



UNIVERSIDADE
E D U A R D O
MONDLANE

FACULDADE DE DIREITO
LICENCIATURA EM DIREITO

Trabalho de Fim de Curso

O Regime Jurídico dos Fundos de Capitais Privados em Países em Desenvolvimento:

Um Estudo Comparativo das Leis e Regulamentos dos Fundos de Capitais Privados em Moçambique no Contexto dos Mercados Emergentes e o Seu Impacto no Crescimento do Investimento em Capitais Privados

Autora:

Marla Macawana Carlos Tembe

Supervisor:

Me. Arsénio Lampião

Maputo, Agosto de 2024



UNIVERSIDADE
E D U A R D O
MONDLANE

FACULDADE DE DIREITO
LICENCIATURA EM DIREITO

Trabalho de Fim de Curso

O Regime Jurídico dos Fundos de Capitais Privados em países em Desenvolvimento:

Um Estudo Comparativo das Leis e Regulamentos dos Fundos de Capitais Privados em Moçambique no Contexto dos Mercados Emergentes e o Seu Impacto no Crescimento do Investimento em Capitais Privados

Trabalho de fim de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Eduardo Mondlane, como requisito parcial para a obtenção do grau de Licenciatura em Direito.

Autora:

Marla Macawana Carlos Tembe

Supervisor:

Me. Arsénio Lampião

Maputo, Agosto de 2024

DECLARAÇÃO DE ORIGINALIDADE

Eu, Marla Macawana Carlos Tembe, declaro por minha honra, que o presente Trabalho de Fim de Curso é da minha autoria, elaborado em conformidade com o Regulamento para a Obtenção do Grau de Licenciatura em Direito em vigor na Faculdade de Direito da Universidade Eduardo Mondlane. Sendo resultado do meu esforço pessoal, este trabalho nunca foi apresentado em nenhuma instituição de ensino para a obtenção de qualquer grau acadêmico, constituindo, por isso, um trabalho original cujas fontes consultadas para a sua elaboração foram devidamente citadas e referenciadas.

A autora

(Marla Macawana Carlos Tembe)

FOLHA DE APROVAÇÃO

Trabalho de Fim de Curso a ser entregue na Faculdade de Direito da Universidade Eduardo Mondlane como requisito parcial para a obtenção do grau de Licenciatura em Direito.

Data de Aprovação: ____/____/2024

Mesa do Júri:

(Presidente do Júri)

(Oponente)

(Supervisor)

DEDICATÓRIA

Dedico esta monografia aos meus pais e à minha avó paterna, cuja presença é um farol de luz, e aos meus avôs maternos (*in memoriam*), cujas lembranças me guiam e que, estou certa, estariam profundamente orgulhosos de mim.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a *Hashem*, por me conceder forças, sabedoria ao longo deste percurso.

Gostaria de expressar minha eterna gratidão à minha irmã Jamily, cuja motivação incessante e fé em minhas capacidades iluminaram meu caminho, à minha querida amiga de infância Anastância e à minha amiga Kathlyn, cuja preocupação incessante e apoio constante me incentivaram a prosseguir.

Agradeço também à querida Kathleen Capatine, por não me permitir desistir e por mostrar que há um mundo vasto a ser explorado, fazendo-me acreditar em mim mesma.

Sou profundamente grata ao meu supervisor, Me. Arsénio Lampião, por me proporcionar minha primeira exposição ao mercado de trabalho, que me permitiu entrar em contacto com o sector objecto do estudo desta monografia e por me auxiliar na lapidação do tema, sempre acreditando em meu potencial.

Agradeço ainda às minhas mentoras Gisela Manhiça Siteo e Mariette Krugger pelos valiosos conselhos.

EPÍGRAFE

“Entrega o teu caminho ao Senhor; confia nele,
e ele tudo fará”

Salmos 37:5

SIGLAS E ABREVIATURAS

Art.	-	Artigo
AVCA	-	African Private Equity and Venture Capital Association
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	-	Estados Unidos da América
FCR	-	Fundos de Capital de Risco
FI	-	Fundo de Investimento
GP	-	<i>General Partner</i> - Gestor
GPCA	-	Global Private Capital Association
IPO	-	<i>Initial Public Offer</i> - Oferta Pública Inicial
LBO	-	Tomada de controle por meio de dívida
LP	-	Limited Partner/investidor
MBO	-	<i>Management Buy-Out</i>
MBI	-	<i>Management Buy-In</i>
PE/VC	-	<i>Private Equity & Venture Capital</i>
PME	-	Pequena e Médias Empresas
VC	-	<i>Venture Capital</i>

RESUMO

Este estudo realiza uma análise comparativa do regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique, focando na evolução normativa e no impacto da regulamentação vigente sobre o mercado nacional de capitais privados no contexto dos mercados emergentes. A pesquisa tem como ponto de partida o modelo jurídico dos Estados Unidos, referência global, em matéria de capitais privados, destacando as diferenças e limitações do quadro regulatório local. O trabalho examina como a obsolescência da regulamentação compromete a segurança jurídica e desencoraja investimentos, evidenciando a inadequação da legislação face às práticas internacionais contemporâneas. A hipótese é que a falta de modernização no regulamento constitui um obstáculo significativo à atratividade de Moçambique para investidores nacionais e internacionais, afectando negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais privados. A baixa taxa de crescimento dos fundos de *Private Equity e Venture Capital* em Moçambique sublinha a necessidade urgente de uma reforma regulatória.

Palavras-chave: Fundos de capitais privados, Regime jurídico, Moçambique, Regulamentação, Private Equity, Venture capital, Reforma regulatória.

ABSTRACT

This study provides a comparative analysis of the legal framework governing private equity funds in Mozambique, emphasizing the normative evolution and the impact of the existing regulatory regime on the national market within the context of emerging economies. The research utilizes the U.S. legal model, which serves as a global benchmark for private equity, to highlight the discrepancies and limitations of the Mozambican regulatory framework. The investigation assesses how regulatory obsolescence undermines legal certainty and deters investment, revealing the inadequacies of the current legislation relative to contemporary international standards. The central hypothesis posits that the lack of regulatory modernization constitutes a significant impediment to Mozambique's appeal for both domestic and international investors, adversely affecting the development of the private equity sector. The comparatively low growth rates of private equity and venture capital funds in Mozambique underscore the pressing need for comprehensive regulatory reform.

Keywords: Private equity funds, Legal framework, Mozambique, Regulatory impact, Emerging markets, Regulatory modernization, Investment deterrence, Private equity sector development.

ÍNDICE

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	I
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	I
1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA	I
1.3 JUSTIFICATIVA DO TEMA	II
1.4 PROBLEMATIZAÇÃO	II
1.5 OBJECTIVOS	III
1.6 METODOLOGIA	III
1.7 ESTRUTURA DO TRABALHO	IV
CAPÍTULO II - ASPECTOS GERAIS SOBRE OS FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS.....	6
2.1. A INDÚSTRIA DE CAPITAIS PRIVADOS.....	6
2.2. CARACTERIZAÇÃO DE FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS.....	8
2.3. ORIGEM E EVOLUÇÃO.....	10
2.4. TIPOS DE FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS	11
2.5. ESTRUTURA JURÍDICA DOS FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS	13
2.5.1. <i>AS LIMITED PARTNERSHIPS</i>	13
2.6. PRINCIPAIS INTERVENIENTES	14
A. <i>FUND SPONSORS</i>	14
B. <i>INVESTIDORES</i>	15
C. <i>CONSULTORES PROFISSIONAIS</i>	16
CAPÍTULO III - O REGIME JURÍDICO DOS FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS EM MERCADOS EMERGENTES	17
3.1 MERCADOS EMERGENTES	17
3.2 ESTUDO DAS EXPERIÊNCIAS DE QUÊNIA E MAURÍCIAS	18
3.2.1 <i>QUÊNIA</i>	18
3.2.2 <i>MAURÍCIAS</i>	21
3.3 QUADRO REGULATÓRIO DOS FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS EM MOÇAMBIQUE.....	23
CAPÍTULO IV - ANÁLISE CRÍTICA DA ESTAGNAÇÃO E DA (DES)EVOLUÇÃO REGULATÓRIA EM MOÇAMBIQUE	25
CAPÍTULO V - CONCLUSÕES	29
REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS	30
ANEXOS.....	33

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Fundos de Capital Privado, também denominados Venture Capital e Private Equity, são entidades que têm como objetivo principal a injeção de capital e aplicação de estratégias de investimento sofisticadas, em empresas de capital fechado e/ou planos de negócios promissores, tomando, como contrapartida, o controlo das mesmas, por tempo determinado, via de regra, através da aquisição de participação social. Estes representam uma alternativa viável ao financiamento tradicional que é muitas vezes inacessível a certa classe de empreendedores, pelo risco que suas empresas ou projetos apresentam. Assim sendo, os fundos de PE/VC assumem o compromisso de mitigar o risco através da implementação de estratégias diferenciadas de governança e monitoramento, contribuindo, portanto, para a promoção do ambiente de empreendedorismo e inovação. Com origem nos Estados Unidos, estes fundos têm demonstrado uma relevância significativa no desenvolvimento econômico de mercados emergentes. A importância crescente desta indústria é evidenciada pelos dados da Global Private Capital Association (GPCA), que revelam um aumento generalizado da actividade de capital privado nas economias de mercado emergentes. Relatórios da African Private Equity and Venture Capital Association (AVCA) indicam que Moçambique está atrasado em comparação com outras nações do continente em termos de desenvolvimento de fundos de capital privado. As taxas de crescimento neste sector, particularmente, são baixas ou inexistentes, reflectindo um cenário onde essas alternativas ao financiamento bancário tradicional ainda não se consolidaram.

1.2 Delimitação do tema

Com o presente estudo, propõe-se proceder a uma análise comparativa do regime jurídico dos fundos de Capitais Privados em Moçambique, atendo-se a evolução normativa e o impacto da regulamentação vigente para o bom funcionamento e crescimento do mercado nacional de capitais privados.

Para o efeito, procurar-se-á fazer uma análise do modelo comum de estruturação jurídica dos Fundos de Capitais Privados desenvolvido nos Estados Unidos da América e que tem sido usado como referência a nível global, modelo este que também tem sido usado por jurisdições emergentes como o Quênia, a Nigéria e as Maurícias para acomodar interesses de investidores do mercado. Serão assinaladas as particularidades do quadro regulamentar moçambicano,

nomeadamente no que respeita à constituição e funcionamento dos Fundos de Capitais Privados. A investigação limitar-se-á a analisar o impacto que quadro regulatório obsoleto tem no crescimento do mercado de capitais privados nacional sem aprofundar as questões fiscais ou de natureza diversa. A análise focará na situação actual de Moçambique, explorando como a presença de um quadro regulamentar desactualizado compromete a segurança jurídica e desencoraja investimentos na indústria.

1.3 Justificativa do tema

A escolha deste tema de pesquisa é fundamental para entender as limitações do regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique, um entrave significativo ao desenvolvimento do mercado de capitais no país. A regulação adequada é essencial para garantir a segurança jurídica, promover a confiança dos investidores e fomentar o crescimento sustentável do sector financeiro.

Esta pesquisa é oportuna, pois o actual regime jurídico constitui uma barreira à entrada de diversos tipos de investidores. Além disso, há poucos estudos específicos sobre o sector de fundos de capitais privados em Moçambique, especialmente na vertente jurídica, o que torna este trabalho inovador e necessário.

O tema é também de interesse pessoal e profissional da autora, que, com exposição prática ao sector, observou directamente as dificuldades ocasionadas pelo regime vigente. A pesquisa busca contribuir para o debate académico e fornecer contributos que possam ajudar a criar um ambiente jurídico mais favorável e eficiente para investidores, impulsionando o crescimento do mercado de capitais privados em Moçambique.

1.4 Problematização

O presente estudo versa os aspectos críticos do regime jurídico dos Fundos de Capitais Privados em Moçambique, evidenciando a desadequação da regulamentação em vigor aos requisitos dos mercados de capitais internacionais contemporâneos. A hipótese de partida é de que a obsolescência do quadro regulamentar moçambicano, que não acompanha as melhores práticas internacionais, constitui um obstáculo considerável à atratividade do país para os investidores internacionais, restringindo substancialmente o desenvolvimento e a eficácia do mercado nacional de capitais privados.

Os baixos índices de crescimento dos fundos de PE/VC em Moçambique, que até então, de acordo com notícias difundidas na imprensa, contam com apenas uma Sociedade de Capital Risco, em comparação com outros mercados emergentes, indicam a necessidade premente de

uma reforma regulatória. A pesquisa propõe-se a responder às seguintes questões: De que maneira a ausência de modernização do quadro jurídico moçambicano influencia a entrada de investimentos em capitais privados? Quais são as principais barreiras regulatórias enfrentadas pelos investidores em Moçambique? E, finalmente, que lições podem ser aprendidas com as reformas implementadas em outras jurisdições emergentes, como Quênia e Maurícias, para orientar uma possível reestruturação do sistema regulatório moçambicano?

1.5 Objectivos

A análise do regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique, e sua comparação com outros países em desenvolvimento, é essencial para entender os desafios e as oportunidades que influenciam o crescimento deste mercado no país. Este estudo pretende investigar como a estrutura jurídica vigente em Moçambique tem impactado o desenvolvimento do mercado de capitais privados e oferecer recomendações para melhorias. Através de uma análise comparativa e empírica, pretende-se evidenciar que a legislação moçambicana, não tendo acompanhado as evoluções globais, constitui um entrave significativo ao desenvolvimento sustentável deste setor. Para tal, delinham-se os seguintes objetivos gerais e específicos.

Objectivo Geral

Realizar uma análise crítica e comparada ao regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique inserindo-o em contexto de mercados emergentes, a fim de avaliar o seu impacto no crescimento do mercado de capitais privados.

Objectivos Específicos

- Avaliar a legislação e os regulamentos que regem os fundos de capitais privados em Moçambique.
- Comparar o regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique com os de outros países em desenvolvimento.
- Investigar o impacto do regime jurídico moçambicano no crescimento dos fundos de capitais privados nacional.
- Propor recomendações para a melhoria do regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique.

1.6 Metodologia

Para atingir o objectivo geral *supra*, a metodologia adoptada integra três (3) métodos principais de investigação: a pesquisa indirecta, o método doutrinal e o método comparativo.

1. **Pesquisa Indirecta:** Este método envolve a revisão sistemática da literatura académica e a análise da legislação aplicável. A análise documental concentra-se na interpretação das normas vigentes em Moçambique, assim como na comparação com legislações de países com regimes regulatórios mais desenvolvidos.
2. **Método Doutrinal:** Este método permite uma análise crítica das abordagens divergentes e das soluções propostas na literatura jurídica, proporcionando uma compreensão aprofundada das implicações práticas e teóricas das normas existentes.
3. **Método Comparativo:** A aplicação do método comparativo, através da abordagem do Direito Comparado, permite a avaliação da legislação moçambicana em contraste com as normas de outros países em desenvolvimento. Esta comparação é essencial para identificar boas práticas e deficiências no sistema regulatório moçambicano, oferecendo uma base sólida para recomendações de reforma.

1.7 Estrutura do Trabalho

Para uma compreensão abrangente e estruturada do regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique, este estudo foi meticulosamente organizado em quatro capítulos principais. Cada capítulo foi projectado para abordar aspectos específicos do tema, garantindo uma análise aprofundada e alinhada com os objetivos da pesquisa.

No **Capítulo II**, "*Aspectos Gerais sobre os Fundos de Capitais Privados*", propõem-se a caracterização dos Fundos Capitais Privados, definição do seu modo de formação e análise das melhores práticas e modelos regulatórios adoptados em jurisdições avançadas. Este capítulo examinará como os EUA regulamentam os fundos de capitais privados, avaliando a eficácia desses modelos e sua aplicabilidade para o contexto moçambicano.

O **Capítulo III**, "*O Regime Jurídico dos Fundos de Capitais Privados em Mercados Emergentes*", busca definir os mercados emergentes em matéria de capitais privados. Buscando essencialmente tratar das seguintes subtemáticas:

“Estudo das Experiências de Quênia e Maurícias”, explora como outros países emergentes têm desenvolvido seus mercados de capitais privados. A análise das experiências nas Maurícias e Kenya permitirá entender quais estratégias regulatórias têm sido bem-sucedidas e como essas práticas podem servir de referência para Moçambique.

“Quadro Regulatório dos Fundos de Capitais Privados em Moçambique”, fará uma introdução abrangente ao actual estado regulatório dos fundos de capitais privados no país. Este capítulo estabelecerá o cenário de evolução normativa que molda o mercado moçambicano.

No **Capítulo IV**, *“Análise Crítica da Estagnação e da (Des)evolução Regulatória em Moçambique”*, será abordada a estagnação do regime jurídico dos fundos de capitais privados em Moçambique. Este capítulo analisará as implicações da falta de evolução e as razões pelas quais o regime actual se tornou um obstáculo ao desenvolvimento do mercado de capitais privados. A análise será focada em identificar as barreiras regulatórias que limitam o crescimento e a atratividade dos fundos de capitais privados.

Finalmente, no **Capítulo V**, *Conclusão - “Propostas de Reforma para a Modernização do Quadro Regulatório”*, serão apresentadas recomendações práticas para a modernização do regime jurídico moçambicano. Este capítulo visa fornecer diretrizes para actualizar e optimizar o quadro regulatório, com base nas análises realizadas ao longo do estudo, alinhando-o com as melhores práticas internacionais para promover um ambiente mais competitivo e atraente para os fundos de capitais privados.

CAPÍTULO II - ASPECTOS GERAIS SOBRE OS FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS

2.1.A Indústria de Capitais Privados

Com o início do presente capítulo, existe uma necessidade de se definir para os fins do presente estudo qual seria então o escopo de Capitais Privados e a razão de escolha deste termo como género para os investimentos, tipicamente realizados em fundos, com recurso aos “activos” não abertos no mercado de capitais¹. Em outras palavras, a estratégia de investimento dos investidores em capitais privados está normalmente dependente do facto de os títulos de capital da empresa-alvo não serem negociados publicamente numa bolsa de valores.²

Esta indústria de investimento em activos não negociados em mercados de capitais públicos é globalmente popularmente conhecida e dominada pela indústria de Private Equity. A indústria, que originariamente investia exclusivamente em equity, evoluiu e bifurcou-se de modo a englobar dois segmentos principais, que, consoante a fase em que o investimento é realizado, adoptam estratégias autónomas e diferenciadas que visam impulsionar o crescimento da empresa-alvo, afastando-se da tradicional aquisição de participação social. O primeiro segmento é de Private Equity (PE) em sentido estrito, normalmente vocacionado ao investimento em empresas em fase de desenvolvimento mais avançado. O segundo segmento é de Venture Capital (VC), voltado ao investimento em empresas embrionárias, normalmente startups ou mesmo projetos de negócios de empresas que sequer foram constituídas, que não encontram facilidade na obtenção de crédito pelos métodos tradicionais de financiamento e pelas ofertas públicas em bolsas de valores.

A indústria de *Private Equity e Venture Capital (PE/VC)*, ao longo dos anos sofreu mudanças significativas, nas palavras de César Coller “O sector que começou há 30, 40 anos, nos Estados Unidos, apenas como *Private Equity*, dividiu-se em inúmeras classes de capital privado”.³ A Private Equity Intelligence Organisation (Preqin), autoridade na indústria de PE, passou a usar

¹ CANADIAN VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY ASSOCIATION (CVCA). *Why Private Capital is Important*. Disponível em: <https://www.cvca.ca/investing-in-canada/why-private-capital-is-important/>. Acesso em: 23 jul. 2024.

² PRACTICAL LAW. Glossário. Thomson Reuters, acessado em 15 de junho de 2024. Disponível em: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com>.

³ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL – ABVCAP. Tradução nossa do original: “What started 30, 40 years ago, in the United States, only as Private Equity, has been broken down into countless classes of private capital.” Acessado em: 17 jun. 2024. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-imprensa.aspx?c=en-US&id=5392>.

o termo Capital Privado⁴ como alternativa ao termo Private Equity para definir a indústria, pelo facto de ter havido uma expansão nas classes de activos da indústria, sendo actualmente composta pelas seguintes áreas: *private equity* em sentido estrito, *venture capital*, *private debt*, sector imobiliário, sector das infra-estruturas e recursos naturais.

De modo a considerar toda a evolução que a indústria tem sofrido, e evitar confusões que podem advir da tradução de termos e pela vastidão de literatura, optamos pelo termo “Capital Privado”, que a nosso ver possui um carácter atemporal. Para os fins do presente estudo, tomar-se-á o termo Capital Privado como sinónimo da Indústria de *Private Equity*, abordando somente questões relativas ao *Private Equity e Venture Capital*.

É importante ressaltar que em alguns países do continente europeu, tem sido comum o uso do termo “Capital de Risco” para definir tanto o mercado de PE quanto o de VC. Em Portugal, Capital de Risco, na França *capital-risque*, na Espanha *capital riesgo*. Tal denominação tem sido alvo de críticas devido ao sentido de carga negativa que a tradução pode tomar, contrário ao sentido que possui nos Estados Unidos da América⁵, que nas palavras de Bruno Costa, está atrelado ao termo *venture*, que traz consigo uma imagem de aventura, e não concretamente de *risco*. Assim sendo, para o que se pretende pelo presente estudo, o termo Capital de Risco torna-se insuficiente, pois resulta da tradução literal do segmento de *Venture Capital*, que possui características próprias e por aparentar desconsiderar a evolução que a indústria tem sofrido.

⁴ Tendo o mesmo entendimento, a EMPEA alterou o nome, passando a ser denominada por Global Private Capital Association, pelos seguintes fundamentos nas palavras de Nicolas Rohatyn, Chairman: The new organizational name reflects "Private Capital" as an updated description inclusive of private and growth equity, venture capital, private credit, and infrastructure, as well as institutional investors including SWFs and pension plans making direct and co-investments. Em EMPEA Rebrands as the Global Private Capital Association. Acessado em 18 de Julho de 2024. Disponível em: <https://www.prnewswire.com/news-releases/empea-rebrands-as-the-global-private-capital-association-301321554.html>

⁵ RODRIGUES, Ana Maria Gomes. **Capital de Risco: Uma forma de apoio à Actividade Empresarial**. 1994. 188 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia Europeia, Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, Coimbra, 1994. p.18.

2.2. Caracterização de Fundos de Capitais Privados

Definir o que constitui um Fundo de Investimento é de extrema importância para fins do presente estudo, pois é comum o entendimento de que os Fundos de Investimento e Fundos de Capitais Privados sejam a mesma realidade. Discussões doutrinárias a nível internacional provam que não, e que a distinção não é tão lógica quanto parece ser ⁶.

O entendimento comumente aceite por entidades regulatórias, e pela academia é de que a essência de um Fundo de Investimento recai sobre a natureza dos activos que o integram. Assim, um Fundo de Investimento seria designado como “veículo jurídico de investimento coletivo”⁷ no qual um ou mais investidores aportam seu capital em troca de uma participação no veículo que normalmente adquire um grupo diversificado de investimentos que, segundo Spangler, são consolidados e administrados como um único fundo comum (2008, p. 10.) De acordo com Morley, paralelamente ao critério *supra*, deve se acrescer à definição, o carácter particular da estrutura dos FI, que normalmente, separa o fundo dos seus gestores. (2018, p.56). De modo a permitir uma distinção eficaz de ambas figuras, tomaremos os Fundos de Investimento, para os fins do presente estudo como género que possui duas modalidades, a saber, *i) Open-Ended Funds*, que traduzidos literalmente seriam fundos abertos, e os *ii) Closed Ended Funds*, fundos fechados.

i) Open-End Investment Funds (OEF): são fundos geralmente apropriados para qualquer investimento com liquidez ligeiramente alta e riscos diminutos, que facilmente seriam negociáveis em Bolsa de Valor pelo facto de serem predominante isentos de qualquer restrição para efeitos de transmissão *inter vivos* da parte social e, que pode ser feita em intervalos regulares, (diariamente, semanalmente...). Desta modalidade fazem parte os *Mutual Funds* e *Hedge Funds*. Os *Mutual Funds* são geralmente definidos como conjuntos de acções, obrigações e outros títulos de investimento passíveis de serem negociados publicamente, portanto, são sujeitos ao registo perante uma CVM.⁸ Ao contrário do que

⁶ FAYSAL, Barrachdi. *A Competition Law Analysis of Private Equity "Club Deals"*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 35.

⁷ Os veículos de investimento coletivo são normalmente pessoas jurídicas de direito colectivo. A título exemplificativo, nos Estados Unidos o veículo é uma *Investment Company* (Sociedade de Investimento), definida pelo Investment Company Act of 1940 §3(a)(1)(C) como; “uma empresa que “exerce ou se propõe exercer actividades de investimento, reinvestimento, posse, detenção ou negociação de valores mobiliários e que possui ou se propõe adquirir valores mobiliários de investimento com um valor superior a 40% do valor dos activos totais desse emitente numa base não consolidada”(Tradução nossa).

⁸ MORLEY, John. *The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation*. Yale Law Journal, v. 123, mar. 2024. p.18 Disponível em: https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287_zmw59iqn.pdf.

sucedem com os *Mutual Funds*, os *Hedge Funds* emitem valores mobiliários apenas para um número limitado de investidores institucionais e indivíduos abastados, tendo como consequência imediata a isenção de registo junto de CVM.⁹

ii) Closed-End Investment Funds: são fundos geralmente apropriados para a realização de investimentos de baixa liquidez, que apenas emitem valores mobiliários para indivíduos ricos e investidores institucionais, e que por conseguinte, não estão sujeitos a registo perante CVM¹⁰. Diferem dos *Open-End Investment Funds*, em diversas vertentes, a primeira diferença é pelo tipo de valores mobiliários detidos pelo fundo. Desta modalidade de FI fazem parte os investimentos em PE/VC, Investimento Imobiliários, e em Recursos Naturais. A segunda, e não menos importante diferença é referente aos critérios de aceitação de investidores e de transmissão ou amortização da parte social, estas operações, diferentemente dos OEF não são normalmente permitidas antes da data prevista para a dissolução do fundo, cuja duração normalmente varia entre os 10 e 12 anos.

Posto esta distinção e apesar de Schwartz e Breslow (2016, p.15) avançarem que não existe um método único para definir o que constitui um Fundo de Capitais Privados, de modo geral, os FCP podem ser definidos como entidades constituídas com o objectivo de realizar investimentos em valores mobiliários ou outros activos que não sejam facilmente transacionáveis no mercado de capitais aberto. Assim, os FCP, referem-se a investimentos em empresas de capital fechado, portanto, de “capital privado”¹¹ ou seja, que não se encontram cotadas em bolsas de valores e que, por conseguinte, não são acessíveis ao investimento do público em geral¹².

Em suma, os Fundos de Capitais Privados são direccionados a empresas que não têm acções negociadas publicamente, caracterizando-se por elevados níveis de risco percebido, horizontes de investimento de longo prazo e requisitos de capital que não são compatíveis com mercados de dívida ou de acções públicas. (Cook, 2011, p. 1).

⁹ *Ibid*

¹⁰ Private Equity, Venture Capital, and Hedge Funds. Harvard Law School Library, 2 out. 2023. Disponível em: https://guides.library.harvard.edu/law/private_equity#s-lg-page-section-6740463. Acesso em: 8 jul. 2024.

¹¹ Este termo é passível de criar certa confusão, em jeito de clarificação, o termo não deve ser inserido no contexto da distinção entre empresas públicas e privadas em Moçambique.

¹² Gompers, P. (2022). *Advanced Introduction to Private Equity*. Edward Elgar Publishing, p. 12.

2.3. Origem e Evolução

O moderno sector de capitais privados remonta à génese do *Venture Capital* nos Estados Unidos. O VC desenvolveu-se inicialmente entre o final do século XIX e o início do século XX. Neste período, as famílias mais abastadas passaram a buscar alternativas para investir em empreendimentos de alta tecnologia e com potencial para gerar lucros elevados. Nas décadas de 1930 e 1940, membros das famílias Rockefeller, Bessemer e Whitney contrataram gestores profissionais para procurar investimentos em empresas promissoras. A acção destas famílias gerou o primeiro impulso para organizar o investimento, pois, antes disso mercado de PE/VC mostrava-se em grande parte desorganizado e fragmentado. Nesse contexto foram lançadas as raízes da indústria de Private Equity, com a fundação no ano de 1946 de duas empresas de VC, a American Research and Development Corporation (ARDC)¹³ e J.H. Whitney & Company.¹⁴ Nessa altura, os fundos de capitais privados apenas investiam em *Equity* (participações sociais) e valores mobiliários conexos de empresas operacionais cujos títulos não eram negociados publicamente.

No final dos anos 1960 e início dos anos 1970, a indústria começou a consolidar-se nos Estados Unidos e no Reino Unido, a sua evolução acelerou-se significativamente a partir de meados dos anos 1980, com um crescimento exponencial na década de 1990, que se expandiu para diversos mercados globais. No entanto, no início dos anos 2000, a indústria global de capital privado enfrentou um período de volatilidade. A partir da metade da década de 2000, houve um considerável aumento nas actividades de captação de recursos e investimentos, seguido por uma grande retracção durante e após a crise financeira de 2008¹⁵, e foram introduzidas novas estratégias de investimento, que fugiam do ramo do *Equity*. Actualmente, os veículos de investimento poderão ser referidos como *Fundos de Private Equity* em sentido amplo apesar de investirem em títulos não representativos de participação social¹⁶ e mesmo que uma determinada parcela dos seus investimentos-alvo seja transacionada publicamente.

¹³ A ARDC foi fundada por Georges Doriot, considerado o “pai do venture Capitalism” e fundador do INSEAD, através de capital angariado junto de investidores institucionais, com o objetivo de impulsionar investimentos do sector privado em empresas administradas por soldados que regressavam da Segunda Guerra Mundial. Atribui-se à ARDC a primeira grande história de sucesso do capital de risco, quando o seu investimento de 70 000 dólares na Digital Equipment Corporation (DEC).

¹⁴ Ma, N. (2008, 27 de dezembro). *Private equity: History and further development*. Harvard University. <https://archive.blogs.harvard.edu/nhonma/2008/12/27/private-equity-history-and-further-development/>

¹⁵ Klonowski, D. (2018). Mature and Not Mature Enough: Comparing Private Equity in Developed and Emerging Markets. *The Journal of Private Equity*, 21(4), 22-37. <https://www.jstor.org/stable/26864401>

¹⁶ Já não é invulgar que um FCP integre títulos de dívida, bens imobiliários, instrumentos derivados ou reivindicações contratuais.

2.4. Tipos de Fundos de Capitais Privados

Conforme avançado nos capítulos anteriores, os Fundos de Capitais Privados (FCP) integram um abrangente espectro estratégias de investimento, variando consoante o estágio de desenvolvimento das empresas-alvo. As formas mais comuns de investimento em capitais privados incluem o *Venture Capital*, aplicável a *start-ups*; o *Growth Capital*, destinado a investimentos minoritários em empresas rentáveis; e *os buyouts*, direccionados a investimentos de maior dimensão em empresas maduras que requerem financiamentos mais avultados. Além destas, outras modalidades são detalhadas no Anexo I. Um denominador comum entre os investimentos realizados pelos FCP é a característica de apresentarem substancial falta de liquidez.

A seguir, são descritas as formas mais comuns de investimento em capitais privados, cada uma com características específicas que as tornam adequadas para diferentes estágios de desenvolvimento das empresas-alvo e objetivos de investimento:

- a) **Venture Capital:** Investimentos em empresas jovens e inovadoras, principalmente nos sectores das tecnologias e do ambiente que na sua maioria não rentáveis no início. Os investidores fazem a aposta na expectativa de que a empresa investida crescerá exponencialmente, revolucionando o sector em que opera.
- b) **Growth Capital:** O “Capital de Crescimento” é um segmento recentemente desenvolvido do PE. Em comparação com o VC, tem como alvo empresas de pequena ou média dimensão com fluxos de caixa estáveis e rentáveis. Normalmente, envolve investimentos minoritários, uma vez que os accionistas da empresa desejam manter o controlo da estratégia de desenvolvimento do negócio.
- c) **Buyouts:** Os fundos de *Buyout* investem em empresas de maior dimensão independentemente do sector de actividade. As empresas investidas são aquelas tradicionalmente lucrativas que têm dificuldades de ordem financeira que as impedem de expandir a sua presença no mercado. Os investimentos são efectuados com recurso a uma estratégia de capitalização para impulsionar o retorno dos lucros. Normalmente, um fundo de *Buyout* passa a comandar a empresa.

d) Leveraged Buyouts (LBOs): No caso de uma LBO a empresa de investimento contrai dívida para alavancar os seus investimentos. O fundo de capitais privados, também designado por *sponsor*, aporta um montante de capital limitado proporcional ao montante da transacção e financia o resto da operação por meio de contração de empréstimos. Uma vez efectuada a aquisição, o fundo de capitais privados utiliza os *cash-flows* livres da empresa para reembolsar os pagamentos da dívida. Durante o seu período de participação societária, serve-se da sua posição para influenciar a estratégia de negócio e valorizar a empresa, mediante aquisições adicionais ou o reforço do *cash flow*.

2.5. Estrutura jurídica dos Fundos de Capitais Privados

Para se compreender como opera o investimento e o funcionamento de um FCP é importante demonstrarmos as estruturas jurídicas utilizadas para a sua incorporação, pois, com o crescimento do sector de PE/VC nos últimos 40 anos, os investidores têm vindo a exigir estruturas que proporcionem transparência e flexibilidade para responder às suas necessidades específicas, tais como, salvaguarda da sua responsabilidade limitada e prevenção de dupla tributação e segurança jurídica¹⁷.

2.5.1. As Limited Partnerships

Conforme mencionado nos capítulos anteriores, Os FCP tiveram origem e se desenvolveram em jurisdições de *common law*, como os EUA, assumindo inicialmente a forma de *Limited Partnership*. O veículo mais comum de estruturação ¹⁸de FCP's até os dias actuais. Muitas jurisdições na Europa, dispõem de uma estrutura de *Limited Partnership*, que tende a partilhar uma série de características comuns.

A estrutura da *limited partnership* permite alcançar diversos objectivos, possuindo características específicas que a tornam vantajosa para investidores. As principais características incluem mas não se limitam a (o):

- **Reconhecimento Internacional:** É uma estrutura internacionalmente reconhecida e adequada a muitos tipos de investidores. Embora, em alguns casos, possa ser necessário adaptar a estrutura para satisfazer as necessidades de investidores residentes em determinadas jurisdições.
- **Transparência Fiscal:** Em muitos países, a sociedade em comandita é considerada transparente do ponto de vista fiscal, o que significa que não existe dupla tributação. Os rendimentos e as mais-valias são tratados como provenientes directamente dos investidores. As *Limited Partnerships* consideradas são entidades de “pass-through” e, por conseguinte, não estão sujeitas ao imposto sobre o rendimento sobre as pessoas

¹⁷ INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. Protecting Investors. 2012. Disponível em: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/protecting-investors>. Acesso em: 3 jul. 2024.

¹⁸ Em determinadas circunstâncias, podem ser utilizados outros veículos, como *Limited Liability Companies* (LLC) ou, menos frequentemente, *trusts*, dependendo da natureza dos activos de investimento e do tratamento fiscal exigido aos investidores (Spangler 2008, p. 11).

colectivas. O rendimentos, lucros, perdas, deduções e créditos são tributados através do GP.

- **Encargos de Gestão:** Os encargos de gestão devem ser imputados, na medida do possível, aos rendimentos do fundo. Dessa forma, os investidores não são sujeitos a impostos sobre os rendimentos sem poderem obter uma dedução correspondente sobre as despesas de gestão.
- **Isenção de IVA:** Não deve ser cobrado IVA sobre os encargos de gestão.
- **Flexibilidade:** As LPs são geralmente entidades comerciais muito flexíveis. Os estatutos das e LLC dos Estados Unidos são tipicamente estatutos padrão, que permitem que muitas das disposições estatutárias que de outra forma se aplicariam sejam afastadas, modificadas ou complementadas pelos termos específicos do contrato da LP ou LLC. Esta flexibilidade permite que os *Limited Partners* de uma *Limited Partnership* e os membros de uma LLC estructurem uma grande variedade de acordos financeiros e de gestão.

2.6.Principais intervenientes

De acordo com Schwartz e Breslow, os principais intervenientes na constituição e funcionamento de um FCP incluem: (a) os *Fund Sponsors* (normalmente os titulares do *General Partner* e/ou *Manager*); (b) os investidores; e os (c) os Consultores Profissionais;

A. Fund Sponsors

Os “patrocinadores” do fundo são pessoas singulares ou colectivas que participam no capital social do General Partner, Gestores de Investimento ou Sociedade Gestora (“gestores”) do FCP.¹⁹ Nos Estados Unidos, normalmente, existe uma separação em termos estruturais entre os dois intervenientes. De modo geral, os *Fund Sponsors* são responsáveis pela constituição, negociação da documentação de investimento e gestão dos fundos de capitais privados. Para além de participarem no conselho de administração das empresas do portfólio, controlam a admissão e cessação de funções dos quadros do General Partner garantindo a continuidade das

¹⁹ A sua participação social no GP oferece-lhes a oportunidade de participarem na gestão do fundo e de receberem uma parte dos lucros através de comissões conhecidas na indústria como “carried interest”, “incentive allocation” e “performance allocation”.

estratégias e objectivos estipulados. Assim, actuam como guardiões dos interesses dos investidores e catalisadores do crescimento sustentável das empresas investidas.

General Partner

O General Partner (GP) de um FCP é o único órgão responsável pelo funcionamento, gestão, administração e controlo dos assuntos relacionados ao veículo de investimento.²⁰ Isso inclui, nomeadamente, a tomada de todas as decisões referentes ao investimento e ao desinvestimento do capital do fundo. É incumbência dos GPs manter o status do fundo junto às autoridades reguladoras competentes, de modo a permitir que esse fundo desempenhe suas funções nas jurisdições em que opera. O Limited Partnership Agreement (LPA) impõe diversos limites e obrigações ao General Partner (GP) no que concerne aos investimentos e à gestão interna, com o objectivo de proteger os interesses dos Limited Partners (LP) e assegurar a conformidade com a estratégia do fundo delineada durante a fase de captação de recursos. Esses limites e obrigações incluem, mas não se restringem a: i) Limites de investimento; ii) Directrizes de investimento tais como, sectores, geografias, estratégias e tipos de instrumentos permitidos; iii) Avaliação e comunicação; iv) Conformidade fiscal; v) Contratação de consultores para gestão de investimentos e da carteira.

Gestor de Investimento ou Sociedade Gestora

De forma sumária, os gestores são responsáveis pela contratação dos funcionários que participam nas operações do fundo, suportando os custos gerais, tais como espaço e equipamento de escritório, salários e subsídios dos funcionários e outros custos operacionais correntes. e, ao contrário do GP, são tratados, para efeitos de tributação federal nos EUA, como empresas em exercício de actividade comercial.

B. Investidores

Os *Limited Partners* (LPs) ou investidores assumem a responsabilidade primária de aportar a maior parte do capital em FCPs ²¹ Estes investidores podem englobar entidades institucionais, como fundações, empresas familiares, fundos de pensões e sistemas de reforma, fundos soberanos, bem como indivíduos de elevado património líquido que, em conformidade com os

²⁰ Alternativamente, o GP pode nomear um gestor de investimentos autorizado para desempenhar essas funções em seu nome.

²¹ Starting a Private Fund. Disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (SEC). Disponível em: <https://www.sec.gov/resources-small-businesses/capital-raising-building-blocks/starting-private-fund>. Acesso em: 30 jul. 2024.

requisitos da legislação de valores mobiliários, são frequentemente classificados como investidores qualificados. Uma vez comprometidos com o fundo, os LPs geralmente não possuem o direito de se retirar ou de transferir sua participação nos portfólios, salvo se o *General Partner* (GP) exercer seu poder discricionário para autorizar tais transferências.

De modo geral, os *Limited Partners* não estão autorizados a exercer controle ou participar na administração do FCP, uma vez que tal envolvimento poderia comprometer sua responsabilidade limitada e acarretar outras consequências legais e operacionais adversas. Nos Estados Unidos, a legislação do Estado de Delaware delinea uma série de atividades que um LP pode desempenhar em relação à *Limited Partnership* sem comprometer o seu status de responsabilidade limitada.

C. Consultores Profissionais²²

Os consultores envolvidos em fundos de capitais privados englobam uma gama diversificada de profissionais, incluindo advogados, contabilistas, auditores e analistas.

- **Conselhos Consultivos**

A maioria dos fundos de capitais privados dispõe de um comitê consultivo ou conselho administrativo composto por representantes dos *limited partners*, frequentemente selecionados pelo *General Partner*. Este comitê desempenha um papel fundamental na supervisão e aconselhamento estratégico do fundo, assegurando que os interesses dos LPs sejam devidamente representados e considerados.

²² Nos EUA, as expressões “manager” e “adviser” são muitas vezes utilizadas indistintamente.

CAPÍTULO III - O REGIME JURÍDICO DOS FUNDOS DE CAPITAIS PRIVADOS EM MERCADOS EMERGENTES

3.1 Mercados Emergentes

Previamente à análise comparativa dos Fundos de Capitais Privados em Mercados Emergentes, é necessário definir o que seria um mercado emergente. De acordo com Louis Pereiro, Mercado Emergente pode ser definido como toda a economia que ainda se encontra em desenvolvimento”²³. Conforme avança Tuimising, neste tipo de mercado é notável o surgimento de novas tecnologias, aperfeiçoamento do mercado de capitais e a multiplicação de empresas. Em termos de estrutura, um Mercado Emergente enferma frequentemente de várias imperfeições de mercado, incluindo barreiras à entrada de investidores, regulamentações demasiado restritivas e muitas vezes voláteis, risco político, instituições ou sistemas judiciais incertos, altos custos de intermediação, assimetrias em matéria de informação resultantes da falta de transparência na divulgação de relatórios financeiros e volatilidade dos rendimentos dos investimentos (2012, p.40)

As cinco regiões consideradas “emergentes” pela GPCA²⁴ são a Ásia Emergente, a Europa Central e de Leste e a Comunidade de Estados Independentes (CEE e CEI), a América Latina, o Médio Oriente e Norte de África (MENA) e a África Subsariana. As tendências de investimento no continente mostram quatro (4) regiões de concentração de actividades de capital privado: África Austral (com a África do Sul, Maurícias e Madagáscar como principais destinos), África Ocidental (liderada pela Nigéria), África Oriental (com o Quênia à frente) e o Norte de África (frequentemente agrupado com o Médio Oriente em estudos sectoriais). De acordo com o Banco Mundial nos últimos anos, o continente africano tem testemunhado um aumento da actividade de PE/VC, na sequência de uma tendência global de investidores que têm procurado novos mercados em expansão que estejam aptos a proporcionar rendimentos mais elevados. Estudos revelam que o crescimento da indústria de PE/VC em mercados emergentes enfrenta diversas barreiras significativas. Portanto, é de suma importância estudar os casos de jurisdições que têm implementado reformas em matéria de PE/VC.

²³ LOUIS, E. Pereiro, *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach*. John Wiley & Sons, New York, 2a ed. 2015 pp.3-4.

²⁴ *Five Emerging Markets areas under EMPEA*. Disponível em: https://www.globalprivatecapital.org/research/?search®ion%5B0%5D=africa&type%5B0%5D=legalregulatory&form_posted=yes. Acesso em: 30 jul. 2024.

3.2 Estudo das Experiências de Quênia e Maurícias

3.2.1 Quênia

O Quênia, uma nação africana em ascensão, enquadra-se na definição de mercado emergente conforme delineado por Pereiro, sendo também classificada pelo Banco Mundial como uma “economia de baixo rendimento”. O país adota o sistema jurídico anglo-saxónico e é constituído por normas fiscais *ad hoc* e legislação especial para a indústria dos fundos de capitais privados.

A escolha do Quênia como parte deste estudo comparado deve-se a razões de suporte empírico, na medida em que, apresenta uma presença significativa de intermediários de capitais privados, incluindo gestores de fundos, consultores e investidores, mostrando-se uma jurisdição ideal para um estudo de caso sobre a quebra de barreiras em matéria regulatória sobre fundos de capitais privados no contexto dos mercados emergentes.²⁵ Actualmente, Quênia possui sector financeiro robusto que favorece os investimentos em capitais privados, que é integrado por um sector bancário evoluído, um mercado de capitais privados em ascensão e uma Bolsa de Valores eficiente. Sob o prisma jurídico, o Quênia dispõe de um quadro regulatório em construção que busca inspirar-se em boas práticas internacionais para investimento privado, possui uma estrutura judicial consolidada e um regime jurídico contratual sofisticado. As particularidades do país oferecem uma oportunidade valiosa para compreender a adaptabilidade do financiamento de capital privado aos ambientes jurídicos e institucionais locais. Essas condições fazem do Quênia uma escolha exemplar para os fins do presente estudo.

A evolução da estrutura dos Fundos de Capitais privados

Até 2011, o *Capital Markets Authority Act de 1989* impunha que os fundos de capitais privados fossem constituídos sob forma de “*company limited*”, única estrutura admitida por lei. Na mesma época, o *Companies Act de 1962*,²⁶ previa apenas três (3) tipos societários, a saber,

²⁵O Quênia integra os três principais países na actividade de capital privado na África Oriental, ocupando a primeira posição na região da África Oriental na categoria de VC, conquistado o posto de primeiro país em volume de negócios, com 137 transacções totalizando US\$1,7 mil milhões, de acordo com o relatório da AVCA 2022-2023. *East Africa in Numbers*. Disponível em: https://www.avca.africa/media/otn1td5/avca23-24-regions-east-africa-in-numbers_2.pdf. Acesso em: 8 jun. 2024.

²⁶ Revogado pelo Companies Act (No.17 of 2015), Quênia enveredou por um caminho de modernização do seu regime jurídico das sociedades comerciais, uma vez que este não tinha sido revisto desde o período colonial. Harney, R. *The New Companies Act 2015 has Come into Operation in Kenya*. Bowman Gilfillan

*sociedades limitadas por quotas; sociedades limitadas por garantia; e sociedades ilimitadas*²⁷, não sendo nenhuma dela equiparável as *Limited Partnerships*, discutidas no Capítulo II. Não obstante a existência de regulamentos paralelos em matéria de VC e funcionamento do mercado de Capitais Privados, a GPCA tendo o mesmo entendimento que boa parte da literatura ocidental, sugeria que se criassem estruturas corporativas similares as tradicionais estruturas de PE/VC, pois, era um dos critérios que investidores usavam para seleccionar jurisdições elegíveis para incorporação de fundos.

O governo Queniano, através da *Kenya Law Reform Commission*, partindo do pressuposto de que a adopção de um quadro regulamentar que fundos de capitais privados globais já estão familiarizados, seria vantajoso para o desenvolvimento do mercado de FCP, iniciou o processo de revisão legislativa, e no ano de 2012, publicou o *Limited Partnership Act*, inspirado no modelo americano e britânico, visto no Capítulo II. O regime jurídico das LLP passou a associar muitos dos atributos de uma sociedade empresarial com o objectivo de satisfazer as necessidades de organizações profissionais de gestores de fundos e outros serviços. Em termos de separação de funções, o *Limited Liability Act* reforçou a delimitação de funções entre os gestores de fundos (GP)²⁸ e os investidores em fundos (LPs), que já era comum, porém replicada por via contratual.²⁹

Um Sociedade de capital privado pode funcionar na forma de uma *Limited Liability Partnership*³⁰ e criar um fundo de capital privado sob a forma de um fundo *de Limited Liability Partnership*. Este fundo é constituído por um máximo de vinte (20) investidores. Um ou mais investidores actuam na qualidade de General Partner(s). O General Partner é responsável por

Africa Group's Coulson Harney, 2016, p. 1. Disponível em: <http://www.bowmanslaw.com/wp-content/uploads/2016/08/The-NewCompanies-Act-2015-Has-Come-into-Operation-In-Kenya.pdf>. Acesso em: 18 jul. 2024.

²⁷ Tradução nossa para: companies limited by shares; companies limited by guarantee; and unlimited companies.

²⁸ Cfr art. 6 do Limited Partnership Act de 2011.

²⁹ TUIMISING, N. R. *Private Equity in Kenya – An Analysis of Emerging Legal and Institutional Issues*. 2012. Tese (Doutorado em Direito) – University of Warwick, Warwick, 2012, p. 179.

³⁰ O artigo 6 da Limited Partnership Act 2011 estabelece que ao ser registada ao abrigo desta lei, uma sociedade de responsabilidade limitada torna-se uma pessoa colectiva com personalidade jurídica distinta da dos seus sócios (tradução nossa).

todas as dívidas e obrigações da empresa³¹. Funciona igualmente, como gestor do fundo e é responsável pela sua gestão nos termos do *Limited Partnership Agreement*.³²

Os outros investidores, são referidos como *Limited Partners*, estes contribuem com capital avaliado num determinado montante e não são responsáveis pelas dívidas ou obrigações da empresa para além do montante assim contribuído. O LPA define o período de vida do fundo, obrigando os investidores a permanecerem vinculados (até o montante total comprometido menos qualquer dinheiro que lhes seja devolvido após a saída do negócio) durante o período total de vida do fundo ou até que todos os investimentos tenham sido liquidados com sucesso.

Até então, o quadro regulamentar queniano que trata do Capital Privado era somente composto pelo Capital Markets Act 485A como lei aplicável e a *Capital Market Authority* (CMA), autoridade reguladora e fiscalizadora do Mercado de Capitais Privados.³³ A legislação queniana regula dois aspectos fundamentais, em primeiro lugar, as entidades que requerem licença e, em segundo lugar, as empresas que requerem autorização.

Os *Investment Advisors* e os gestores dos fundos devem ser autorizados nos termos da lei e as actividades de um Fundo de VC requerem a aprovação prévia da CMA.

Governança Corporativa

As normas de governança corporativa são igualmente abordadas pelos Registered Venture Capital 2007 na Parte V, que estipula que os gestores de fundos são obrigados a aplicar as políticas de investimento divulgadas na Parte III dos Regulamentos. Esta regulamentação estipula ainda os métodos através dos quais os gestores de fundos podem renunciar aos seus cargos, as formas como os gestores de fundos podem ser destituídos, a forma como as mudanças a nível da administração relativamente a novos gestores devem ser efectuadas e a forma como os novos gestores de fundos devem ser nomeados.

Benefícios Fiscais

³¹ KOCIS, James M.; BACHMAN, James C., IV; LONG, Austin M. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, p. 16. Disponível em: <http://site.ebrary.com/lib/uonbi/Doc?id=10371796&ppg=44>. Acesso em: 5 mai. 2024.

³² Cfr. Art. 2 do *CMA Act*.

³³ ONGORE, V. O.; KUSA, G. B. *Determinants of Financial Performance of Commercial Banks in Kenya*. *International Journal of Economics and Financial Issues*, v. 3, n. 10, p. 237-252, 2012.

Atendendo ao interesse do Governo em promover o investimento em VC no Quénia, os fundos de VC beneficiam de um regime fiscal especial e são regulados também pela Lei relativa ao Imposto sobre o Rendimento.

Actualizações legislativas

Tendo o regime *supra* sofrido críticas, pois, não existia no Quénia uma legislação/regulamentação global em matéria de PEVC, embora a CMA regulasse o subconjunto de fundos de PE/VC no âmbito do venture capital. Por conseguinte, aos 4 de Maio de 2024 a CMA promulgou regulamentos relativos aos Fundos de Investimento Alternativo (FIA) criando significativamente uma mudança de paradigma na regulamentação dos FCP, dando início a uma nova era de supervisão e governação.

3.2.2 Maurícias

Maurícia, uma pequena ilha situada no Oceano Índico, tem emergido como uma jurisdição exemplificante para investimentos na região africana ao longo das últimas duas décadas. A crise financeira global de 2008 catalisou uma busca por novas oportunidades de investimento, direcionando o interesse para mercados emergentes. A Maurícia, inserida no contexto africano, apresentou-se como uma plataforma estratégica para tais investimentos, oferecendo um ambiente regulatório e fiscal atrativo. O país combina um sistema jurídico em evolução com uma infraestrutura fiscal e administrativa que suporta eficazmente a estruturação e gestão de fundos de capitais privados.

Estrutura Jurídica e Fiscal dos FCR

A Maurícia disponibiliza uma vasta gama de entidades que facilitam uma estruturação eficiente para investimentos. Ao contrário de outras jurisdições, Maurícia incorporou recentemente a "Limited Partnership Act" em seu ordenamento jurídico. No entanto, a maioria dos fundos de capitais privados ainda é estruturada como empresas sob a Lei das Sociedades de 2001.

Categorias de Veículos Legais

As *Mauritius Category 2 Global Business Companies* (GBC2) são veículos ideais para fins comerciais ou para a gestão de ativos privados. As principais características das GBC2 incluem:

- Isenção de impostos;
- Acesso a acordos de dupla tributação;
- Máxima confidencialidade;
- Órgão de supervisão autónomo Financial Services Commission (FSC);
- Possibilidade de transferência para outra jurisdição;
- Estabelecimento em 48 horas;

Estruturação de Fundos de Capitais Privados

Limited Partnerships

As sociedades limitadas são frequentemente utilizadas na estruturação de fundos de capitais privados devido à sua flexibilidade. Em uma sociedade, todos os investidores em uma classe de ações compartilham os mesmos direitos, enquanto numa sociedade limitada, o acordo de sociedade pode permitir que um ou mais sócios tenham direitos diferenciados. Durante o período de investimento ou nas fases iniciais, o fundo pode necessitar de injeções adicionais de capital.

- **Limited Partnership com Personalidade Jurídica Separada:** Pode optar por ter personalidade jurídica própria, permitindo que a sociedade actue, em nome próprio, Os bens da sociedade são detidos pela própria sociedade e não pelos General Partners.
- **Limited Partnership sem Personalidade Jurídica Separada:** Se não optar por ter personalidade jurídica separada, a sociedade não é distinta de seus proprietários.
- **Limited Partnership com Estrutura Fiscal Opaque:** Pode optar por ser tributada a 15% em Maurícia, beneficiando de créditos fiscais estrangeiros e, com uma licença *GBCI*, pode obter benefícios fiscais e os seus lucros são isentos de impostos nas Maurícias.
- **Limited Partnership com Estrutura Fiscal Transparente:** Regra geral, caso não opte por nenhuma das modalidades acima listadas, a Limited Partnership será considerada uma entidade transparente para fins fiscais, não sendo sujeita a impostos em Maurícia.

As Sociedades Gestoras

São geralmente registadas perante FSC para estabelecer e administrar *Global Business Companies*. Os serviços fornecidos pela Sociedade Gestora incluem, Administração de fundos, Trusts e fundações; Contabilidade; e Tributação.

A Sociedade Gestora actua como um ponto de contacto único, lidando com bancos, advogados, reguladores e auditores em nome do cliente. Além disso, auxilia na estruturação adequada do fundo, na assessoria fiscal e na elaboração de documentos constitutivos.

3.3 Quadro Regulatório dos Fundos de Capitais Privados em Moçambique

A primeira menção aos Fundos de Capitais Privados em Moçambique, surge com a introdução ao regime jurídico dos Fundos e Sociedades de Capitais de Risco³⁴ em Moçambique há 25 anos, mais concretamente no ano de 1999, com a entrada em vigor do Decretos n.º 56/99 de 8 de Setembro vigora até aos dias actuais regulando a constituição e funcionamento dos fundos de investimento de capital de risco e o Decreto n.º 57/99 de 8 de Setembro que regulava a constituição e exercício da actividade das sociedades de capital de risco sendo supletivamente regulada pelo direito aplicável às instituições de intermediação financeira não monetárias e às instituições de crédito. O legislador prontamente, justificou na redacção dos preâmbulos de ambos instrumentos legais *i)* a necessidade de distinguir o Regime Jurídico dos Capitais Privados dos demais Fundos de investimento dos FCR dada a especificidade do seu objectivo e indo mais a fundo, no preâmbulo do segundo Decreto, este deixa claro o objectivo que se pretendia alcançar com o estabelecimento de um regime jurídico próprio das SCR *ii)* garantia de que a actividade de capital de risco produza os seus múltiplos efeitos positivos, dentre os quais o apoio à iniciativa empresarial privada e a promoção do investimento produtivo financiado, principalmente, por capitais próprios, tornando-se necessária a sua regulamentação, e subsequente fiscalização das condições do seu exercício.

Ainda no ano de 1999, sensivelmente dois meses pós estabelecimento dos Regimes Jurídicos de FCR e SCR, foi aprovada a Lei n.º 15/99 que regulava o estabelecimento e o exercício da actividade das instituições de crédito e das Sociedades Financeiras, que acresce o elemento temporal á previa definição das SCR, trazendo consigo igualmente, uma alteração na classificação das SCR, passando a classificar as mesmas como Sociedades Financeiras, contrariando o regime prévio que as classificava como Sociedades Comerciais que dado o seu objecto específico, eram regulamentadas por regime próprio (*vide* Anexo III – Tabela

³⁴ O legislador veio definir a Actividade de Capital de Risco, como a aquisição de partes de capital de empresas de grande potencial de crescimento, com objectivo de as rentabilizar e obter, com a posterior venda das participações sociais, o retorno dos fundos aplicados e um lucro adicional

Comparativa do Regime Jurídico de Capitais de Risco em Moçambique). Este instrumento á priori revelou o intento do legislador de desautonomizar o Regime Jurídico das Sociedades de Capitais de Risco, tendo este sido efectivado com a aprovação do Decreto 1/2001 que prova o Regulamento da Lei n.º 15/99, de 1 de Novembro que expressamente revogou o decreto n.º 57/99, colocando, por sua vez as Sociedades de Capitais de Risco como uma das subcategorias das Sociedades Financeiras, sujeitas a todas as formalidades previstas para a constituição de uma Sociedade Financeira, prevendo que: “A constituição de instituições de crédito e das sociedades financeiras depende de autorização a conceder, caso a caso, pelo Ministro do Plano e Finanças, ouvido o Banco de Moçambique.”³⁵ Como consequência imediata da classificação das SCR’s como Sociedade Financeira, o órgão competente para regulamentar e fiscalizar o sector é o Banco de Moçambique.

No ano de 2020, mais concretamente a 31 de Dezembro de 2020 foi publicada a Lei n.º 20/2020: Lei das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e revoga a Lei n.º 15/99. A presente lei, manteve os elementos definidores das SCR, permanecendo a sua definição como sociedade financeira que tem por objecto principal o apoio e a promoção do investimento em empresas, através da participação temporária no respectivo capital social, nos termos definidos pela legislação aplicável.

O entrave legislativo que se afigurou de 2020 até julho 2024, foi devido a ausência de regulamento actualizado, tendo estado durante esse período, a Lei 20/2020, sujeita ainda ao regime regulatório da Lei 1/2001, deixando a desejar, qualquer intuito de evolução do regime jurídico das SCR que conforme a definição *supra*, deveria estar sujeito à legislação aplicável.

O legislador Moçambicano, de modo a colmatar o vazio que se verificou dentro dos passados anos, aprovou o Decreto n.º 50/2024, o Regulamento da Lei das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, que na Secção V, entre o artigo 84 e 90 regula as Sociedades de Capital de Risco.

Em suma, não obstante a aprovação Lei 20/2020 regulada pelo Decreto 50/2004, o Regime Jurídico dos FCR não foi acompanhado de qualquer evolução legislativa.

³⁵ Cfr Art 13 da Lei n.º 15/99 de 01 de Novembro.

CAPÍTULO IV - ANÁLISE CRÍTICA DA ESTAGNAÇÃO E DA (DES)EVOLUÇÃO REGULATÓRIA EM MOÇAMBIQUE

i) Definição de Fundo de Capital de Risco

Como ponto de partida para uma análise crítica do quadro regulatório vigente em Moçambique no que tange aos Fundos de Capital Privado (FCP), é imperativo, em primeiro lugar, examinar a definição proposta pelo legislador. Os FCRs foram introduzidos e são actualmente regulados pelo Decreto 57/99 de 8 de Setembro, no ano de 1999, sendo definidos como “*instrumentos de investimento, de capital fixo, mas susceptível de ser aumentado no período de duração dos mesmos, cujo património se destina a ser investido na actividade de capital de risco*”.³⁶

A primeira questão que se coloca, no contexto da definição estabelecida pelo legislador, refere-se ao termo “Capital de Risco” adoptado na legislação. Conforme abordado no Capítulo I, o termo “Capital de Risco” tem sido criticado por desvirtuar, em certa medida, o sentido original dos investimentos visados, sendo ao mesmo tempo, por via de tradução literal, sinónimo de *Venture Capital*, uma das modalidades de investimento em capital privado, que possui características específicas e distintas.

O legislador, buscou ainda, definir a actividade de capital de risco em Moçambique, definindo-a como “a aquisição de partes de capital de empresas de grande potencial de crescimento”. Ao nosso ver, a definição apresentada é excessivamente genérica e não reflecte a complexidade do mercado de capitais privados, que inclui tanto Private Equity (PE) quanto Venture Capital (VC). A definição em Moçambique, ao amalgamar esses dois conceitos, parece desconsiderar essas diferenças essenciais, e essa falta de clareza, gera incertezas sobre a aplicação prática das normas e limitando a capacidade de atrair investimentos, pois não só prejudica a compreensão dos limites legais das operações, mas também pode afectar negativamente a eficácia do mercado de capitais privados no país.

Portanto, é fundamental revisar e aprimorar a definição legislativa para refletir a realidade do mercado de capitais privados. Especificar de maneira mais precisa as diferenças entre VC e PE ajudará a alinhar a legislação com as melhores práticas internacionais e a promover um ambiente mais atrativo e transparente para investidores.

³⁶ Cfr art 2 do Regulamento dos FCR.

ii) A Natureza jurídica dos FCR

Ainda no contexto da definição *supra*, a segunda questão que se pretende clarificar é de como, então, classificar e enquadrar esta realidade sob o ponto de vista da sua natureza jurídica, buscando, delimitar, se estamos perante um tipo societário, se a lei exige forma legal para sua constituição, e se, um fundo, no âmbito do regime jurídico Moçambicano, possui ou não personalidade jurídica. Actualmente, em literatura especializada, são encontradas diversas teorias que buscam justificar a natureza jurídica de um Fundo de Investimento, a saber, Teoria da Copropriedade, da propriedade em mão comum, da propriedade fiduciária, da organização associativa, da comunidade de bens não condominial e do património separado/autónimo. Conforme visto nos regimes jurídicos abordados, a Teoria Societária/ associativa tem sido a opção adoptada por ordenamentos jurídicos avançados em matéria de FCP. Esta teoria define o fundo como uma estrutura associativa, com personalidade e capacidade distintas de seus membros. A falta de frontalidade do legislador ao caracterizar este instituto torna ainda mais difícil determinar qual é a natureza jurídica de um FCR, e mais uma vez a falta de clareza, pode repercutir na multiplicação de incertezas quanto a segurança jurídica do investimento em PE/VC através dois veículos previstos no ordenamento jurídico pátrio.

iii) Benefícios Fiscais

Moçambique, ao contrário progresso observado em outros mercados emergentes, como o Quênia e Maurícias, que têm implementado medidas legislativas visando flexibilizar os regimes de tributação, e criar, por outro lado, benefícios fiscais ³⁷ aos investidores, tem se mostrado inerte. Segundo Teodoro Waty (2007, p. 215), a política de intervenção do Estado na vida económica pode ser através de um conjunto de medidas legislativas, administrativas ou convencionais. Através da aplicação de medidas equiparáveis, o Estado influenciaria o comportamento dos agentes económicos tendo como objectivo o bem-estar social e a promoção do investimento. Portanto, visando criar um ambiente favorável ao desenvolvimento do mercado de PE/VC, que longo prazo, contribuiriam para o posicionamento do país como um destino preferencial para fundos de PE/VC, aproveitando os benefícios económicos e sociais que esses investimentos proporcionam.

³⁷ Os benefícios fiscais, definidos como vantagens ou desagravamentos fiscais como isenções e reduções de taxas, são fundamentais para incentivar o desenvolvimento económico. Segundo Waty (2007), esses benefícios visam reduzir o montante de impostos pagos para favorecer actividades de interesse público e promover o desenvolvimento económico.

iv) Entidade Regulatória Competente

O Regulamento de FCR não impõe nenhum requisito de forma para além da necessidade destes fundos serem constituídos por uma SCR e haver necessidade prévia autorização do BM mediante submissão dos seguintes documentos de suporte, a saber: *i)* Projectos de regulamento de gestão e de contrato de depósito; *ii)* Estudo de viabilidade económica e financeira do fundo; *c)* Exposição sobre a justificação e objectivos da constituição do fundo.

A primeira inquietação, surge quanto a eficácia da atribuição de poderes de regulamentação o sector de capitais privados ao Banco Central. Regra geral, a comissão de Valores Mobiliários, tal como ocorre nos EUA é a entidade competente para estruturar o mercado de capitais privados, onde os FCP geralmente se inserem. A CVM Moçambicana, deveria ser a autoridade adequada para garantir a disciplina e a eficiência do mercado, porém, esta se encontra inerte, sendo, o Banco de Moçambique a regulamentar o mercado, criando regras que proporcionem transparência e segurança jurídica aos investidores.

v) Estrutura dos Fundos de Capital de Risco e legislação arcaicas

Regra geral, os fundos de investimento são regulados por um uma lei do mercado financeiro, legislação relativa ao mercado de valores mobiliários ou uma lei especial aplicável aos FCP's, assim como ocorre nos EUA, beneficiando, os mesmos de isenções a certos requisitos do Investment Company Act de 1940, do Securities Act de 1933 e do Investment Advisers Act de 1940.

1) As Sociedades de Capital de Risco

Em Moçambique, as Sociedades de Capital de Risco (SCR) são definidas como sociedades financeiras objectivo de promover o investimento empresarial através da participação temporária no capital social das empresas³⁸. Apesar da importância das SCR na gestão de Fundos de Capital de Risco (FCR), a regulamentação actual revela-se inadequada, apresentando lacunas significativas quanto às responsabilidades específicas dos gestores e à supervisão detalhada das suas actividades. Apesar da recente entrada em vigor do novo regulamento das SCR, não foram notórias mudanças significativas, as práticas permanecem essencialmente similares ao regime jurídico que vigorava anteriormente (*vide* Anexo III).

³⁸ Lei 20/2020, Lei das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras – Anexo A.

Em contraste, o modelo regulatório adoptado nos Estados Unidos proporciona uma abordagem mais robusta e detalhada. Os gestores de fundos de Private Equity (PE) e Venture Capital (VC) que administram activos superiores a 150 milhões de dólares são obrigados a registar-se junto à SEC³⁹ e são regidos pelo Investment Adviser Act de 1940. Esta legislação oferece uma base regulatória baseada em princípios que impõe aos gestores um dever fiduciário para com os clientes, garantindo maior transparência e responsabilidade.

O modelo moçambicano, com sua regulamentação vaga e menos detalhada, está aquém das melhores práticas internacionais. A falta de especificidade nas responsabilidades dos gestores e a ausência de mecanismos robustos de supervisão e autorregulação podem comprometer não apenas a eficácia da gestão dos fundos, mas também a confiança dos investidores.

A experiência dos EUA sugere que uma regulamentação mais detalhada e adaptável pode alinhar melhor os interesses dos gestores com os dos investidores, promovendo um ambiente de investimento mais transparente e eficiente. Portanto, é imperativo que Moçambique reavalie e reforme suas práticas regulatórias, adoptando uma abordagem mais estruturada e transparente para melhorar a gestão e supervisão dos Fundos de Capital de Risco.

³⁹ Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission).

CAPÍTULO V - CONCLUSÕES

A presente monografia analisou o regime jurídico dos Fundos de Capitais Privados em Moçambique, evidenciando sua obsolescência face às melhores práticas dos mercados desenvolvidos, que têm sido implementadas por mercados emergentes como Quênia e Maurícias. Através de um estudo comparativo com outras jurisdições, foi possível concluir que o arcabouço jurídico vigente é insuficiente para atender às complexidades e dinâmicas actuais dos fundos de PE e VC, prejudicando o crescimento do mercado de capitais privados nacional.

Para mitigar as referidas deficiências e superar os obstáculos identificados, propõem-se as seguintes reformas jurídico-estruturais:

- Revisão do Regulamento dos FCR e distinção dos segmentos de PE/VC.
- Estabelecimento de um novo Regime Jurídico das Sociedades Gestoras robusto e que as exclua do rol de sociedades financeiras.
- Integração dos fundos de PE/VC no Código de Valores Mobiliários.
- Autonomização da Central de Valores Mobiliários.
- Criação e regulamentação de um tipo societário equiparável às *Limited Partnerships*.
- Adopção de padrões internacionais de transparência fiscal.
- Harmonização dos incentivos fiscais.

Em suma, a modernização do regime jurídico moçambicano é crucial para alinhar o mercado de capitais privados às melhores práticas internacionais e promover um ambiente mais competitivo e eficiente. A implementação dessas reformas contribuirá significativamente para o crescimento e a evolução do mercado de capitais em Moçambique, posicionando-o de forma mais competitiva no contexto dos mercados emergentes.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS

Obras de Referências

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso De Direito Comercial: Das Sociedades*. Volume 2. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2019.
- BARRECHI, Faysal. *A Competition Law Analysis of Private Equity "Club Deals"*. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- BLANK, S.; DORF, B. *The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*. K&S Ranch, 2012.
- COOK, D. J. *Private Equity: Law and Practice*. Thomson Reuters, 2011. Disponível em: <https://archive.org/details/privateequitylaw0000cook/page/n5/mode/2up?view=theater>. Acesso em: 3 jul. 2024.
- CUMMING, Douglas (ed.). *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- CUMMING, Douglas; JOHAN, Sofia. *Regulatory Harmonization and the Development of Private Equity Markets*. Journal of Banking and Finance, 2007.
- GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.
- GOMPERS, Paul A.; KAPLAN, Steven N. *Advanced Introduction to Private Equity*. Elgar Advanced Introductions series. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2022.
- GROH, A.; von LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K.; BIESINGER, M. *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*. IESE Business School, 2010.
- KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Journal of Economic Perspectives, v. 23, n. 1, p. 121-146, 2009.
- KOCIS, James M.; BACHMAN, James C., IV; LONG, Austin M. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010. Disponível em: <http://site.ebrary.com/lib/uonbi/Doc?id=10371796&ppg=44>.
- METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital & The Finance of Innovation*. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010.
- MORLEY, John. *The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation*. Yale Law Journal, v. 123, mar. 2024. Disponível em: https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287_zmw59iqn.pdf. Acesso em: 28 jul. 2024.

- RIES, E. *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Business, 2011.
- RODRIGUES, Ana Maria; PASCOAL, Telmo Manuel Rebola. *A Recuperação Empresarial: Capital de risco - Uma Solução?*. Revista de Contabilidade e Comércio, Porto, v. 57, n. 226.
- SANTOS, Filipe Cassiano dos. *Estrutura associativa e participação societária capitalística: Contrato de Sociedade, Estrutura Societária e Participação do Sócio nas Sociedades Capitalísticas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.
- SCHWARTZ, Phyllis; BRESLOW, Stephanie R. *Private Equity Funds: Formation and Operation*. 2016.
- SPANGLER, Timothy. *The Law of Private Investment Funds*. Oxford: Oxford University Press, 2008.
- WATY, Teodoro Andrade. *Direito Financeiro e Finanças Públicas*. W&W, EDITORA LIMITADA, Maputo, 2011.
- WATY, Teodoro Andrade. *Direito Fiscal*. 3. ed. Maputo: W&W Editora, 2007.
- WATY, Teodoro Andrade. *Introdução às Finanças Públicas e Direito Financeiro*. W&W, EDITORA LIMITADA, Maputo, 2004.

Revistas

- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- KLONOWSKI, Darek. Mature and Not Mature Enough: Comparing Private Equity in Developed and Emerging Markets. *The Journal of Private Equity*, v. 21, n. 4, p. 22-37, 2018. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/26864401>.
- VASCONCELOS, Pedro Pais de. *O acionista de capital de risco*. In: ALMEDINA. *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2012.

Dissertações

- LEITE, César Ricardo. *Os Fundos de “Private Equity” como uma Alternativa de Financiamento de Capital de Risco às Empresas no Brasil, Através da Participação Acionária e Administrativa*. 1999. Dissertação (Mestrado) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, 1999.

- TESTA, Carlos Henrique Rodrigues. *O papel certificador dos fundos de private equity e venture capital na qualidade das empresas estreadas na BM&FBOVESPA*. 2013. Dissertação de Mestrado em Contabilidade– Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- TUIMISING, Nathan Ronoh. *Private Equity in Kenya: An Analysis of Emerging Legal and Institutional Issues*. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito) - University of Warwick, School of Law. Disponível em: <http://go.warwick.ac.uk/wrap/49637>. Acesso em: 28 jul. 2024.

Relatórios

AVCA. *Southern Africa Private Equity & Venture Capital Report 2023*. Disponível em: https://www.avca.africa/media/kjbdotqx/avca23-12-regions-southernafrica-report17apr_6.pdf.

Legislação

- LEI N.º 20/2020, de 31 de dezembro. Lei das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.
- LEI N.º 4/2009, de 12 de Janeiro Aprova o actual Código dos Benefícios Fiscais. 36.
- Decreto n.º 56/2009, de 7 de Outubro Aprova o Regulamento do Código dos Benefícios Fiscais, aprovado pela Lei n.º 4/2009, de 12 de Janeiro.
- DECRETO N.º 54/99, de 8 de setembro. Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento.
- DECRETO N.º 56/99, de 8 de setembro. Regula a constituição e funcionamento dos fundos de investimento de capital de risco.
- DECRETO N.º 50/2024, de 11 Julho. Aprova o Regulamento da Lei das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e revoga o Decreto n.º 56/2004, de 10 de dezembro.
- AVISO N.º 6/GBM/2019, de 27 de maio. Rácios e Limites Prudenciais dos Fundos de Investimento.

ANEXOS

Anexo I - Modalidades de Investimentos em PE/VC

Venture Capital	
Capital semente <i>(seed capital)</i>	Investimento destinado a empresas de pequeno ou médio porte, em fase inicial de desenvolvimento do produto ou serviço com base nos estudos e análises do mercado. Geralmente, considerando o tipo de investimento mais arriscado da indústria.
Capital de Arranque <i>(start-up)</i>	Aporte de capital para empresa em fase de estruturação (1 a 2 anos de existência). A partir desta fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efectuou estudos necessários para a implementação do plano de negócios.
<i>Other Early Stage</i>	Investimento concentrado em empresas que já desenvolveram o seu produto, mas o lucro ainda não foi gerado. É utilizado para melhorar os processos de fabrico, comercialização, e o marketing.
Expansão <i>(expansion)</i>	Investimento orientado a empresas que se situem na fase de maturidade, mas sem meios para expandir o negócio. Tem como objectivo a expansão dos negócios, aumento da capacidade produtiva ou para o desenvolvimento de técnicas mais eficientes.
Private Equity	
Estágio avançado <i>(later stage)</i>	Investimento em empresas amadurecidas. Aporte dado a empresas com elevado nível de desenvolvimento, já está estabelecidas no mercado e que já apresentam fluxo de caixa positivo.
Financiamento de aquisições <i>(acquisition finance)</i>	Capital para aquisições. Investimento realizado para crescimento por meio de aquisições. Expansão vertical e/ou horizontal.
Tomada de controle pelos executivos <i>(management buyout)</i>	Aporte de capital para financiar a aquisição de controlo sobre a organização, investindo em uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objectivam adquirir o controlo de uma empresa.
<i>Management Buy-in</i>	Investimento que apoia a tomada do controlo de uma empresa (através da aquisição de acções) por parte do conjunto de accionistas de outra empresa exterior;

<i>Buy-in Management Buy-out (BIMBO)</i>	Investimento utilizado para permissão do controlo da empresa pela equipa de gestão interna, auxiliada pela entrada de uma equipa de gestores externa.
Institucional Buy-out (IBO)	Investimento implicado no envolvimento extraordinário do investidor de CP, permitindo à GP e LP o controlo da empresa;
Estágio pré-emissão (<i>bridge finance</i>)	Aporte feito quando a empresa planeia se listar em bolsa de valores em um prazo de até dois anos.
Capital de substituição (<i>Replacement Capital</i>)	Investimento com o objectivo de um dos accionistas/sócios da empresa efectuar a aquisição de parte ou a totalidade de outro accionista/sócio;
Recuperação empresarial (<i>distressed</i>)	Investimentos destinados à reestruturação de empresas em dificuldade financeira.
Mezanino	Investimento em empreendimento com alto potencial de geração estável de caixa por meio de instrumentos de dívida subordinada.
PIPEs (<i>Private Investment in Public Equity</i>)	Alocação de recursos na aquisição de participação social em empresas já listadas em bolsa de valores e que, geralmente, possuem baixa liquidez.
<i>Greenfield</i>	Investimentos que envolvem projetos embrionários, ainda no papel, em áreas com pouca ou com nenhuma estrutura física e/ou instalação pré-existente. Normalmente relacionados a projetos imobiliários, florestais, de energia e infraestrutura.

Tabela 1: (Adaptado de Carlos Testa, 2013)

Anexo II - Regime Jurídico dos Fundos de Capitais Privados no Quénia

Lei/Regulamento	Função
The Capital Markets Authority Act (Cap 485 A)	Instituiu a Autoridade Reguladora dos Mercados de Capitais, que é a entidade reguladora dos serviços financeiros no Quénia.
The Retirement Benefits Act, 1997 and Schedule G to the Act	Regula o tipo de investimentos efectuados pelos fundos de pensões, bem como as actividades dos gestores de fundos.
The Proceeds of Crime and Anti-money Laundering Act No. 9 of 2009	Estabelece o quadro regulamentar que trata dos crimes financeiros.
The Competition Act No.12 of 2010	Rege a concorrência entre empresas no Quénia. Aborda a questão da pluralidade de directores.
The Companies Act	Prevê a <i>Limited Liability Company</i> como um veículo alternativo através do qual os fundos de capitais privados podem ser operados. Contém igualmente disposições relativas à estruturação do capital.
The Limited Partnership Act	Prevê a figura da “ <i>limited liability partnership</i> ” como veículo através do qual um fundo de capitais privados pode ser operado.
The Capital Markets (Registered Venture Capital Companies) Regulations, 2007	Regula as actividades das sociedades de VC registadas.
The Capital Markets (Collective Investment Schemes Regulations) 2001	Regula as actividades dos regimes de investimento coletivo no Quénia.
The Capital Markets (Securities) (Public Offers, Listing and Disclosures) (Amendment) Regulations 2001	Regula actividades como as IPO e a cotação de empresas na Bolsa de Valores de Nairobi.

Anexo III — Tabela Evolutiva da Regulamentação das SCRs em Moçambique

	Decreto 57/99	Decreto n.º 11/2001	Decreto n.º 56/2004 de 10 de Dezembro	Lei 20/2020
Definição de SCR	Sociedade que tem por objecto principal o apoio e a promoção de investimento em empresas através da participação social; (art 2)		Sociedades financeiras que tem por objecto o apoio e promoção do investimento em empresas, através da participação temporária no respectivo capital social. (Art 2/2)	Sociedade financeira que tem por objecto principal o apoio e a promoção do investimento em empresas, através da participação temporária no respectivo capital social, nos termos definidos pela legislação aplicável. (Anexo A – Glossário)
Operações Acessórias	Da prestação de assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial das sociedades em cujo capital social participem e, bem assim, Ii)realizar estudos técnico-económicos por conta das mesmas empresas nas quais tencionem adquirir participação. (art 3)	Assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial das sociedades em cujo capital social participem e, bem assim, realizar estudos técnico-económicos por conta das mesmas empresas ou de empresas nas quais tencionem adquirir participação. (art 97)		
Requisitos	i)Adoptar a forma de sociedade anónima; ii) Fazer prova de que uma fracção do seu capital social não inferior ao mínimo legal, fixado nos termos do n.º 1 do artigo 6, foi realizada e depositada numa instituição de crédito a operar em Moçambique. (art 2/2)	i) <i>idem</i> ii)Ter o capital social representado por acções nominativas ou ao portador registadas. (art 98)		

Capital Social	O Banco de Moçambique fixará, mediante aviso, o capital social mínimo que as sociedades de capital de risco devem possuir. O capital social deve ser representado por acções nominativas ou ao portador registadas. (art 6)		Compete ao Banco de Mocambique fixar, por aviso, o capital social mínimo das instituições de crédito e sociedades financeiras. (art 61)	Compete ao Banco de Moçambique fixar, por Aviso, o capital social mínimo das instituições de crédito, sociedades financeiras, bem como o capital dos operadores de microfinanças. (art 81)
Autorização de Constituição	A constituição de sociedades de capital de risco depende de autorização prévia a conceder, caso a caso, pelo Conselho de Ministros, sob parecer do Banco de Moçambique. (art 4)		A constituição de instituições de crédito e das sociedades financeiras depende de autorização a conceder, caso a caso, pelo Ministro do Plano e Finanças, ouvido o Banco de Mocambique (art 13)	A constituição de instituições de crédito e sociedades financeiras depende de autorização a conceder, caso a caso, pelo Governador do Banco de Moçambique. (art 16)
Supervisão	1. As sociedades de capital de risco estão sujeitas à supervisão do Banco de Moçambique. 2. A contabilidade das sociedades de capital de risco é organizada de acordo com normas emitidas pelo Banco de Moçambique. (art 12)		(...) incumbe ao Banco de Mocambique, de acordo com a sua Lei Orgânica e o presente diploma. (art 55)	(...) incumbe ao Banco de Moçambique, de acordo com a sua Lei Orgânica e a presente Lei. (art 57)

Requisitos do Pedido de Constituição

O pedido de constituição de sociedades de capital de risco deve ser apresentado, em triplicado, no Banco de Moçambique acompanhado dos seguintes elementos:

- a) Projecto de estatutos;
- b) Identificação dos accionistas fundadores e das respectivas participações;
- c) Certificado de registo criminal dos accionistas fundadores;
- d) Indicação do montante de capital social e a sua forma de realização;
- e) Estudo de viabilidade económica e financeira;
- f) Plano de actividade e especificação dos meios técnicos e humanos a utilizar.

(Art 4.3)

- a) caracterização do tipo de instituição a constituir e exposição fundamentada sobre a adequação da estrutura accionista à sua estabilidade;
- b) projecto de estatutos;
- c) programa de actividades, implantação geográfica, estrutura orgânica e meios humanos, técnicos e materias a serem utilizados;
- d) contas provisionais para cada um dos três primeiros anos de actividade.
- e) Identificação dos accionistas fundadores, com especificação do capital por cada um subscrito.
- f) Declaração de compromisso de que no acto da constituição e como sua condição, se demostre estar depositado numa instituição de crédito a operar no país o montante do capital social exigido por lei.

(art 14)

- a) (...); b) (...);
- c) (...) incluindo informação sobre a arquitectura da infra-estrutura tecnológica, a serem utilizados;
- d) contas provisionais para cada um dos (...) três anos, quando se trate de sociedades financeiras;
- e) identificação dos sócios ou accionistas fundadores, com especificação do capital por cada um subscrito e dos beneficiários efectivos da participação;
- f) documento comprovativo da proveniência dos fundos a afectar e mobilizar na instituição;
- g) informação sobre o sistema de governação da sociedade;
- h) declaração de que os fundos a afectar e a mobilizar não são de proveniência ilícita ou criminosa;
- i) declaração emitida pela autoridade competente ou, na sua impossibilidade, compromisso de honra de que não se verifica nenhuma das circunstâncias referidas nos números 3 e 4 do artigo 28, da presente Lei e tratando-se de pessoa singular, certificado de registo criminal válido;
- j) comprovativo de depósito prévio indisponível, efectuado no Banco de Moçambique, correspondente a 5% do capital

				<p>social da instituição, ou uma garantia bancária de igual valor aceite pelo Banco de Moçambique;</p> <p>k) plano de execução de operações cambiais, conforme aplicável ao programa de actividade dos proponentes;</p> <p>l) quando o requerente seja uma instituição de crédito ou sociedade financeira com sede no estrangeiro, prévia autorização da autoridade de supervisão ou de regulação do país de origem. (art 17)</p>
Operações Activas	<p>a) Adquirir, a título originário ou derivado, alienar ou onerar quaisquer títulos ou participações no capital de sociedades, bem como efectuar prestações suplementares de capital;</p> <p>b) Promover, em benefício das empresas por si apoiadas, a obtenção de crédito a médio e longo prazos junto de instituições de crédito e outros estabelecimentos</p>	<p>a) Adquirir, a título originário ou derivado, alienar ou onerar quaisquer títulos ou participações no capital de sociedades, bem como efectuar prestações suplementares de capital;</p> <p>b) Promover, em benefício das empresas por si apoiadas, a obtenção de crédito a médio e longo prazos junto de instituições de crédito e outros estabelecimentos financeiros e a colocação de acções, obrigações e</p>		

financeiros e a colocação de acções, obrigações e outros títulos de dívida negociáveis, emitidos por aquelas empresas e, bem assim, intervir, por qualquer outro modo, na preparação e colocação de tais títulos;

c) Participar na estruturação financeira de empresas, através de aquisição de créditos, por cessão ou sub-rogação, a converter integralmente em participações no capital social ou na subscrição de obrigações convertíveis em acções ou de quotas de capital, devendo aquela conversão ser requerida no prazo máximo de noventa dias;

d) Gerir fundos de investimento de capital de risco;

e) Subscrever obrigações de empresas sob qualquer forma legalmente permitida e proceder a outras aplicações nos mercados monetário e de capitais, nos termos e limites constantes da legislação em vigor.

(art 7)

outros títulos de dívida negociáveis, emitidos por aquelas empresas e, bem assim, intervir, por qualquer outro modo, na preparação e colocação de tais títulos;

c) Participar na reestruturação financeira de empresas, através da aquisição de créditos, por cessão ou subrogação, a converter integralmente em Participações no capital social ou na subscrição de obrigações convertíveis em acções ou de quotas de capital, devendo aquela conversão ser requerida no prazo máximo de 90 dias;

d) Gerir fundos de investimento de capital de risco;

e) Subscrever obrigações de empresas sob qualquer forma legalmente permitida e proceder a outras aplicações nos mercados monetário e de capitais, nos termos e limites constantes da legislação em vigor. (art 100)

Operações Vedadas

a) O exercício directo de qualquer actividade agrícola, comercial ou industrial;

b) A participação no capital de quaisquer instituições de crédito, auxiliares de crédito, instituições de intermediação financeira não monetária e empresas seguradoras;

c) A aquisição e posse de bens imóveis, para além dos necessários às suas instalações, excepto nos casos em que advenha por efeito de cessão de bens, dação em cumprimento ou qualquer outro meio legal de cumprimento de obrigações ou destinado a garantir tal cumprimento, devendo, em tais situações, proceder à respectiva alienação em prazo que só pode exceder dois anos se, em casos excepcionais, o Banco de Moçambique o autorizar;

d) A concessão de crédito ou a prestação de garantias sob qualquer forma ou modalidade, excepto às sociedades nas quais possuam participação, e apenas por meio de contratos de suprimentos não renováveis celebrados com estas sociedades até 50% da correspondente participação e por um prazo de dezoito meses.

2. A sociedade em cujo capital participe uma sociedade de capital

a) O exercício directo de qualquer actividade agrícola, comercial ou industrial;

b) A participação no capital de quaisquer instituições de crédito, sociedades financeiras e empresas seguradoras;

c) A aquisição e posse de bens imóveis, para além dos necessários às suas instalações, excepto nos casos em que lhes advenha por efeito de cessão de bens, dação em cumprimento ou qualquer outro meio legal de cumprimento de obrigações ou destinado a garantir tal cumprimento, devendo, em tais situações, proceder à respectiva alienação em prazo que só pode exceder dois anos se, em casos excepcionais, o Banco de Moçambique o autorizar;

d) A concessão de crédito ou a prestação de garantias sob qualquer forma ou modalidade, excepto às sociedades nas quais possuam participação, e apenas por meio de contratos de suprimentos não renováveis celebrados com estas sociedades.

2. À sociedade em cujo capital participe uma sociedade de capital de risco é vedado adquirir acções ou obrigações desta última. (art 102)

a) O exercício directo de qualquer actividade agrícola, comercial ou industrial;

b) A participação no capital de quaisquer instituições de crédito, sociedades financeiras e empresas seguradoras;

c) A aquisição e posse de bens imóveis, para além dos necessários às suas instalações, excepto nos casos em que lhes advenha por efeito de cessão de bens, dação em cumprimento ou qualquer outro meio legal de cumprimento de obrigações ou destinado a garantir tal cumprimento, devendo, em tais situações, proceder à respectiva alienação em prazo que só pode exceder dois anos se, em casos excepcionais, o Banco de Moçambique o autorizar;

d) A concessão de crédito ou a prestação de garantias sob qualquer forma ou modalidade, excepto às sociedades nas quais possuam participação, e apenas por meio de contratos de suprimentos não renováveis celebrados com estas sociedades.

2. À sociedade em cujo capital participe uma sociedade de capital de risco é vedado

	de risco é vedado adquirir acções ou obrigações desta última. (art 10)		adquirir acções ou obrigações desta última	
Limites e rácios prudenciais	Cabe ao Banco de Moçambique, mediante aviso, estabelecer os limites a observar pelas sociedades de capital de risco na realização de operações activas e, bem assim, outros limites e rácios prudenciais julgados necessários. (art 8)		Compete ao Banco de Moçambique, definir, por aviso, as relações a observar entre as rubricas patrimoniais e extra patrimoniais e estabelecer limites prudenciais à realização de operações que as instituições de crédito e sociedades financeiras estejam autorizadas a fazer. (art 64)	Compete ao Banco de Moçambique definir, por Aviso, as relações a observar entre as rubricas patrimoniais e extrapatrimoniais e estabelecer limites prudenciais à realização de operações que as instituições de crédito e sociedades financeiras estejam autorizadas a praticar. (art 85)

Reservas legais			<p>Uma fracção não inferior a 15% dos lucros líquidos apurados em cada exercício pelas instituições de crédito e sociedades financeiras deve ser destinada à formação de uma reserva legal até ao limite do capital social.</p> <p>(art 63/1)</p> <p>O Banco de Moçambique pode estabelecer critérios, gerais ou específicos, de constituição e aplicação das reservas mencionadas no número anterior. (art 63/3)</p>	<p>Uma fracção dos lucros líquidos apurados em cada exercício conómico pelas instituições de crédito e sociedades financeiras deve ser destinada à formação de uma reserva legal, nas seguintes proporções:</p> <p>a) 30%, quando as reservas constituídas forem inferiores ao capital realizado;</p> <p>b) 15%, quando as reservas constituídas forem iguais ou superiores ao capital realizado.</p> <p>(art 82/1)</p> <p>O Banco de Moçambique pode especificar uma proporção diferente do lucro líquido de cada ano a afectar às reservas, com a finalidade de garantir que o montante deste seja suficiente para efeitos do seu negócio e adequado em relação aos seus passivos. (82/3)</p>
Reservas Especiais			<p>Devem ainda as instituições de crédito e sociedades financeiras constituir reservas especiais destinadas a reforçar a situação líquida ou a cobrir prejuízos que a conta de lucros e perdas não possa suportar. (art 63/2)</p>	<p>Devem ainda, as instituições de crédito e sociedades financeiras constituir reservas especiais destinadas a reforçar a situação líquida ou a cobrir prejuízos que a conta de lucros e perdas não possa suportar. (art 82/2)</p>

<p>Recursos alheios</p>	<p>As sociedades de capital de risco podem obter os seguintes recursos alheios:</p> <p>a) Financiamentos, junto de instituições de crédito e de outras instituições financeiras, até 50% do montante dos seus fundos próprios;</p> <p>b) Emissão de obrigações, nos termos estabelecidos no Código Comercial e demais legislação;</p> <p>c) Outros recursos no mercado nacional ou estrangeiro, nos termos da legislação em vigor. (art 9)</p>	<p>As sociedades de capital de risco podem obter os seguintes recursos alheios:</p> <p>a) Financiamentos, junto de instituições de crédito e de outras instituições financeiras;</p> <p>b) Emissão de obrigações, nos termos estabelecidos no Código Comercial e demais legislação;</p> <p>c) Outros recursos no mercado nacional ou estrangeiro, nos termos da legislação em vigor. (art 101)</p>		
<p>Aquisição ou aumento de participação qualificada)</p>			<p>A pessoa singular ou colectiva, directa ou indirectamente, pretenda deter participação qualificada numa instituição de crédito ou sociedade financeira, deve comunicar previamente ao Banco de Moçambique o seu projecto e o montante da participação. (art 65/1)</p>	<p>Os sócios ou accionistas que pretendam alienar partes sociais em instituições de crédito ou sociedades financeiras, consideradas participações qualificadas nos termos da presente Lei, devem requerer a autorização prévia do Banco de Moçambique, indicando no seu pedido o montante da participação e instruindo-o, para além do projecto, com os elementos referidos nas alíneas e), f), h) e k), do número 1 e no número 4, do artigo 17 da presente Lei consoante o adquirente seja pessoa singular ou colectiva. (art 97)</p>

Representação nos órgãos sociais de outras empresas	As sociedades de capital de risco podem, directamente ou mediante representação, participar nos órgãos sociais das empresas em que participem. (art 11)	As sociedades de capital de risco podem, directamente ou mediante representação, integrar os órgãos sociais das empresas em que participem. (art 103)		
Regime Especial			Por legislação especial, as sociedades financeiras podem ser isentas da aplicação de certas regras referentes à administração e fiscalização, regras de conduta e normas prudenciais e de supervisão. (art 115)	Por legislação especial, as sociedades financeiras podem ser isentas da aplicação de certas regras referentes à administração e fiscalização, bem como às normas prudenciais e de supervisão. (art 223)
Norma supletiva	Em tudo o que não estiver previsto no presente diploma as sociedades de capital de risco regem-se pelo direito aplicável às instituições de intermediação financeira não monetárias e às instituições de crédito, por essa ordem. (art 13)			