aumento, não os ativos integrantes do respetivo acervo. Não são confundíveis as unidades de participação do fundo de que os participantes são titulares (e que podem sofrer vicissitudes na sequência de uma operação de redução ou de aumento de capital do fundo) com os ativos que formam o acervo patrimonial do fundo. O artigo 11.º do RJSPE, seja referido a empresas públicas em sentido formal, seja referido a empresas públicas em sentido material, não regula a aquisição ou alienação de participações *nessas* empresas, mas a aquisição ou alienação de participações integrantes do património *dessas* empresas⁵⁵.

⁵⁵ Aponta-se, porém, a notória fragilidade do regime quando se conclui pela aplicação do artigo 11.º do RJSPE às hipóteses de alienação ou aquisição de participações por fundos de capital de risco sobre os quais o Estado exerce influência dominante. A compra e venda de participações sociais pelos fundos de capital de risco corresponde à sua atividade normal (artigo 3.º, n.º 1, do RJCR). Aliás: os fundos de capital de risco, em função da sua duração temporalmente limitada (tal como normativamente imposta, embora, na versão atual do RJCR, já sem a contenção dessa duração ao período de dez anos), constituem, por excelência, o tipo de fundos onde se considera essencial uma definição atempada das estratégias de saída ou de desinvestimento dos ativos (incluindo participações) do fundo – assim, afirmando que *«pelas características do capital de risco, é nesse contexto que ganha máximo relevo o*

27. Cenário diferente é aquele em que os participantes do fundo que exercem influência dominante sobre o mesmo são empresas públicas, estando sujeitos ao RJSPE. Esta hipótese introduz uma interposição pessoal que a aproxima do quadro subjetivo do artigo 11.º do RJSPE. A esta luz, poderá questionar-se: as operações de aumento e de redução do capital dos fundos correspondem, na perspetiva da empresa pública participante, a uma aquisição e alienação das unidades de participação de que é titular? Por efeito do aumento e da redução do capital dos fundos, o número de unidades de participação da empresa pública participante irá, pelo menos em termos absolutos, sofrer uma alteração. Por isso, a letra da lei (do artigo 11.º do RJSPE) até poderia consentir esse resultado interpretativo, por o aumento e a redução do capital implicarem, na esfera da empresa pública participante, a *entrada* de novas unidades de participação (se exercido o direito de preferência, nos termos do artigo 39.º, n.º 3, do RJCR) ou a *extinção* de unidades de participação (artigo 40.º, n.º 2, do RJCR).

28. Todavia, este resultado interpretativo não se coaduna com as razões que subjazem às exigências plasmadas no artigo 11.º do RJSPE. Com a exigência de autorização ministerial e parecer prévio da UTAM para a alienação e aquisição de participações sociais por empresas públicas, o Estado interfere diretamente na gestão dessas empresas: aquilo que é uma decisão de gestão, por regra exclusivamente cometida ao órgão executivo dessas empresas (não dependendo, à partida, de nenhum ato dos acionistas ou da assembleia

estudo das estratégias de exit: mais do que qualquer outro investimento financeiro, o capital de risco tem uma natureza estruturalmente temporária», cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, Estratégias de saída do capital de risco, in Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários (coord. CMVM), Almedina (2021), 823. A aplicação do artigo 11.º do RJSPE a estes negócios de aquisição e alienação constitui um entorpecimento injustificável da atividade típica dos fundos. Sobre problema similar, dando conta das incoerências da aplicação do artigo 11.º do RJSPE no que respeita às SGPS's, em virtude da sua natureza, e afirmando que «esta é apenas uma das múltiplas áreas em que o D.L. prevê a exigência de autorização governamental para atos que tipicamente se inseririam na normal gestão societária», cfr. Eduardo Paz Ferreira/Ana Perestrelo de Oliveira/Miguel Sousa Ferro, O setor empresarial do Estado após a crise, cit., 480.

geral), passa a estar dependente de autorização governamental e do parecer de uma unidade técnica fiscalizadora⁵⁶. Trata-se, portanto, de uma intensa compressão da autonomia de gestão nas empresas públicas, pelo que as normas do RJSPE que cominam essas exigências terão de ser necessariamente interpretadas à luz da sua teleologia. São dois os objetivos que estão na base da exigência de autorização ministerial e parecer prévio da UTAM para a alienação e aquisição de participações sociais por empresas integradas no setor público empresarial: por um lado, a contenção de gastos e controlo do equilíbrio das contas públicas (o que determina, por exemplo, que se afira se a aquisição ou a alienação são feitas com uma contrapartida *justa*, no contexto do mercado, ou se são operações oportunas face ao contexto vigente); por outro lado, para assegurar, ao Estado, o controlo do *peso relativo* (face a outros acionistas ou participantes de direito privado) das participações das empresas públicas nas entidades participadas (o que determina que se afira se a alienação das participações pela empresa pública vem diluir ou retirar importância à participação da empresa pública alienante em entidades participadas que o Governo considere estratégicas, ou que se afira se a aquisição das participações pela empresa pública vem reforçar essa sua participação).

29. Nas operações de aumento e de redução do capital dos fundos, ainda que mantendo o cenário de interposição pessoal acima referido, nada disto está em causa. O impacto nas unidades de participação detidas por uma empresa pública resultante de uma operação de aumento ou de redução do capital do fundo em que é participante não pode ser equiparado ao de uma alienação ou aquisição de participações sociais por empresas públicas, sobretudo se contextualizado com os desideratos das exigências plasmadas no artigo 11.º do RJSPE. Por um lado, porque tanto a contrapartida a receber pela redução do capital, como a contrapartida a pagar

⁵⁶ Para uma visão da época o contexto e das finalidades subjacentes ao controlo do Estado na alienação e aquisição de participações sociais, cfr. Jorge Costa Oliveira, *O regime jurídico geral de alienação de participações do setor público*, *Revista da banca*, 8 (1988), 99-121.

pela subscrição de novas unidades de participação em aumentos do capital são determinadas de acordo com um procedimento e critérios próprios (que não obedecem necessariamente a valores de mercado e que devem, pelo menos, respeitar os critérios plasmados nos regulamentos de gestão dos fundos, como impõe o artigo 19.º, n.º 1, alínea s), do RJCR). Por outro lado, porque as operações de redução e de aumento de capital não provocam uma alteração do *peso relativo* da participação da empresa pública nos fundos, pois o impacto nessa participação é feito em termos proporcionais – o que leva a que se possa afirmar que a posição dos participantes dos fundos, em termos relativos, não sofre qualquer alteração, no sentido de ficar diluída/enfraquecida ou mais concentrada/reforçada por efeito da redução ou o aumento (excetuando-se a hipótese marginal de a empresa pública participante decidir, no aumento de capital, *não* subscrever novas unidades de participação, na proporção a que tem direito).

30. Este entendimento não conduz a que o Estado fique totalmente arredado destas operações de aumento e de redução do capital nos fundos de investimento sujeitos, por via da extensão operada pelo artigo 3.º, ao RJSE. Não só as entidades participantes dos fundos são chamadas a exercer o seu direito de voto em assembleia de participantes na tomada destas deliberações (e, estando em causa uma influência dominante, a hipótese mais frequente será a de o participante público condicionar, com o seu voto, o sentido dessas deliberações), como está em causa uma alteração ao regulamento de gestão. Essa alteração sujeita-se à disciplina do artigo 36.º do RJSPE, estando, por isso, condicionada ao voto favorável do participante público⁵⁷.

⁵⁷ Num contexto de aumento do capital do fundo, uma outra solução – porventura mais tentacular do que a justificação apresentada para o afastamento da aplicação do artigo 11.º do RJSPE – seria ponderável: a empresa pública participante subcrever novas unidades de participação mediante a realização de entradas em espécie por via de uma dação em cumprimento, caso fosse titular de um crédito que permitisse o recurso a este meio de extinção das obrigações. Isto porque o artigo 11.º, n.º 2, do RJSPE, dispensa expressamente de autorização governamental e de parecer prévio da UTAM as aquisições de participações sociais

que decorram de dação em cumprimento, doação, renúncia ou abandono. Trata-se, porém, de solução criticável. Como apontam Eduardo Paz Ferreira/Ana Perestrelo de Oliveira/Miguel Sousa Ferro, *O setor empresarial do Estado após a crise*, cit., 480, não se encontra razão justificativa para que aquisição de participações através de dação em cumprimento não esteja sujeita às mesmas (ou a mais) exigências: sobretudo «quando é certo que a “substituição” do cumprimento de uma dívida (tipicamente pecuniária) pela transmissão de uma participação social [corresponde] à substituição de meios líquidos por meios menos líquidos», sugerindo, com isto, que a dação em cumprimento até se afigura mais problemática (atendendo aos desideratos subjacentes às exigências plasmadas no artigo 11.º) do que uma normal aquisição através da celebração de um contrato de compra e venda.