



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

**O Financiamento das Startups: Especificidades face ao modelo
empresarial tradicional**

Maria João Martinho

62873

Orientadora: Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Mestrado em Direito e Prática jurídica- Direito da Empresa

Lisboa, 2025

“Success consists of going from failure to failure without loss of enthusiasm”

Winston Churchill

AGRADECIMENTOS

A realização desta dissertação de mestrado representa o culminar do meu percurso académico, durante o qual pude contar com o apoio de várias pessoas cuja presença foi essencial e sem as quais também este trabalho não teria sido possível.

Em primeiro lugar, agradeço à minha orientadora, a Professora Dra. Ana Perestrelo de Oliveira, pela orientação e pela partilha de conhecimentos e de experiência ao longo de todo o processo.

Agradeço também aos Professores e Colegas que me acompanharam ao longo dos últimos anos na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pelo seu contributo para o meu crescimento pessoal e profissional.

Aos meus amigos, agradeço pela companhia, pela entreaajuda e por terem tornado esta jornada um pouco mais leve e divertida.

E por último, mas não menos importante, agradeço à minha Família, ao meu Namorado e aos meus Pais, pelo apoio, paciência e pelo incentivo nos momentos mais exigentes. Sem vocês, nada disto teria sido possível.

A todos, o meu muito obrigado.

RESUMO

A crise económica de 2008 e a revolução tecnológica impulsionaram o surgimento e o crescimento das startups, operando uma profunda mudança no setor empresarial e financeiro português.

A Inovação ganha cada vez mais terreno e dá origem a novos modelos de negócios, capazes de revolucionar a forma como acedemos a produtos e serviços, mas que devido ao seu carácter marcadamente tecnológico necessitam de um fluxo de caixa abundante para desenvolver a sua atividade e implementar-se no mercado. Desta feita, surgiram também novas formas de financiamento, familiarizadas com o risco e por isso capazes de financiar estas empresas disruptivas e com potencial de escalar a sua atividade, e que aplicam a tecnologia ao setor financeiro -as formas de financiamento fintech- de forma a colmatar a lacuna de financiamento e redefinir as relações comerciais e financeiras como as conhecemos- desburocratizando-as e simplificando-as

Tornou-se assim imperativo adaptar o nosso ordenamento jurídico a estas inovações, garantir a proteção e a confiança de todos os intervenientes nestes novos mercados financeiros, sem comprimir a inovação nem desacelerar o desenvolvimento do tecido empresarial português.

Este estudo pretende assim sobretudo perceber os aspetos que distinguem as startups dos modelos de negócio tradicionais, focando-se em especial nas suas necessidades de financiamento e nos regimes jurídicos que as sustentam. Através de uma perspetiva de direito empresarial, propomos a análise das diferentes fases destas empresas, as suas oportunidades de financiamento e crescimento, bem como as adaptações realizadas ao sistema empresarial, financeiro e jurídico português.

Palavras-Chave: Startups; Inovação; Risco; Financiamento; Fintech.

ABSTRACT

The economic crisis of 2008 and the technological revolution drove the emergence and growth of startups, bringing a profound change in the Portuguese business and financial sector.

Innovation is gaining more and more ground and giving rise to new business models, capable of revolutionizing the way we access products and services, but which, due to their highly technological nature, require an abundance of cash flow to develop their activity and establish themselves on the market. As a result, new forms of financing have also emerged, familiar with risk and therefore capable of financing these disruptive companies with the potential to scale their activity and which apply technology to the financial sector - fintech forms of financing - in order to bridge the financing gap and redefine commercial and financial relations as we know them - cutting red tape and simplifying them

It has therefore become imperative to adapt our legal system to these innovations, to guarantee the protection and trust of all those involved in the new financial markets, without stifling innovation or slowing down the development of the portuguese business fabric.

The main aim of this study is to understand the aspects that distinguish startups from traditional business models, focusing in particular on their financing needs and the legal systems that support them. From a business law perspective, we propose an analysis of the different phases of these companies, their financing and growth opportunities, as well as the adaptations made to the portuguese business, financial and legal system.

Keywords: Startups; Innovation; Risk; Financing; Fintech.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

EUA- Estados Unidos da América

NDA- Non Disclosure Agreement

PME- Pequena e Média Empresa

SA- Sociedade Anónima

RNI- Rede Nacional de Incubadoras

RNH- Residente Não Habitual

ERNH- Estatuto dos Residentes Não Habituais

IAPMEI- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação- atualmente designado como Agência para a Competitividade e Inovação, I.P.

PRR- Plano de Recuperação e Resiliência

CEI- Conselho Europeu de Inovação

UE- União Europeia

MVP – Minimum Viable Product

IPO- Initial Public Offering

ICO- Initial Coin Offerings

DeFi- Decentralized Finance ou Finanças descentralizadas

P2P- Peer-to-peer ou ponto para ponto.

RJFC- Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo- Lei n.º102/2015, de 24 de agosto

CMVM-Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

ESMA- European Securities and Markets Authority ou Autoridade europeia dos valores mobiliários e dos mercados

FIF- Ficha de Informação Fundamental sobre o Investimento

APBA- Associação Portuguesa de Business Angels

EBAN- European Business Angels Network

BAE- Business Angels Europe

SAFE- Simple Agreement for Future Equity

SCR- Sociedades de Capital de Risco

FCR- Fundos de Capital de Risco

ICR- Investidores em Capital de Risco

CIRS- Código do IRS

DLT- Distributed Ledger Technology ou tecnologia de registo distribuído

MiCA- Markets in Crypto Assets ou Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 31 de maio de 2023

NFT- Non Fungible Tokens

DAO- Decentralised Autonomous Organisations ou Organizações Autônomas Descentralizadas

EBA- Authority European Banking Authority ou Autoridade bancária europeia.

OPD-Ofertas Públicas de Distribuição

OPS-Ofertas Públicas de Subscrição

OPV-Ofertas Públicas de Venda

CdVM- Código dos Valores Mobiliários

RAM- Regulamento relativo ao Abuso de Mercado ou Regulamento (UE) 596/2014

EBITDA- Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, ou **LAJIDA-** Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
2	STARTUPS.....	13
2.1	Definição e características das startups	13
2.2	Aceleradoras e Incubadoras de Startups	21
2.3	Empreendedorismo e Incentivos Públicos no ecossistema das Startups	23
2.4	Opção pelo Financiamento Privado.....	27
2.5	Ciclos de financiamento privado e correspondentes necessidades de financiamento	30
3	FORMAS DE FINANCIAMENTO DAS STARTUPS	33
3.1	BOOTSTRAPPING e 3 F's (FAMILY, FRIENDS, AND FOOL'S)	38
3.2	FINANCIAMENTO COLABORATIVO (OU CROWDFUNDING).....	40
3.2.1	Forma de funcionamento	44
3.2.2	Modalidades de financiamento colaborativo	47
3.2.3	Regime jurídico.....	49
3.2.3.1	Traços fundamentais do regime	52
3.2.4	Desafios do crowdfundament	57
3.2.5	Experiência portuguesa e a nível global.....	59
3.3	CAPITAL DE RISCO	60
3.3.1	BUSINESS ANGELS.....	63
3.3.2	VENTURE CAPITAL e PRIVATE EQUITY	64
3.3.2.1	Mecanismos de flexibilização do investimento.....	66
3.3.2.2	Regime jurídico.....	69
3.3.2.3	Capital de Risco e Corporate Governance	72
3.4	FINANCIAMENTO ATRAVÉS DA BLOCKCHAIN	76
3.4.1	ICO -Ofertas Públicas de Criptomoedas.....	79
3.4.1.1	Regime jurídico.....	83
3.4.2	EMPRÉSTIMOS EM DeFI	89
3.5	OFERTAS PÚBLICAS DE SUBSCRIÇÃO ("IPO").....	90
3.5.1	Regime jurídico.....	93
3.5.2	Processo	95
3.5.2.1	Fase de planeamento	96

3.5.2.2	Fase de preparação e revisão	97
3.5.2.3	Fase de oferta e colocação	105
3.5.3	IPO e Unicórnios	107
3.5.4	Fenómeno bolha	108
4	CONCLUSÃO.....	109
5	BIBLIOGRAFIA.....	113
6	WEBGRAFIA	123

1 INTRODUÇÃO

No nosso dia a dia, de manhã ao anoitecer, ainda que não racionalmente, usufruímos de serviços e produtos comercializados por startups. Dos transportes, ao entretenimento, à alimentação, até à forma como nos relacionamos e comunicamos, todos estes hábitos diários são intermediados por Startups, como são exemplo a Uber, a Netflix, o Spotify, a Glovo e o Facebook.

Estamos perante novos modelos de negócio escaláveis, que através de inovações tecnológicas criam produtos, serviços e soluções novas e disruptivas, capazes de transformar o setor onde se inserem. Almejam assim chegar onde os modelos empresariais tradicionais não chegam e resolver problemas que os modelos empresariais tradicionais não conseguem resolver.

A importância destas empresas é assim transversal a vários setores da nossa sociedade- seja no empresarial, social, económico ou jurídico- nos quais impulsionaram diversas transformações, ao ponto de serem mesmo consideradas agentes da mudança e motores da inovação.¹

Pretendem, deste modo, fundamentalmente a resolução de uma necessidade ainda não atendida, proporcionando ao mesmo tempo alterações na própria sociedade, uma vez que “precisam de impulsionar as mudanças de mentalidade necessárias para a adoção das suas tecnologias e ideias.”²

As startups ocupam assim um papel cada vez mais importante na economia nacional sendo fundamental a existência de suporte jurídico e legislativo, capaz de criar condições para a fixação das startups em território nacional, de forma a reter talento, riqueza, e estimular o aparecimento de projetos igualmente inovadores.

Para tal, destaca-se a criação de projetos de apoio, como o startup voucher e o startup visa, a promoção e participação de incubadoras e aceleradoras e a criação de incentivos fiscais.

¹Como refere Eynat Guez, cofundadora e diretora executiva da Papaya Global em World Economic Forum: as “startups de tecnologia são mais do que catalisadores de crescimento. Elas são o próprio motor do crescimento. Elas resolvem problemas que nenhum outro setor aborda com pensamento inovador, impulsionando assim a sociedade – ao mesmo tempo em que criam empregos, estimulam a economia e atraem investimento estrangeiro.” - Disponível em <https://www.weforum.org/stories/2022/05/how-startups-help-drive-economic-recovery-and-growth/>

²Segundo Michelle Longmire, cofundadora e diretora executiva da Medable em World Economic Forum, disponível em <https://www.weforum.org/stories/2022/05/how-startups-help-drive-economic-recovery-and-growth/>.

Mas, porque falamos de startups, é tão importante a ideia como a sua execução e a forma como o empreendedor a implementa no mercado, sendo que um dos traços mais característicos destas empresas prende-se com a necessidade de financiamento.

Todas as empresas necessitam de capital para se desenvolver, implementar-se no mercado e escalar a sua atividade³, no entanto, no caso das startups, esta necessidade é ainda mais vincada devido ao carácter tecnológico que as representa.

É certo que o que traz valor e distingue estas empresas é a sua disruptividade e inovação⁴, mas também não podemos ignorar que tais características dificultam o seu acesso às formas de financiamento tradicionais- na medida em que, quanto mais inovadora é uma startup maior é o risco implicado.

Com efeito, as startups iniciam a sua atividade com estruturas rudimentares, baixos custos e muitas vezes produtos e serviços ainda em desenvolvimento, não apresentando fluxo de caixa, nem ativos tangíveis capazes de assegurar o retorno do capital às instituições de crédito, o que foi especialmente agravado com a conjuntura da crise de 2008, que provocou uma lacuna de financiamento para pequenas e médias empresas.

A crise de 2008, protagonizada pelos bancos e pelos sistemas bancários, denotou-se primeiramente nos EUA e teve origem na Crise do Subprime, que surgiu da “Bolha imobiliária americana”, como era conhecida, uma vez que os americanos beneficiavam de uma grande facilidade na aquisição de imóveis, proporcionada pelos baixos juros e pela pouca restrição dos bancos à atribuição de créditos imobiliários. Com a posterior subida dos juros, quem havia conseguido empréstimos a taxas muito baixas começou a ter dificuldades no pagamento. E, como os imóveis adquiridos já tinham desvalorizado, o seu retorno também não traria o capital necessário aos bancos.

Neste sentido, a crise de 2008 pode assim também ser caracterizada como a crise das hipotecas, devido à hipervalorização das hipotecas imobiliárias que passaram por um processo de desvalorização posterior. Surgiram assim dificuldades por parte dos bancos e uma crise de confiança que conheceu um dos seus piores momentos aquando da queda

³Como salienta Paulo Olavo Cunha em “Direito das Sociedades Comerciais”, 2021, página 963 e 964: “as sociedades comerciais constituem-se frequentemente com insuficiência de capitais próprios, pelo que nascem subcapitalizadas. Por isso, carecem na sua quase totalidade de financiamento desde o arranque (...) só quando assume uma dimensão razoável, normalmente ao fim de alguns anos de atividade, a sociedade está em condições de recorrer aos mercados para se financiar. Até lá, o financiamento tem de ser assegurado.”

⁴No mesmo sentido, Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 594: “A valorização será tanto maior quanto mais o produto tiver características únicas ou dificilmente reproduzíveis por terceiros e a equipa tiver competências adequadas ao desenvolvimento deste.”

do Banco Americano Lehman Brothers, em setembro de 2008, que despoletou um efeito dominó que fez cair os bancos uns a seguir aos outros, levando a um grande descontrolo nos mercados financeiros a nível global.

Daqui resultou, como é óbvio, uma contração à concessão de crédito bancário a pequenas e médias empresas, as quais deixam assim de poder recorrer às formas de financiamento tradicionais, ou seja, ao financiamento público. Fatores que associados à evolução tecnológica e à procura de meios de financiamento alternativos, levaram ao surgimento de novas formas de financiamento mais céleres e eficazes, capazes de suprimir as falhas de mercado e colmatar este espaço vazio de financiamento, redefinindo as relações comerciais e financeiras como as conhecemos- desburocratizando-as e simplificando-as.

Sobressaiu assim, quer o papel dos novos investidores, com maior tolerância ao risco, atraídos pela disruptividade dos produtos e serviços e com algum know-how, que procuram este tipo de projetos para os ajudar a escalar e a multiplicar o seu investimento⁵, quer as formas de financiamento Fintech, resultantes da aplicação da tecnologia ao setor financeiro. Como refere Diogo Matos Brandão, “o enorme potencial fornecido pelas novas tecnologias da informação e comunicação traduz-se, naturalmente, na capacidade de revolucionar todo e qualquer sistema para o qual estas tecnologias possam ser redirecionadas. Neste sentido, a Fintech não é exceção à regra, propondo-se a melhorar a inclusão financeira por meio de fornecimento de serviços financeiros mais acessíveis e eficientes, colhendo os benefícios da digitalização.”⁶

A desintermediação e simplificação passaram a marcar o financiamento destas empresas, operando significativas mudanças no próprio mercado de capitais, dado que o número de investimentos e de investidores aumentou, dando origem a uma democratização do investimento- qualquer um, com qualquer montante pode investir.

Tal mudança comporta, porém, ao mesmo tempo, riscos e oportunidades, desde logo se não for acompanhada da regulação necessária. Esta, apesar de necessária não pode também comprometer a inovação, devendo ocorrer na medida certa, capaz de proteger empreendedores e investidores e de garantir a continuidade da inovação, apresentando alguns desafios.

⁵Como destaca Guilherme Martins Marinho em “Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento”, 2019, página 52, quanto mais inovador for produto mais chama a atenção dos investidores, levantando consequentemente quantias mais elevadas de investimento.

⁶Em “Fintech e Concorrência da União Europeia: Perspetivas de atuação”, 2020, página 332.

É assim crucial existirem regimes próprios, feitos propositadamente para este modelo empresarial, dado que a adaptação de regimes jurídicos já existentes e aplicados a outras realidades é suscetível de sufocar a inovação e desincentivar o desenvolvimento de novas startups, comprometendo ademais a celeridade e simplicidade perseguida por estas empresas.

Em suma, é pois necessário um regime jurídico flexível e colaborante com este modelo empresarial, que acautele e acompanhe a evolução.⁷

Através da presente dissertação pretendemos perceber as principais diferenças que separam as startups dos modelos empresariais tradicionais, tendo presente as suas características e as diversas fases que compõe o seu percurso, privilegiando-se sempre uma perspetiva de corporate finance, pese embora a abordagem de pequenas questões residuais e relevantes em sede de corporate governance.

Pretendemos igualmente, ao abordar cada uma das formas de financiamento das startups, fazer uma análise dos respetivos regimes jurídicos, destinados a proteger todas as partes envolvidas neste processo e, bem assim, a adaptar o nosso ordenamento jurídico à modernização do setor financeiro e económico e à evolução do tecido empresarial português.

2 STARTUPS

2.1 Definição e características das startups

As startups enfrentam várias dificuldades ao longo do seu percurso, e despoletam diversos desafios ao ordenamento jurídico e empresarial português, sendo a primeira desde logo a própria definição de startup.

⁷No mesmo sentido, Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura em “MiCA e DeFI: onde fica a regulação no caminho da descentralização”, 2023, página 324: “Ao risco de a regulação ir sempre mais atrás do que os desenvolvimentos tecnológicos, deve responder-se com o desenvolvimento de enquadramentos jurídicos suficientemente flexíveis e abrangentes para acomodarem novas realidades materialmente equivalentes, sem a perda de coerência. Em última análise importa atender à teleologia do regime. Aí onde a necessidade de proteção seja a mesma, os mesmos valores base devem orientar a regulação, sem prejuízo das inevitáveis adaptações impostas pela tecnologia e nova forma de operação dos serviços financeiros descentralizados.”, e página 291: “a análise dos instrumentos, produtos e serviços de transformação digital implica uma atualização constante. Aqui encontramos fenómenos em constante mutação, pelo que a atualidade e adequação da análise jurídica dependerá do tipo de tecnologia em causa. Esta transformação tem-se feito sentir, com especial enfoque no setor financeiro.”

O termo startup surgiu pela primeira vez nos EUA, em especial na zona de Silicon Valley, durante a bolha da internet, mais conhecida por bolha DOTCOM, no final da década de 1990, início dos anos 2000, marcada pelo surgimento da internet e das empresas baseadas em tecnologia, referindo-se assim a um conjunto de pessoas que com uma ideia inovadora e disruptiva pretendem o crescimento e o lucro de uma empresa⁸. Se tivéssemos de nos cingir a apenas 2 palavras para as caracterizar seria então inovação e disrupção.

Em termos legislativos, na Lei n.º 21/2023 de 25 de maio⁹, que estabelece o regime jurídico aplicável às startups, este tipo de empresas é definido no seu artigo 2º como uma pessoa coletiva que desempenhe a sua atividade há menos de 10 anos, empregue menos de 250 trabalhadores, com um volume de negócios inferior a 50 milhões de euros, que não resulte de uma transformação ou cisão de uma grande empresa e não tenha no seu capital qualquer participação maioritária direta ou indireta de uma grande empresa, que tenha sede ou representação permanente em Portugal ou pelo menos 25 trabalhadores em Portugal e depois cumpra uma das condições estipuladas na alínea f) do mesmo artigo¹⁰.

Estes requisitos têm de ser cumpridos a todo o tempo, uma vez que a sua não verificação implica a perda de estatuto- como estabelece o artigo 6º. Como estipula o mesmo diploma, no seu artigo 5º, é necessária ainda uma comunicação prévia à Startup Portugal para que seja reconhecida esta denominação às empresas que reúnam os requisitos estabelecidos.

Estamos assim perante empresas marcadas pelo potencial de crescimento, o risco, a inovação e a ligação à tecnologia. Como destaca desde logo Maria Elisabete Ramos, não é qualquer empresa que pode ser considerada uma startup, para além dos requisitos legislativos analisados, é necessário que se trate fundamentalmente de empresas inovadoras com potencial de crescimento e conectadas à tecnologia.¹¹

⁸João Vieira dos Santos em “Aspetos jurídicos das startups”, 2017, página 243.

⁹ Estabelece o regime aplicável às startups e scaleups e altera o Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, o Estatuto dos Benefícios Fiscais e o Código Fiscal do Investimento.

¹⁰ “i) Seja uma empresa inovadora com um elevado potencial de crescimento, com um modelo de negócio, produtos ou serviços inovadores, enquadrando-se nos termos definidos pela Portaria n.º 195/2018, de 5 de julho, ou à qual tenha sido reconhecida idoneidade pela ANI - Agência Nacional de Inovação, S. A., na prática de atividades de investigação e desenvolvimento ou certificação do processo de reconhecimento de empresas do setor da tecnologia; ii) Tenha concluído, pelo menos, uma ronda de financiamento de capital de risco por entidade legalmente habilitada para o investimento em capital de risco sujeita à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) ou de autoridade internacional congénere da CMVM, ou mediante a aportação de instrumentos de capital ou quase capital por parte de investidores que não sejam acionistas fundadores da empresa, nomeadamente por business angels, certificados pelo IAPMEI - Agência para a Competitividade e Inovação, IP (IAPMEI, IP); iii) Tenha recebido investimento do Banco Português de Fomento, S. A., ou de fundos geridos por este, ou por empresas suas participadas, ou de um dos seus instrumentos de capital ou quase capital.”

¹¹Em “Direito das Sociedades”, 2022, página 91.

Trata-se de empresas em fase embrionária, com perspectivas de crescimento exponencial que partem de um problema de mercado e tentam solucioná-lo com ideias inovadoras, competitivas e potencialmente lucrativas. Há assim uma promessa de solução de um problema existente no mercado¹², através de um contributo mínimo de originalidade que acrescenta algo à realidade existente. Começam com pouca organização estrutural, muitas vezes enfrentam algumas metamorfoses¹³ até ao produto final mas visam sempre objetivos de escalabilidade e internacionalização¹⁴, daí a elevada necessidade de financiamento que também as caracteriza.

A incerteza é assim uma constante em todo o seu percurso- primeiro com o produto, de seguida com a adesão ao mercado, depois na captação do investimento necessário, e por aí fora. Como refere Eric Ries, “uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”¹⁵. Há assim sempre um risco subjacente a estes negócios, tanto que podemos dizer que o crescimento e evolução de uma startup correspondem à progressiva eliminação do risco, vai diminuindo à medida que as startups vão superando algumas etapas- crescer é assim eliminar o risco.

No entanto apesar de a inovação ser um fator inerente a estas empresas, nem sempre é assim. Nem todas as startups têm como escopo a criação e comercialização de um produto ou serviço inovador e disruptivo, muitas vezes os empreendedores servem-se de produtos ou serviços já existentes e atribuem-lhes uma vantagem competitiva- os chamados “copycats”. Visam replicar a mesma ideia em novos mercados geográficos, adaptando-as às suas condições culturais e sociais, como ocorre, por exemplo, com os modelos de e-commerce, transporte e delivery.

Estas empresas aproveitam assim o negócio de uma startup já testada e validada num determinado local, adaptando-a e integrando-a noutra país em que aquela solução ainda não existe e onde a startup original não opera, mitigando assim o risco de falha e aproveitando a aceitação do produto e a tendência do mercado¹⁶.

¹²No mesmo sentido, Ana Pimentel em “Unicórnios portugueses: A história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 30.

¹³O denominado “pivot”- a modificação do plano original da startup.

¹⁴Neste sentido, Jan Bormans, Massimo Privitera, Karan Novo e Rania Arrami em “European Startup Monitor 2020/2021”, 2020, página 5, definem uma startup como uma empresa em atividade há menos de 10 anos, com um produto, serviço ou modelo de negócio inovador, e com intenção de crescer e escalar a sua atividade.

¹⁵Em “The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses”, 2011, página 336.

¹⁶“os copycats não podem apenas copiar sem inovação. Alguns aspetos ligados a regionalização devem ser levados em conta para o sucesso do negócio, adaptando as condições ambientais e culturais do local (...)

No entanto, uma vez que não estamos perante startups inovadoras, os fundadores podem sofrer as consequências da falta de originalidade e autenticidade, e o risco de entrada no mesmo mercado, gerando concorrência direta, o que se agrava no caso da segunda startup não operar com diferenças significativas. Na mesma senda, destaca-se a importância da proteção da propriedade intelectual, que deve ser uma das preocupações dos empreendedores aquando da sua chegada ou pré-entrada no mercado.

É muito importante o recurso a mecanismos jurídicos destinados a proteger o empreendedor e a sua ideia, nomeadamente através do registo de patentes, marcas e direitos de autor.

Enquanto as empresas tradicionais estão pensadas para crescer de forma gradual e sustentável, as startups são pensadas para crescer de forma rápida e necessitam de financiamento para escalar a sua atividade rapidamente¹⁷, e por isso, como estudamos na presente tese, há uma dependência intrínseca de financiamento privado, sendo essencial o papel dos investidores, que estão desde início informados do funcionamento e dos objetivos destas empresas. Neste sentido, é importante também nesta fase que seja assegurada a proteção da confidencialidade do negócio através de acordos de não divulgação (também designados por NDA's- Non disclosure agreements), ou por exemplo de cláusulas de não competição que impedem o investidor de desenvolver um negócio com as mesmas características daquele em que está a investir.

Conjuntura que levou ao surgimento das chamadas Stealth Startups- que mantêm a sua ideia e objetivos secretos, e só depois de já estarem numa fase posterior, mais desenvolvidas e protegidas, é que se lançam no mercado. Constituem-se assim na mesma legalmente como empresas mas mantêm todas as suas operações secretas até poderem entrar no mercado sem o risco de ser copiadas.

Apesar da vulnerabilidade destas empresas ao aproveitamento das ideias por parte dos investidores privados, tal é colmatado através destes e outros mecanismos jurídicos e continua a apresentar vantagens face ao nível de proteção no financiamento público, uma vez que essa opção obriga a que as empresas divulguem pormenorizadamente algumas informações estratégicas, financeiras e organizacionais, estando assim mais sujeita à exposição pública do mercado.

para atingir a demanda local e garantir a sustentabilidade do negócio” em <https://exame.com/pme/os-perigos-de-copiar-uma-startup-estrangeira/>

¹⁷Seth C. Oranburg em “Bridgefunding: Crowdfunding and the market for entrepreneurial finance”, 2015, página 405 e 406.

Esta proteção é também muito valorizada pelos investidores uma vez que conserva o verdadeiro ativo destas empresas e o seu valor de mercado, dado que é mais difícil que decidam investir num projeto inovador quando o mesmo corre o risco de ser replicado e ver o seu valor e competitividade reduzir. A verdadeira mais-valia destas empresas é precisamente os conhecimentos únicos destes empreendedores e as suas ideias e procedimentos inovadores.

No âmbito das características das startups é também essencial referir qual o tipo societário mais comum na sua constituição.

Em Portugal, o tipo societário mais comum é a sociedade por quotas. Primeiro porque temos um panorama empresarial onde predominam pequenas e médias empresas (PMEs)¹⁸ e depois porque é a forma mais flexível em termos jurídicos, mais dinâmica e menos burocrática. Ora, as startups podem ser integradas no grupo das PMEs, sendo por isso frequente a sua constituição como sociedades por quotas, como confirma Maria Elisabete Ramos “as estatísticas mostram (...) que as startups tendem a adotar o tipo societário por quotas, em especial unipessoais.”¹⁹

Como refere também Rita Trabulo, “se o tecido empresarial português já é maioritariamente constituído por sociedades por quotas, a escolha por este tipo de sociedade tem maior expressão no mundo do empreendedorismo nacional. Ora, nos primeiros anos de vida da empresa, da startup, nada justifica a constituição dessa sociedade sob a forma de sociedade anónima. Tal implicaria custos de implementação e custos fixos mais elevados, que salvo específicas e, podemos até dizer raras exceções, não se justifica quando se inicia um projeto.”²⁰

As sociedades por quotas, encontram-se reguladas no artigo 197º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais onde se estipula, desde a Reforma de 2011 levada a cabo pelo Decreto-Lei nº33/2011 de 7 de março, a liberdade na fixação do capital social, correspondendo o mesmo à soma das quotas livremente fixadas e subscritas pelos sócios (artigo 201º), nunca podendo o valor nominal da quota ser inferior a 1 euro, nos termos do artigo 219º, número 3.

¹⁸Cuja definição consta da alínea f) do artigo 2º da Diretiva 2014/65/UE (DMIF II)- Considera-se PME, uma empresa que: empregue um número médio de trabalhadores inferior a 250, detenha um ativo total não superior a 43 milhões de euros e possua um volume de negócios anual líquido inferior ou igual a 50 milhões de euros- bastando o preenchimento de dois destes requisitos. Tendo em conta os dados fornecidos pelo pordata, eram em 2022 cerca de 1,4 milhões, em <https://www.pordata.pt/pt>.

¹⁹Em “Direito das Sociedades”, 2022, página 93.

²⁰Rita Trabulo em “Stock option plans em sociedades por quotas. Impossível ou o desmascarar de um mito”, 2020, página 22.

Estamos assim perante uma forma societária mais simples e flexível que as sociedades anónimas, por sua vez reguladas no artigo 271º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais, que impõe um mínimo de 5 acionistas (artigo 273º, número 1) e estipulam 50 000 euros como montante mínimo de capital social (artigo 276º, número 5). Requisitos que não se justificam quando falamos em startups, dado que envolvem uma estrutura mais complexa e desenvolvida e custos de criação mais elevados.

No entanto, não se exclui por completo a sua constituição como sociedade anónima. Neste sentido, também Paulo Bandeira alerta que muitas vezes “a adoção da forma de sociedade anónima é uma exigência dos investidores, por múltiplas razões, sendo a principal o facto de os investidores puderem ter direitos diferentes no contexto societário, permitindo a sociedade anónima o estabelecimento de direitos diferenciados em função de categorias ou classes especiais de ações (equivalentes aos direitos especiais dos sócios nas sociedades por quotas), beneficiando da flexibilidade que as ações permitem. Acresce a esta o facto de muitos investidores serem fundos de capital de risco que, nos termos do respetivo regulamento de gestão, apenas podem investir em valores mobiliários (...) e, bem assim, a exigência de que as sociedades anónimas designem um revisor oficial de contas.”²¹

Dadas as peculiaridades trazidas por cada tipo societário e respetivas vantagens inerentes a cada uma, há quem defenda a criação de um novo tipo societário adaptado às características destas novas empresas, como é o caso de Fernando Belezas que sugere a criação de um “subtipo societário para as pequenas e médias empresas de carácter inovador, nomeadamente um subtipo de SA, sem exigências de capital”, solução semelhante à adotada no Direito Italiano.²²

Destaca-se assim a importância de adaptar o nosso ordenamento jurídico para que estas empresas tenham melhores condições para se desenvolver no nosso país, dada a sua dissemelhança face ao modelo empresarial tradicional, como vamos ver desde logo nos regimes jurídicos das novas formas de financiamento a que as startups recorrem.

Este novo modelo empresarial tem ocupado também uma posição de destaque nos programas legislativos de forma a impulsionar o desenvolvimento da economia- através da eliminação de requisitos burocráticos e criação de incentivos públicos, que em última

²¹Em “Governance em Startups: Equilíbrios societários entre fundadores e investidores”, 2019, página 239.

²²Em “Crowdfunding: O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo”, 2019, página 88.

instância pretendem estimular a inovação e promover o empreendedorismo- pretende-se seguir a máxima do “mais rápido, mais barato, mais inovador, mais competitivo”.²³

Apesar do seu potencial, o risco e incerteza subjacente a estas empresas ditam que 9 em cada 10 startups falham²⁴. Não obstante muitas vezes conseguirem aceder ao financiamento na sua fase inicial, é frequente não conseguirem depois dar provas do seu potencial no mercado, o que impossibilita a renovação do financiamento nas rondas seguintes. Como comprova Paulo Bandeira, ao afirmar “que a insolvência de uma startup é um desfecho absolutamente normal e até corriqueiro. A regra de que em cada dez startups há nove que falham é confirmada todos os dias em todos os ecossistemas. Falham porque a tecnologia não prova o seu valor, falham porque alguém chega primeiro ou com mais músculo ao mercado, falham porque os clientes não aderem ao produto, falham porque os custos associados à operação consomem os meios disponíveis a ritmo superior ao da geração de receitas (a famosa burn rate) etc.”²⁵

Desta feita, é ainda mais raro que estas empresas consigam atingir o estatuto de unicórnio, apenas 1% das startups consegue atingir este patamar.²⁶

Uma startup unicórnio é uma startup que vale mil milhões de dólares. O termo foi preconizado e surgiu pela primeira vez em 2013, num artigo de Aileen Lee, fundadora da Cowboy Ventures, na publicação digital Tech Crunch²⁷, onde esta estabelecia como critérios para uma startup ser considerada como unicórnio: ser uma empresa tecnológica, nascida nos EUA, posterior a 2003, e que tivesse visto o seu negócio avaliado em pelo menos 1000 milhões de dólares dentro ou fora da Bolsa.

No entanto, estes critérios foram sofrendo algumas mutações ao longo do tempo. Posteriormente, o ranking da CB Insights exclui aquelas que foram tornadas públicas, isto é, não se poderia tratar de empresas cotadas em Bolsa e, uma vez que passaram a surgir por todo o mundo, foi também retirado o requisito da empresa necessitar de ter sede nos EUA.

Assim, atualmente os únicos requisitos que têm de se verificar são: ser uma startup, privada, de base tecnológica e avaliada em mil milhões de dólares numa das rondas de investimento privado.

²³Maria Elisabete Ramos em “Direitos das Sociedades”, 2022, página 92.

²⁴<https://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>

²⁵Em “Estratégia de Saída”, 2018, página 604.

²⁶<https://www.cbinsights.com/research/venture-capital-funnel-2/>

²⁷<https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>

Atualmente existem cerca de 1200 unicórnios a nível global²⁸, sendo 7 desses unicórnios em Portugal: a Outsystem, a Feedzai, a Remote, a Anchorage digital, a Sword health, a Talkdesk e mais recentemente, desde maio de 2025, a Tekever²⁹- sendo que apenas a Feedzai e a Tekever mantêm a sua sede em Portugal. O primeiro unicórnio português foi, no entanto, a Farfetch, que perdeu o seu estatuto de unicórnio em 2018, quando passou a ser cotada em bolsa.

Quando falamos no valor de uma startup, nomeadamente para avaliar o valor a investir, não há uma métrica a ser seguida, um cálculo que nos permita chegar a uma quantia específica, tudo depende de quanto cada investidor está disposto a entregar à empresa, ou seja, os critérios são meramente subjetivos e incertos³⁰. Sendo por isso fundamental a experiência do investidor e o seu conhecimento do mercado, mais especificamente das empresas do mesmo setor.³¹

Ademais, dado que estas empresas necessitam de financiamento logo no início da sua atividade ou mesmo antes de a iniciarem, não dispõe de “parâmetros económicos básicos de avaliação da sociedade”³², como reforça Paulo Bandeira.

Mas, para perceber se estamos ou não perante um unicórnio, o seu valor global no mercado é fácil de calcular. Vejamos, se um investidor se dispõe a oferecer 100 milhões de euros em troca de 10% de uma startup, então o seu valor global, dos seus 100%, é de mil milhões de euros. O valor da startup depende assim do valor injetado em cada ronda de financiamento.

Quando uma startup passa a ser cotada no mercado, ou seja, quando passa a recorrer ao financiamento público, para além de deixar de poder ser considerada unicórnio, passa também a ser avaliada segundo critérios específicos previamente estabelecidos, como vamos ver adiante.

²⁸<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

²⁹<https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/tecnologias/detalhe/e-vao-sete-tekever-recolhe-investimento-e-atinge-estatuto-de-unicornio>

³⁰Neste sentido, Ana Pimentel em “Unicórnios portugueses: A história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 49.

³¹Conforme Paulo Bandeira em “Governance em startups: equilíbrios societários entre fundadores e investidores”, 2019, página 237: “os métodos de avaliação variam, assim, significativamente de investidor para investidor, afigurando-se como uma verdadeira vantagem competitiva o conhecimento específico do mercado em que a startup opera e a valorização internacional que as startups dentro do mesmo mercado alcançaram.”

³²Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 595: “Considerando as características deste tipo de investimento, é mais difícil definir uma métrica de valorização da sociedade, porquanto as startups não têm muitas vezes os parâmetros económicos básicos necessários subjacentes aos métodos tradicionais de avaliação da sociedade. A inexistência de vendas ou a existência de EBITDAs negativos não permitem acomodar métodos de valorização tradicionais como o dos cash-flows descontados ou a aplicação de um múltiplo.”

Em resumo, vemos que as startups apresentam alguns traços que as distinguem face ao modelo empresarial tradicional, necessitando por isso de ser estudadas de forma autónoma e beneficiar, entre outros aspetos, de regimes jurídicos próprios e formas de financiamento adequadas às suas características. O que é acentuado pelo facto de estas empresas representarem um papel cada vez mais significativo a nível nacional.

Segundo um relatório da Instituto Europeu de Patentes³³, Portugal é já o 16º país europeu com maior investimento em startups e com 3,6 milhões de euros investidos entre 2000 e 2023 motivados principalmente por programas públicos e investidores privados especializados. Tendo-se ainda apurado através do mesmo relatório, um total de 4719 startups em Portugal no ano de 2024, registando-se um crescimento de 16% face ao ano anterior.

2.2 Aceleradoras e Incubadoras de Startups

Ao estudar o financiamento das startups, é imprescindível fazer referência às aceleradoras e incubadoras de startups, organizações muitas vezes consideradas como verdadeiras formas de financiamento, que disponibilizam meios e infraestruturas de apoio a projetos em fase inicial para que possam desenvolver as suas ideias, implementar os seus produtos no mercado, e viabilizar a sua atividade³⁴.

Apesar de muitas vezes confundidas, as aceleradoras e incubadoras consubstanciam-se em dois tipos de organizações distintas que apresentam diferenças fulcrais na sua génese, nomeadamente no seu modelo de negócios³⁵, sendo por isso muito importante a sua distinção.

As **incubadoras**, caracterizam-se por providenciarem um apoio mais prolongado e estruturado³⁶, normalmente durante 1 a 3 anos e são muitas vezes associadas a

³³Disponível em: <https://link.epo.org/web/publications/studies/en-mapping-investors-for-european-innovators.pdf> e <https://inpi.justica.gov.pt/Noticias-do-INPI/Estudo-IEP-identificacao-de-investidores-em-inovacoes-europeias>

³⁴Como referem Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fool’s/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 97: “instituições que disponibilizam instalações físicas, financiamento e um conjunto mais alargado de serviços (incluindo apoio no contacto com o mercado e entidades governamentais, universidades e centros de investigação, mentoria e formação).”

³⁵Em “Direito para Startups- Manual prático: da idealização ao exit”, 2022, página 201.

³⁶Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fool’s/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 97.

instituições públicas, como é o caso das universidades³⁷, não prosseguindo assim fins lucrativos. Destaca-se nomeadamente a criação de uma Rede Nacional de Incubadoras (RNI)³⁸ que reúne uma comunidade de incubadoras que operam em Portugal e desempenham um papel essencial no desenvolvimento de startups no nosso país.

Como sublinha João Vieira dos Santos, trata-se de associações que oferecem um conjunto de serviços às startups destinados a auxiliá-las na sua fase inicial, nomeadamente “ajuda com a modelagem básica do negócio; atividades de networking; assistência de marketing; acesso à internet; ajuda com a contabilidade e com a gestão financeira; acesso a empréstimos bancários; fundos de empréstimo e programas de garantia; ajuda com técnicas de apresentação, (...) etc.”³⁹. No fundo, trata-se de um apoio na execução de todo o negócio, no sentido de reduzir os riscos e criar uma base sólida apta a desenvolver uma startup com sucesso no mercado.⁴⁰ Muitas vezes lidam com projetos ainda na fase de idealização, que precisam de apoio para desenvolver o seu projeto sem pressão de crescimento rápido.

Ao contrário das incubadoras, que proporcionam um crescimento estruturado da startup apoiando durante períodos mais longos, as **aceleradoras** pretendem um crescimento rápido, auxiliando os empreendedores durante um prazo mais curto, de normalmente 1 ano⁴¹, em que “colocam as startups a enfrentar a realidade rapidamente, estando na sua essência a seleção e o desenvolvimento das startups em apenas alguns meses”⁴². Podemos dizer assim que pretendem atingir o máximo valor destas empresas no mínimo período de tempo.

Normalmente este tipo de apoios concretiza-se em bootcamps e concursos de startups, nos quais se selecionam as startups que vão usufruir deste acompanhamento⁴³ e que muitas vezes culminam na apresentação dos projetos a investidores e a plataformas de networking. Estamos por isso perante empresas que já têm um produto criado, mas precisam de catalisar o seu crescimento e a sua visibilidade mercado.

Um dos unicórnios portugueses, a Talkdesk, surgiu precisamente num programa de aceleração. Após terem ganho um concurso online organizado pela Twilio,

³⁷Guilherme Martins Marinho em “Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento”, 2019, página 60.

³⁸<https://startupportugal.com/pt/bem-vindo-a-rni-portugal-incubators/>

³⁹Em “Aspetos Jurídicos das Startups”, 2017, página 256.

⁴⁰No mesmo sentido, João Vieira dos Santos em “Aspetos jurídicos das startups”, 2017, página 256.

⁴¹Guilherme Martins Marinho em “Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento”, 2019, página 60.

⁴²João Vieira dos Santos em “Aspetos Jurídicos das Startups”, 2017, página 257.

⁴³No mesmo sentido, João Vieira dos Santos em “Aspetos Jurídicos das Startups”, 2017, página 257.

denominado “hackathon”, uma espécie de “maratona da programação” na qual tinham de criar uma aplicação mediante as regras do concurso, os fundadores Cristina Fonseca e Tiago Paiva, foram convidados a participar numa competição de startups, que também venceram, e acabaram por ser os primeiros portugueses, convidados pelo jurado Paul Singh, partner da aceleradora de startups “500 startups”, a participar num programa de aceleração em São Francisco.⁴⁴

Também a natureza destes apoios é distinta, dado que as aceleradoras são de origem privada e possuem fins lucrativos. Podemos assemelhar a sua função à dos investidores privados que, em troca de uma pequena participação social numa startup promissora, pretendem auxiliar na criação, desenvolvimento e consolidação do negócio no mercado. O lucro obtido pelas aceleradoras é assim proveniente da participação social que passam a deter na startup, como contrapartida do apoio prestado. Já nas incubadoras, tal não acontece, não há qualquer transmissão de direitos, nem alienação de participações sociais, a única contrapartida para a incubadora é o pagamento de uma determinada taxa por parte dos empreendedores.⁴⁵

Apesar de na presente tese não as enquadrarmos como verdadeiras formas de financiamento reconhece-se a sua importância no ecossistema das startups e no apoio a empreendedores que muitas vezes possuem uma ideia mas não têm as bases, as infraestruturas e os conhecimentos para as conseguir transformar numa startup de sucesso.

2.3 Empreendedorismo e Incentivos Públicos no ecossistema das Startups

As startups têm ocupado um lugar de destaque nos programas legislativos que procuram potenciar a competitividade da economia, tanto através da redução de burocracias jurídicas como da criação de incentivos públicos.

Para além da crise económica, também a pandemia de COVID-19, obrigou a União Europeia e os seus Estados Membros a tomar medidas destinadas à recuperação e estimulação da economia, bem como à promoção da inovação e do empreendedorismo.

⁴⁴Conforme explica Ana Pimentel em “Unicórnios portugueses: A história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 198 e seguintes.

⁴⁵Guilherme Martins Marinho em “Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento”, 2019, página 60.

Destaca-se a este propósito a criação do incentivo fiscal à investigação científica e inovação, a criação do startup visa e a criação do startup voucher.

O **incentivo fiscal à investigação científica e inovação**, também designado de RNH 2.0, resultou da Lei do Orçamento de Estado de 2024- Lei nº82/2023 de 29 de dezembro- que no seu artigo 263º, revoga o estatuto dos residentes não habituais (ERNH) e procede ao aditamento do art.58º-A, ao Estatuto dos Benefícios fiscais. Segundo esta alteração, todos os indivíduos que não tenham sido residentes em território português em qualquer dos 5 anos anteriores e que exerçam uma das atividades elencadas numa das alíneas do número 1 do mesmo artigo, como é o caso da alínea f) que abrange os “postos de trabalho e membros dos órgãos sociais em entidades certificadas como startups nos termos da lei nº21/2023 de 25 de maio”, beneficiam em sede de IRS de uma taxa especial de 20%, sobre os rendimentos líquidos das categorias A e B auferidos no âmbito de uma das atividades previstas. Este benefício prevalece durante 10 anos consecutivos, a contar da data de inscrição como residente em território português, e abrange também a possível isenção de tributação em Portugal dos rendimentos auferidos no estrangeiro.

De igual forma, verificou-se também a criação do **Startup Visa** regulamentado pelo Despacho normativo nº4/2018 de 2 de fevereiro, que tem como objetivo atrair projetos inovadores para que se fixem e desenvolvam no nosso país e atrair jovens empreendedores e mão de obra altamente qualificada. Trata-se de um “programa de acolhimento de estrangeiros empreendedores que pretendam desenvolver um projeto de empreendedorismo e/ou inovação em Portugal, com vista à concessão de um visto de residência ou autorização de residência para imigrantes empreendedores”⁴⁶ Pode tratar-se tanto de imigrantes empreendedores que pretendam constituir e desenvolver o seu projeto no nosso país, mesmo que ainda não tenham criado empresa, como de empreendedores que já detenham projetos nos seus países de origem mas que agora pretendem passar a exercer a sua atividade em Portugal.⁴⁷

No entanto, para que possam candidatar-se à obtenção deste visto, prevê-se um conjunto de requisitos obrigatórios que devem ser cumpridos pelos empreendedores: prova da sua residência fora do espaço Schengen, não ter antecedentes criminais, ausência de dívidas à segurança social da autoridade tributária, ser maior de idade e possuir mais

⁴⁶Como explicado no artigo 2º da Portaria nº344/2017 de 13 de novembro.

⁴⁷Artigo 2º do Despacho normativo nº4/2018 de 2 de fevereiro.

de 5146,8 euros na sua conta bancária⁴⁸, em consonância com os requisitos de elegibilidade plasmados no artigo 5º do referido despacho.

A concessão destes visto está subordinada ao acolhimento por parte de uma incubadora, responsável por receber os jovens empreendedores estrangeiros e auxiliá-los no desenvolvimento dos seus projetos, disponibilizando infraestruturas e apoio especializado, no período de um ano.

Neste sentido, também as incubadoras necessitam de cumprir determinados requisitos com vista à sua certificação pelo governo, de acordo com os critérios estabelecidos pela Portaria n.º344/2017 de 13 de novembro, mais especificamente no seu artigo 4, de forma que sejam autorizadas a acolher estes jovens no âmbito do startup visa.

O IAPMEI (Agência para a Competitividade e Inovação) é a entidade responsável por este processo que se divide em duas fases ⁴⁹-a certificação das incubadoras e a análise candidaturas- seguido do acompanhamento subsequente do mesmo, nos termos do número 6 do artigo 3º da referida portaria.

Por outro lado, o **Startup Voucher** consubstancia-se num apoio monetário para este tipo de projetos. Este apoio enquadra-se no âmbito do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) “um programa de reformas e de investimentos com fundos europeus, cujo objetivo é retomar o crescimento económico sustentado até 2026.”⁵⁰, na sua dimensão de transição digital, fazendo parte da Estratégia Nacional para o Empreendedorismo - Programa Startup Portugal e visa “(...) dinamizar a capacidade empreendedora e fomentar as condições para a aceleração e o sucesso de novas empresas, apoiando o desenvolvimento do negócio por via de financiamento das suas atividades.”⁵¹ Trata-se de um total de 30 milhões de euros, cofinanciados pelo PRR e pela União Europeia para apoiar 2000 startups, implementados pelo Aviso Nº21/C16-i02/2025.

Destaca-se neste âmbito a Portaria n.º135-A/2022 de 1 de abril⁵², que aprova o regulamento do sistema de incentivos “Empresas 4.0”, que estabelece os critérios de elegibilidade dos projetos e dos beneficiários, as despesas elegíveis, as formas de apoio, as regras de todo o processo e seleção de candidaturas, entre outros aspetos.

⁴⁸Requisitos apresentados em: <https://startupportugal.com/pt/programs/startup-visa-2/>

⁴⁹<https://www.iapmei.pt/Paginas/StartUP-Visa-pt.aspx>

⁵⁰<https://www2.gov.pt/noticias/-recuperar-portugal-e-o-novo-site-do-plano-de-recuperacao-e-resiliencia>

⁵¹https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Documentos-Incentivos/AvisoVouchersparaStartupsNovosProdutosDigitais_120.aspx, página 4.

⁵²<https://startupportugal.com/pt/programs/vouchers-para-startups-novos-produtos-digitais-tecnologicos/>

Em termos de promoção à fixação de mão de obra qualificada, destacamos também o papel da Portaria nº432/2021 de 31 de dezembro, criada no âmbito do Programa Estratégico para o Empreendedorismo e a Inovação⁵³, que promove criação de emprego nestas empresas de elevado valor acrescentado e a fixação de trabalhadores qualificados no nosso país, através da redução dos custos suportados pelo empregador.

Com este tipo de incentivos pretende-se sobretudo fomentar a inovação e a investigação em Portugal e atrair mão de obra qualificada.

Por outro lado, temos também assistido nos últimos anos à criação de algumas plataformas destinadas a impulsionar a criação e o desenvolvimento deste tipo de empresas.

Se em 2011 assistimos ao surgimento da Associação para a Inovação e Empreendedorismo de Lisboa, criada pela Câmara Municipal de Lisboa, o Banco Montepio e o IAPMEI, e em 2012 à criação da Startup Lisboa, uma incubadora destinada a apoiar a criação e desenvolvimento de startups em fase inicial. Tais esforços culminaram em 2022 na Unicorn Factory⁵⁴, uma plataforma de inovação e empreendedorismo, sediada em Lisboa, com o objetivo de atrair estes projetos para Portugal e fomentar a criação de startups, destinando-se em última instância a tornar Lisboa num ponto de referência da inovação e empreendedorismo a nível europeu.

A **Unicorn Factory** pretende apoiar os empreendedores no seu processo de criação e desenvolvimento de startups, dividindo-se em 5 áreas de trabalho: a área de incubação, que apoia o desenvolvimento destas empresas na sua fase inicial; a de scaling up, que pretende apoiar estas empresas na sua expansão; a internacional, que auxilia as empresas que pretendem passar a operar no nosso país; a área de empreendedorismo que auxilia jovens universitários e do ensino secundário e por fim, os innovation districts que se consubstanciam em redes de espaços físicos em pontos estratégicos do país.⁵⁵ No passado ano de 2024, destacou-se o apoio a mais de 250 startups por ano, sendo os projetos apoiados 55% internacionais e 45% de origem nacional⁵⁶.

⁵³ Abreviadamente designado como Programa Estratégico +E +I.

⁵⁴ <https://unicorndfactorylisboa.com/about-us/>

⁵⁵ Como explicado por Gil Azevedo, diretor executivo da Unicorn Factory Lisboa, ao jornal de negócios em: <https://www.jornaldenegocios.pt/sustentabilidade/detalhe/gil-azevedo-os-unicornios-portugueses-a-certa-altura-tem-de-mudar-a-sua-sede-para-fora-de-portugal>

⁵⁶ <https://www.jornaldenegocios.pt/sustentabilidade/detalhe/gil-azevedo-os-unicornios-portugueses-a-certa-altura-tem-de-mudar-a-sua-sede-para-fora-de-portugal>

Para além da capital portuguesa, é de destacar também o papel desempenhado por outros distritos na promoção da inovação como é o caso do Porto, com o Porto Innovation Hub e Aveiro, através da Universidade.

Por fim, a nível europeu, releva também o papel do Fundo do Conselho Europeu de Inovação (CEI), integrado no plano de inovação da UE “Horizonte Europa”, lançado em maio de 2021⁵⁷, destinado a fornecer apoio a empresas tecnológicas promissoras em fase de arranque. Foca-se na aceleração de negócios através de apoio financeiro e estratégico- “Em cada caso, o suporte financeiro direto aos inovadores é complementado com o acesso a uma ampla gama de serviços de aceleração de negócios, fornecendo acesso a especialistas líderes, empresas, investidores (...)”⁵⁸. O programa para 2025 inclui mais 200 milhões face ao ano de 2024, prevendo um financiamento de 1,4 mil milhões de euros.⁵⁹

Este instrumento de financiamento público foi motivado pelo atraso europeu no financiamento deste tipo de empresas tecnológicas e com alto potencial de escalabilidade, nomeadamente face aos EUA, e pretendeu simultaneamente incentivar os Estados Membros a estimular o desenvolvimento startups. Como referem Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa⁶⁰, “a Comissão Europeia tem dedicado recursos à análise do mercado europeu, coordenando mecanismos próprios de financiamento público e incentivando os Estados Membros a apoiar startups a nível nacional.”

Em Portugal, verificamos um ritmo mais lento, mas destaca-se o papel do Banco Português do Fomento e da Portugal Ventures.⁶¹

2.4 Opção pelo Financiamento Privado

Motivado pela crise económica (2007/2008) e pela permanente evolução da tecnologia, o setor empresarial sofreu uma metamorfose, tanto nos tipos empresariais existentes, como nas formas de financiamento das empresas.

O recurso ao crédito passou a ser uma opção apenas ao alcance das grandes empresas, com historial de crédito, já com produtos bem desenvolvidos e uma robusta

⁵⁷https://portugal.representation.ec.europa.eu/news/conselho-europeu-da-inovacao-2024-11-18_pt

⁵⁸https://eic.ec.europa.eu/eic-2025-work-programme_en

⁵⁹https://eic.ec.europa.eu/eic-2025-work-programme_en

⁶⁰Em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fool’s/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 91 e 92.

⁶¹Em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fool’s/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 92.

estrutura empresarial que lhes proporcionassem um elevado fluxo de caixa e provas da sua rentabilidade. Como tal, as pequenas e médias empresas deixaram de poder contar com as formas de financiamento tradicionais para obter o capital necessário para os seus projetos. Problemática que no caso das startups se mostrou ainda mais evidente, uma vez que estamos a falar de empresas que, para além da falta de historial de crédito e de fluxo de caixa, apresentam ainda um elevado risco associado à sua atividade, que as impossibilita de acautelar o retorno da dívida.

O recurso ao crédito bancário afigurava-se uma opção desfavorável, para ambas as partes. Para os bancos, porque dado o contexto económico de crise o investimento neste tipo de empresas representava um elevado risco. Para os empreendedores, porque o recurso ao crédito bancário implicava elevados custos, requisitos burocráticos, taxas de juro, e implicava a prestação de garantias⁶², que nestas empresas não existiam dado o fator de risco que lhes é inerente.

No entanto, e apesar de muito raro, o recurso ao crédito não é impossível. Há startups que conseguem obter financiamento bancário, quando antecedido por outras rondas de investimento, e normalmente apenas sob a forma de empréstimo convertível. Isto é, um empréstimo que tem como subjacente a opção de conversão numa participação social⁶³, no qual a instituição bancária se encontra salvaguardada pois, caso não ocorra o retorno do empréstimo a instituição bancária torna-se detentora de participações sociais na empresa financiada.

É por esta conjuntura que, quando falamos em financiamento de startups, falamos indubitavelmente numa fuga aos meios de financiamento tradicionais, ou seja, ao financiamento público, e uma preferência pelo financiamento privado.

A procura de financiamento privado para obtenção de capitais ocorre por uma série de razões financeiras, estratégicas e organizacionais que se encontram intrinsecamente relacionadas com os objetivos prosseguidos por este tipo de empresas. Assim, podemos nomeadamente assinalar, a redução dos custos e exigências legais, a maior flexibilidade das condições do financiamento, a apoio estratégico conferido pelos investidores, a manutenção do controlo nos empreendedores e a maior privacidade e confidencialidade das operações da empresa.

⁶²Neste sentido, Joana Costa Lopes e Chen Chen, em “Regime jurídico do financiamento das startups”, 2022, página 24.

⁶³Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade em “Breves notas sobre o financiamento de startups e a sua regulação”, 2019, página 222.

A opção pelo mercado privado possibilita a redução das imposições regulatórias e diminui os custos associados conferindo uma maior agilidade e flexibilidade a todo o processo. O que contrasta com a complexidade regulatória e os altos custos associados ao financiamento público, e que permite aos empreendedores poupar tempo e recursos e focar-se nas estratégias de crescimento e rentabilização a longo prazo.

Também o perfil dos investidores se mostrou um fator determinante para a opção pelo financiamento privado. Não só estamos perante investidores familiarizados com o risco, dispostos a assumi-lo em fases embrionárias de uma startup e a negociar com os seus fundadores as condições de financiamento mais vantajosas para ambos, proporcionando um acesso mais flexível ao capital. Como também falamos de indivíduos interessados num financiamento paciente e focado na valorização a longo prazo, e que proporcionam ao mesmo tempo um apoio estratégico especializado dado que, para além do seu capital, oferecem ainda os seus conhecimentos, experiência e contactos.

Em paralelo ao surgimento das startups surgiu também assim um novo conceito de investidor, que se torna agora numa espécie de mentor que coadjuva os empreendedores em aspetos fundamentais como as questões financeiras e de gestão da empresa, o marketing e muitas vezes também auxilia na criação e desenvolvimento do produto.

Os investidores assumem assim uma importância notória e fulcral quando falamos principalmente de Startups em fase inicial (pré-seed/ seed) em que maior parte dos fundadores ou empreendedores com ideias inovadoras, não possuem qualquer conhecimento ou experiência em empresas, mostrando-se crucial a intervenção destes investidores experientes e especializados, capazes de os auxiliar perante desafios do mercado e a implementar práticas e procedimentos de governação e gestão eficazes. Verificando-se também aqui um grande contraste com o financiamento público, onde temos investidores que assumem o papel de acionistas sem envolvimento direto nas operações e que pretendem apenas o retorno e lucro imediato, contrariando o espírito destas empresas.

Contudo, e ao contrário do que seria expectável dada a intervenção e o contributo destes novos investidores na criação e no desenvolvimento das startups, não ocorre na maior parte dos casos uma transferência de controlo. Pese embora os investidores possam exigir como contrapartida uma participação social, o financiamento privado permite uma maior liberdade e flexibilidade para negociar os termos e as condições do investimento, verificando-se assim uma permanência do controlo sobre as decisões e estratégias da

sociedade sob a alçada dos fundadores. Estamos assim perante mais uma diferença importante face ao financiamento tradicional, em que as participações sociais são, por sua vez, negociadas em mercado aberto com regras rígidas e inflexíveis. Esta retenção de controlo é muito importante na medida em que permite aos fundadores continuarem a desenvolver o seu projeto e a sua visão para a empresa, preservando a sua autonomia sem pressões exteriores de lucro imediato.

Por último, e convergindo com as preocupações relativas à propriedade intelectual, o financiamento privado possibilita uma maior confidencialidade em relação às informações financeiras e operacionais da startup. As empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar publicamente informações detalhadas sobre as suas finanças, estratégias e operações, que expõe as empresas à concorrência e vulnerabilidade do mercado. É assim perentório que nestas empresas se mantenham as informações confidenciais, evitando a exposição pública aos concorrentes e protegendo o seu posicionamento estratégico.

Em suma, o financiamento privado permite que as startups apostem no seu desenvolvimento e competitividade de maneira sustentável, maximizando as chances de sucesso a longo prazo.

É neste cenário que foram assim surgindo formas de financiamento inovadoras, algumas também diretamente relacionadas com a tecnologia, como é o caso do financiamento colaborativo (“Crowdfunding”) e as ofertas iniciais de criptomoedas (ICO), de forma a colmatar o vazio de financiamento neste tipo de empresas e dar lugar ao denominado Bridgefunding⁶⁴.

2.5 Ciclos de financiamento privado e correspondentes necessidades de financiamento

Uma das condições indispensáveis ao sucesso de uma startup, é a correta definição e implementação de um financiamento pertinente e adequado ao produto e ao projeto que se desenvolve, e que permita “dotar a sociedade dos meios para que se possa chegar ao mercado de forma mais sólida e rapidamente, atingindo etapas de desenvolvimento que seriam muito mais morosas num contexto de crescimento orgânico.”⁶⁵ Assim, não há uma

⁶⁴Ana Perestrelo de oliveira em “ O Papel das startups na fintech e o ciclo de financiamento das startups”, 2019, páginas 257 a 258.

⁶⁵Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 594.

lógica standard, de “one size fits all” para explicar quais os métodos de financiamento mais adequados.

Todavia, e variando de startup para startup, há certas fases em que podemos dividir o seu desenvolvimento e atribuir os tipos de financiamento mais comuns a cada uma delas- os chamados ciclos de financiamento⁶⁶. Trata-se assim de um investimento escalonado, que vai **crescendo ao ritmo da empresa**, e vai proporcionando melhorias e mutações ao produto, muitas vezes não se assemelhando sequer ao produto inicial.

Podemos assim dizer que a máxima subjacente à criação e desenvolvimento de uma start up é a de **test and learn**, o fundador cria um produto e ao longo do seu desenvolvimento vai-o submetendo a diversos testes, analisando a sua qualidade e adesão do mercado, sendo aqui fulcral o papel dos investidores que ao contribuírem também com os seus conhecimentos e experiência, realizam um sucessivo escrutínio à empresa e ao produto, promovendo a sua melhoria e solidez.

Assim, cumpre passar à análise das fases em que se divide o processo de financiamento destas empresas.

Primeiramente temos a fase de **pré-seed**, marcada pela criação do produto e consequente desenvolvimento do MVP (Minimum Viable Product⁶⁷) e implementação formal da startup. Nesta fase embrionária a startup sofre sempre de um défice de caixa, financiando-se através do bootstrapping, isto é, o financiamento do projeto pelos seus fundadores e ainda do investimento dos 3 F’s: family, friends and fools.

De seguida, passamos à fase de **Seed**, também conhecida pelo período vale da morte, uma vez que é nesta fase que se regista a “morte” da maior parte destas empresas⁶⁸. Aqui já temos um produto, já se trata de uma startup formalmente constituída, mas ainda em early stage.

⁶⁶Seth C. Oranburg em “Bridgefunding: Crowdfunding and the market for entrepreneurial finance”, 2015, página 410. E, no mesmo sentido Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fool’s/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 104 a 106.

⁶⁷Definido como “um produto que é lançado no mercado numa versão alfa ou beta. Ao invés de serem lançados no estado final, são colocados à disposição do público, por meio de testes em muitos casos, a fim de obter feedbacks e analisar a aceitação dos consumidores antes de se chegar ao produto final. Este processo ajuda na validação do negócio.” Em “Direito para startups: manual prático- da idealização ao exit”, 2022, página 202.

⁶⁸“Dados recolhidos na América apontam esta fase como o momento de financiamento mais importante para a generalidade das empresas, uma vez que muitas conseguem angariar de imediato todos os recursos que necessitam e muitas outras, infelizmente, acabam por não conseguir sobreviver às rondas de financiamento posteriores” - Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fools/Seed Money/Business Angels/ Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 104.

Como não há ainda fluxo de caixa nesta fase, torna-se necessário recorrer ao financiamento para estruturação do negócio, uma vez que a startup já não consegue sobreviver apenas com o financiamento dos seus fundadores ou dos que lhe são próximos, mas também ainda não tem a credibilidade nem dimensão para recorrer às formas típicas de financiamento. O financiamento na fase de Seed ocorre assim, normalmente, através dos chamados business angels ou investidores anjo, das plataformas de financiamento colaborativo (“crowdfunding”) e das incubadoras.

Esta é considerada a primeira etapa de verdadeiro financiamento de uma startup em que se destaca a importância de um bom pitch- uma boa apresentação da startup, do seu projeto, do seu produto e da sua viabilidade económica no mercado- sendo decisivo para atrair o interesse dos investidores e consequentemente, o seu capital⁶⁹. Denote-se que aqui são as próprias startups que investigam os melhores investidores para os produtos e os convidam a investir, apresentando-lhes o seu produto e as perspetivas de rentabilidade futura.

De seguida, atingimos a fase de crescimento das startups, a fase **pós-seed**, em que após atingir o break even⁷⁰, a startup começa a gerar receitas, atraindo o financiamento de venture capital e private equity, podendo ainda, no entanto, continuar a recorrer ao financiamento através do crowdfunding.

Esta fase de financiamento caracteriza-se por se dividir em subfases, distinguidas por letras: Fase A, fase B, fase C e fase D, podendo estender-se a mais ainda embora não seja comum.⁷¹

A fase A é caracterizada por ser uma fase de crescimento e otimização do negócio, focado na atração de clientes, já a fase B, é marcada pela expansão interna (mais pessoal) e externa da empresa (novos mercados). Na fase A e B ocorre a intervenção das aceleradoras, dos business angels, do crowdfunding e de alguns fundos de capital, podendo apenas na fase B começar a ocorrer o investimento de venture capital. Posteriormente, na fase C, já nos encontramos numa etapa mais avançada em que já não falamos em startups em crescimento mas sim em empresas já bem sucedidas, que passam

⁶⁹Ana Sá Couto e Frederico Romano Colaço em “O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento”, 2015, página 130.

⁷⁰Denominação dada à fase em que a startup começa já a ter receitas suficientes para cobrir as despesas- só depois de atingido este ponto começa a haver fluxo de caixa.

⁷¹Como foi o caso da farfetch, que atingiu o seu estatuto de unicórnio na série E, liderada pela Condé nast que investiu perto de 80 milhões de uma vez: <https://24.sapo.pt/tecnologia/artigos/farfetch-a-queda-do-primeiro-unicornio-portugues>

assim a atrair o investimento de private equity, hedge funds⁷² e grandes investidores institucionais. Eventualmente poderá ainda ocorrer a fase D, em que as empresas procuram novas oportunidades de expansão ou em que pretendem terminar os objetivos da fase C, daí por vezes ser denominada de round down.

Se até aqui falámos sempre em financiamento privado, após esta última fase as empresas ponderam a passagem ao financiamento público, isto é, a realização de uma oferta pública inicial, comumente designada de IPO no direito anglo saxónico (Initial public offering), que consiste na cotação da empresa em bolsa, ou seja, a proposta de venda de parte das ações que a empresa detém. Esta fase não é muito comum nas startups portuguesas, havendo inclusive startups portuguesas que abrem o seu capital ao público em bolsas estrangeiras, como foi o caso da Farfetch.

3 FORMAS DE FINANCIAMENTO DAS STARTUPS

Como empresas tecnológicas disruptivas e com alto potencial de valorização, as startups enfrentam desafios em várias etapas do seu percurso. Seja para criar os seus produtos e serviços, desenvolver a sua atividade ou expandir o seu negócio, este tipo de empresas necessita sempre de garantir a sua liquidez e de que dispõe dos recursos financeiros necessários para pôr as suas estratégias em prática e subsistir internamente, estando assim intimamente ligadas ao conceito de fundraising⁷³- de financiamento através da captação de investimentos.⁷⁴

⁷²Ou fundos de cobertura, são fundos de investimento que consubstanciam uma forma alternativa de investimento de risco que visam manter a sua rentabilidade apesar das flutuações do mercado através da diversificação do investimento. São geridos por um administrador, e caracterizados pela CMVM como um fundo de investimento “não sujeito a regulação ou sujeito a regras menos exigentes que as aplicáveis aos fundos de investimento harmonizados” em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/hedge-funds.aspx>.

⁷³Guilherme Martins Marinho em “Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento”, 2019, página 51.

⁷⁴Como refere Patrícia Magalhães Monteiro em “Startup: da inovação tecnológica à conformação jurídica. O caso dos acordos simples para a aquisição futura de participação social”, 2020, página 9: “(...) em ordem a prosseguir o seu objeto social e almejar atingir ser uma unicorn startup, a sociedade startup precisará de (mais) dinheiro, nomeadamente para desenvolvimento e melhoria, colocação no mercado, criação de postos trabalho, assessoria jurídica e contabilística, propriedade intelectual (quer para proteção da sua quer para evitar violações de direitos de outrem), marketing e produção/disponibilização de produto/ serviço em massa, dinheiro esse que, na maioria das vezes, não se compadece com o montante investido pelos empreendedores/sócios fundadores ab initio da sociedade. Acresce a isso o facto de a natureza do objeto de negócio das startups, por relacionado com a área da ciência e da tecnologia, acarretar o (contínuo) investimento em I&D, que pode implicar elevados montantes de capital.”

O cash flow é essencial ao desenvolvimento de qualquer empresa porém, no caso das startups, sendo empresas de base tecnológica, esta necessidade torna-se ainda mais evidente, uma vez que a falta de capital e a dificuldade no seu acesso é um dos principais motivos para a sua “morte” em fase precoce.⁷⁵

As startups “têm como base a promessa de mudar um mercado, um hábito de consumo ou comportamental, a forma como se presta um serviço e, no limite, o mundo”⁷⁶, como tal, as formas de financiamento não foram exceção, registando-se também aqui uma metamorfose.

Esta alteração na forma como as empresas acedem ao capital pode ser associada a dois acontecimentos, a crise económica e financeira de 2007/2008 e a revolução tecnológica. Como já vimos, a crise de 2008 decorrente da Crise do Subprime, levou à queda de vários bancos, ao caos dos mercados financeiros e à consequente contração do crédito, que na maior parte das vezes é impossível ou muito difícil para pequenas e médias empresas e, por conseguinte, para as startups⁷⁷, que deixam assim de poder aceder às formas de financiamento tradicionais, ou seja, o financiamento público.

Fatores que associados à evolução tecnológica e à procura de meios de financiamento alternativos, levaram ao surgimento de novas formas de financiamento e ao conceito Fintech.

A Fintech coloca a tecnologia ao serviço do setor financeiro⁷⁸, criando alternativas acessíveis e flexíveis, que permitem a angariação de capital através de inovações como a internet e a blockchain, que eliminam o intermediário financeiro e permitem o contacto direto entre quem investe e quem recebe.

Como sublinha Luís Guilherme Catarino, “a inovação financeira é algo conatural aos sistemas financeiros mas que a inovação tecnológica tem acelerado”⁷⁹. A Fintech não

⁷⁵Como sublinha Paulo Bandeira em “Estratégia de Saída”, 2018, página 604: “(...) a insolvência de uma startup é um desfecho absolutamente normal e até corriqueiro. A regra de que em cada dez startups há nove que falham é confirmada todos os dias em todos os ecossistemas. Falham porque a tecnologia não prova o seu valor, falham porque alguém chega primeiro ou com mais músculo ao mercado, falham porque os clientes não aderem ao produto, falham porque os custos associados à operação consomem os meios disponíveis a ritmo superior ao da geração de receitas (a famosa burn rate) etc.”

⁷⁶Ana Pimentel em “Unicórnios portugueses: a história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 30.

⁷⁷Tomás Virtuoso, Ana Gouveia e Ana Martins em “A União dos Mercados de Capitais: uma análise crítica”, 2015, página 47.

⁷⁸Como define Luís Roquette Geraldès em “P2P Lending”, “trata-se de um conjunto de processos tecnológicos inovadores que facilitam o acesso aos serviços financeiros ou a prestação dos mesmos”, 2019, página 323. Ou Diogo Matos Brandão em “Fintech e Concorrência da União Europeia: Perspetivas de atuação”, 2020, página 330: “O termo fintech parece dizer respeito ao uso das novas tecnologias de informação e comunicação para providenciar serviços financeiros”:

⁷⁹Em “Inovação financeira e ICO’s: mercados privados alternativos”, 2019, página 5.

só proporcionou uma revolução nas formas de financiamento como operou uma democratização do investimento, permitindo agora um mais fácil acesso ao mercado de capitais e ao investimento, mesmo que em pequenas quantias, e um maior contacto entre financiadores e financiados, sucedido de um acompanhamento direto dos projetos.⁸⁰

Para além das vantagens de celeridade e desburocratização do investimento, estas novas formas de financiamento aumentaram a sua importância no nosso ordenamento jurídico dado serem aplicadas maioritariamente a startups e PME's e suprimirem assim a lacuna deixada pelas formas de financiamento tradicionais. Como refere João Vieira dos Santos “a fintech assumiu uma enorme relevância na intersecção entre a tecnologia e os serviços financeiros no pós-crise. Apesar de a tecnologia estar associada à área financeira há muito tempo, o que pode ser considerado novo e disruptivo é a velocidade em termos de inovação de produto e modelos de negócio (...) originando novos tipos de riscos e de carreiras jurídicas, que terão de ser enfrentados.”⁸¹

Neste sentido, cumpre analisar no presente capítulo cada uma das formas de financiamento mais comuns no ecossistema das startups, analisar as suas vantagens, riscos, regime jurídico e impacto, bem como os desafios que ainda apresentam no nosso ordenamento jurídico.

Primeiro, cumpre analisar o financiamento através do bootstrapping e dos 3 F's (family, friends and fools).

De forma a evitar depender logo de financiamento externo, muitos empreendedores começam por alicerçar o seu negócio com o investimento daqueles que lhe são mais próximos – os 3F's, family, friends and fools (família, amigos e idiotas)- e com o seu próprio capital- o chamado bootstrapping. Pretendem assim desenvolver as versões iniciais dos seus produtos e serviços e iniciar a sua atividade para que consigam provar o seu potencial por conta própria e tornar-se mais atrativas aos investidores. Apesar de se tratar de uma forma de financiamento informal, é necessário que também aqui haja cautela dos empreendedores e sejam fixadas contratualmente as condições do empréstimo ou investimento, uma vez que contende diretamente com as suas relações pessoais.

Todavia, este capital quase nunca é suficiente e por isso o recurso ao financiamento externo propriamente dito afigura-se como uma etapa inevitável deste tipo

⁸⁰Diogo Matos Brandão em “Fintech e Concorrência da União Europeia: Perspetivas de atuação”, 2020, página 332.

⁸¹Em “Regulação das formas de financiamento empresarial Fintech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings”, 2022, página 33

de empresas, **sendo marcado pela opção preferencial pelo mercado privado**. É aqui que entra a primeira forma de financiamento Fintech, proporcionada pela evolução da internet e que consiste numa forma de financiamento online- o financiamento colaborativo ou crowdfunding.

O recurso ao crowdfunding é fundamental para colmatar a oferta limitada do capital de risco⁸², consistindo numa forma célere de aceder ao capital que segue os princípios do Long Tail Market e permite através de uma plataforma online atingir um elevado número de investidores numa vasta área geográfica. Possibilitando também assim, em simultâneo, uma democratização do investimento, uma vez que qualquer investidor profissional ou não, com pequenas ou grandes quantias pode investir numa startup.⁸³

O financiamento colaborativo desdobra-se em várias modalidades, algumas mais complexas e que apresentam mais desafios ao nosso panorama jurídico, como é o caso do crowdfundraising ou financiamento colaborativo financeiro, para o qual reservamos um subcapítulo específico.

Após o recurso ao financiamento colaborativo, é comum a procura das startups pelo chamado investimento de capital de risco.

O financiamento por investidores de capital de risco divide-se em 3 formas de financiamento: os business angels, o venture capital e o private equity. Estas formas de financiamento podem ser distinguidas pelo momento do investimento, as características do investimento, por se situarem no mercado informal ou no mercado formal do capital de risco e pelos montantes praticados.

Tanto os business angels como os venture capitalists para além de contribuírem com o seu capital, comportam também uma vantagem competitiva, uma vez que contribuem também com os seus conhecimentos e experiência⁸⁴, concedendo um apoio estratégico ao empreendedores, na maior parte dos casos inexperientes. Desenvolve-se assim, entre investidores e empreendedores, uma relação de mentoria que leva a que os fundadores não se importem com a diminuição do seu controlo motivado pela dispersão

⁸²Neste sentido, Diogo Pereira Duarte no prefácio do livro “Regulação das formas de financiamento empresariais Fintech: em especial o crowdfunding e as Initial Coin Offerings”, 2022, página 9.

⁸³Como salienta João Vieira dos Santos em “Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)”, 2017, página 658: “O Crowdfunding pode ser o veículo ideal para se promover esta democratização, porque tem a capacidade de, através da Web, auxiliar um maior número de pessoas a realizar os seus investimentos que sempre pretenderam, e apoiar, de modo mais eficiente, as pequenas e médias empresas a conseguirem obter financiamento.”

⁸⁴A chamada atitude “hands on”- Marta Fernandes dos Ramos em “Capital de Risco e Financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas”, 2019, página 112.

do capital, uma vez que estamos perante um financiamento temporário através de capitais próprios, que implica a aquisição de uma participação social na startup.

Esta participação dos investidores no capital social é normalmente minoritária, no entanto, nomeadamente quanto ao venture capital, são implementados alguns mecanismos de corporate governance que evitam a diluição do capital e a perda de controlo dos fundadores, ao mesmo tempo que protegem os fundadores. Apesar dos temas de corporate governance não integrarem o escopo da presente tese, cumpre também explorar aqui alguns aspetos importantes, de forma a melhor compreender esta forma de financiamento.

De seguida, é frequente o recurso das startups a formas de financiamento que operam através da Blockchain, também proporcionadas pela Fintech: as ICO, que podemos definir como o “financiamento através da distribuição de tokens”⁸⁵ e os empréstimos em DeFi, semelhantes aos empréstimos tradicionais mas que operam de forma direta e através de smart contracts. Começamos por analisar em que consiste a tecnologia Blockchain e o que a distingue face ao sistema financeiro tradicional, seguido da sua forma de funcionamento e as suas vantagens e riscos, tanto quanto às ICO como quanto aos empréstimos em DeFi.

Por fim, para equilíbrio de contas, por motivos de expansão ou ainda por reputação no mercado, é ainda possível que as startups recorram à cotação em bolsa, isto é, a disponibilização de ações da startup no mercado regulamentado, embora em Portugal seja uma etapa pouco comum.

Apesar de no Direito Anglo-saxónico ser denominada de IPO- Initial Public offering- no nosso ordenamento jurídico esta forma de financiamento é reconduzida ao conceito de oferta pública de distribuição, mais concretamente sob a forma de oferta pública de subscrição, como vamos ter oportunidade de analisar. A cotação em bolsa marca a passagem do financiamento privado para o financiamento público e de todas as formas de financiamento analisadas é a única que podemos chamar tradicional, marcada por um processo demorado e burocrático, composto por várias fases, e destinado a permitir a proteção dos investidores e a transparência de todo o processo.

Tendo presente que a regulação não deve comprometer nem eliminar a vantagem competitiva que estas novas formas de financiamento representam, é necessário assegurar que o nosso ordenamento jurídico apresente regulação que sirva de verdadeiro suporte

⁸⁵Como definido por Diogo Pereira Duarte, no prefácio do livro “Regulação das formas de financiamento empresarial Fintech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings”, 2022, página 15.

deste novo paradigma financeiro que agora emerge. Por isso, procederemos também à análise do regime jurídico aplicável a cada uma destas formas de financiamento bem como os respetivos desafios jurídicos.

Apesar do nosso país ser caracterizado pela aversão ao risco, tal tem vindo a reverter-se dada a crescente tecnologização do setor empresarial, fator que incrementa ainda mais a necessidade de perceber o enquadramento regulatório aplicável e assegurar a segurança e confiança necessária aos investidores.

3.1 BOOTSTRAPPING e 3 F's (FAMILY, FRIENDS, AND FOOL'S)

Iniciar um negócio é na maior parte das vezes um processo repleto de desafios que obriga os empreendedores a dispensar avultadas quantias e, uma vez que enfrentam restrições de capital e preferem não depender logo de financiadores externos, é comum recorrerem a duas estratégias fundamentais: o bootstrapping e o recurso aos 3F's (isto é, family, friends and fools ou família, amigos e idiotas). Estas formas de financiamento são frequentemente os primeiros passos em direção à materialização de uma ideia, e os alicerces iniciais de muitas startups de sucesso.

O bootstrapping é usado maioritariamente numa fase embrionária da startup e pressupõe a construção de uma empresa e de um produto recorrendo apenas aos recursos dos fundadores. Ou seja, o fundador financia o projeto por si criado, usando os seus próprios recursos sem recorrer a financiamento externo⁸⁶.

O conceito de bootstrapping provém e está profundamente associado à expressão “pull oneself up by one's bootstraps”⁸⁷, da qual se subentende a construção de um negócio pelas próprias mãos, recorrendo aos seus próprios meios e operando de uma forma autossustentável. Tal conceito não é estranho, porquanto que neste tipo de modelos de negócio os empreendedores necessitam de provar por conta própria o potencial e sucesso do seu produto no mercado, bem como a concretização dos objetivos estabelecidos- condições essenciais à atração de financiamento externo e à validação do seu projeto e ideia.

Esta forma de financiamento está assim intimamente ligada ao ecossistema das startups e à sua conjuntura empresarial, não podendo por estas razões deixar de ser mencionada. Trata-se aliás de uma estratégia adotada por grandes empresas como é o

⁸⁶Como definido em “Direito para startups- manual prático: da idealização ao exit”, 2022, página 198.

⁸⁷Expressão que em português pode ser definida como – erguer-se com os seus próprios meios.

caso da Apple, da Amazon e da Dell que surgiram no quarto ou garagem dos seus fundadores com os poucos recursos que detinham. Michael Dell iniciou a sua empresa a construir computadores no seu quarto e dispondo apenas de 1000 dólares, e Steve Jobs e Jeff Bezos dão inícios às suas empresas nas respetivas garagens.

A despeito do bootstrapping ocorrer predominantemente numa fase inicial e de arranque da startup, os empreendedores podem também recorrer ao mesmo em fases de crescimento, expansão e até internacionalização da startup, quando procedem ao reinvestimento dos seus proveitos para criar e desenvolver novos produtos e serviços.

Por sua vez, quanto aos 3 F's (friends, family and fools), estamos perante o chamado Love Money, o financiamento realizado por pessoas próximas do fundador, e por isso realizado em condições menos onerosas, dado que por princípio, não são concedidas garantias nem é necessário proceder a uma extensa avaliação das condições da startup para gerar lucro.⁸⁸

Porém, apesar de poder ser considerado o capital mais fácil de angariar ou mais acessível aos fundadores é também um dos quais se aconselha a ter mais cautelas, uma vez que contende diretamente com as relações pessoais do fundador. Fator que, associado à taxa de insucesso das startups ser de 90%⁸⁹, impõe que se proceda a alguns acordos por escrito, relativos às condições do financiamento e à posição destes financiadores na empresa⁹⁰.

Estas formas de financiamento envolvem sobretudo um conjunto de estratégias e de controlo de custos para que a empresa possa crescer gradualmente, minimizando os custos e maximizando o potencial do projeto. Não se verificando também, por conseguinte, contratações desnecessárias, mantendo-se o fundador o centro de todas as operações, concentrando em si todos os riscos inerentes à criação de uma startup.

Assim, através das suas próprias economias e do capital daqueles que lhe são mais próximos, o empreendedor consegue cobrir as suas despesas iniciais e dar início a etapas essenciais como o desenvolvimento do produto, muitas vezes antecedido de um MVP-

⁸⁸Como sustentam Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fools/Seed Money/Business Angels/ Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 95.

⁸⁹Thomas Ritter e Carsten Lund Pedersen em “An Entrepreneur’s Guide to Surviving the “Death Valley Curve””- Harvard Business Review, 2022, disponível em: <https://hbr.org/2022/04/an-entrepreneurs-guide-to-surviving-the-death-valley-curve>

⁹⁰Como alertam Assunção Vassalo e João Diogo Barbosa em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fools/Seed Money/Business Angels/ Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 95: deve-se “deixar registo escrito dos seus termos e condições devidamente assinado por todas as partes, mesmo entre família e amigos.”

minimum viable product, ou produto mínimo viável- um dos conceitos mais importantes nesta fase de financiamento. Falamos aqui de uma versão primitiva do produto ou serviço que as empresas visam comercializar, uma versão de baixo custo que tem como objetivo realizar um teste ao mercado e gerar receitas que depois serão realocadas na melhoria e desenvolvimento do produto e da própria startup.

A adoção de estratégias de pré-venda é também uma prática comum, uma vez que através dela os empreendedores conseguem aplicar as receitas obtidas na própria produção do produto, obtendo desta forma o fluxo de caixa que mantém o projeto à tona até que consigam atingir o break even. Assim, a startup acaba também por se servir do capital dos clientes que, por via da aquisição de produtos ou serviços, se torna receita interna e que permite criar um relacionamento próximo com os mesmos, que assim também contribuem para o crescimento da empresa.

Como uma das principais vantagens desta forma de financiamento, devemos apontar assim a manutenção do controlo total das decisões e da direção do negócio no empreendedor, que aposta assim num desenvolvimento lento e sustentável do produto, investindo o capital de forma mais cautelosa.

Em contrapartida, há algumas desvantagens inerentes à ausência de financiamento externo e à adoção de uma estratégia financeira rigorosa, dado que tal implica muitas vezes uma falta de investimento em marketing causando uma difícil penetração no mercado e a concomitante perda de oportunidades de mercado que exijam investimento rápido.

Em suma, estamos perante duas estratégias que, apesar de apresentarem algumas desvantagens, têm em vista a otimização dos poucos recursos disponíveis de forma a maximizar o lucro e permitir o crescimento da startup.

3.2 FINANCIAMENTO COLABORATIVO (OU CROWDFUNDING)

Ao contrair o acesso das pequenas médias empresas e das startups às formas de financiamento tradicionais, a crise económica de 2007/2008 fomentou a procura dos empreendedores por novos meios de obtenção de capital⁹¹- mais eficazes e que

⁹¹Margarida Pacheco de Amorim e João Vieira dos Santos, em “O Regime Nacional do Crowdfunding: que Crowdfunding?”, 2021, página 627: “O RJFC foi pensado como instrumento para financiar empresas numa conjuntura social e económica especial onde estas sentiam (e sentem) dificuldades no acesso ao financiamento.”

possibilitassem um acesso rápido e simplificado ao financiamento. Conjuntura esta que, em contexto de revolução tecnológica, impulsionou o surgimento de alternativas inovadoras, que colocam a tecnologia ao serviço do setor financeiro e eliminam o intermediário⁹²- as chamadas soluções Fintech.

Como já vimos, a fintech consiste no uso das novas tecnologias de informação para novas formas de obtenção de capital - o já referido Bridgefunding. Estas novas soluções, nas quais se integra o financiamento colaborativo⁹³ (comumente conhecido como “crowdfunding”) passam assim preencher a chamada “funding gap”⁹⁴- a lacuna de financiamento deixada pelos bancos e pelos investidores profissionais.⁹⁵

Esta nova forma de obtenção de capital vem assim solucionar a carência de financiamento enfrentada pelos empreendedores, e apresenta-se como uma alternativa crucial quando as startups se encontram numa fase intermédia do seu desenvolvimento, em que os montantes procurados são superiores àqueles que são investidos no âmbito do bootstrapping, dos 3F’s e dos business angels, mas não tão elevados como aqueles que são praticados em sede de venture capital.⁹⁶

O financiamento colaborativo poderia ser definido como uma forma de angariação de fundos recorrendo a uma pluralidade de pessoas, mas tal não seria exemplificativo da sua forma de funcionamento, podendo em contrapartida recorrer-se nomeadamente à definição dada pela legislação nacional que o classifica como um” tipo de financiamento

⁹²Como explica Madalena Perestrelo de Oliveira em “As recentes tendências da Fintech: Disruptivas e colaborativas”, 2019, página 74: “Os desenvolvimentos e, acima de tudo, o percurso da fintech, revelam que é uma inovação verdadeiramente disruptiva. Pegando no exemplo dos empréstimos P2P ou do crowdfunding online, o que se verifica é uma desintermediação (ou antes uma reintegração) de relações que tradicionalmente dependiam de um middle man: o banco. E, pela forma como a informação é analisada e automatizada implicam uma verdadeira alteração estrutural do setor.”

⁹³A designação financiamento colaborativa foi dada pelo legislador português, como salienta Fernando Belezas em “Crowdfunding: O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo”, 2019, página 54: “porquanto na génese do processo de crowdfunding não está apenas o financiamento fornecido pelos investidores ou a participação nas atividades de outrem, mas sim a efetiva colaboração dos investidores ou apoiantes, através de capital ou qualquer outro tipo de recursos, nessas atividades.”

⁹⁴Ana Sá Couto e Frederico Romano Colaço em “O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento”, 2015, página 131.

⁹⁵Neste sentido, Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura em “MiCA e DeFI: onde fica a regulação no caminho da descentralização”, 2023, página 292: “Como tal, a tecnologia financeira- também designada por fintech- não é hoje uma opção. A sua utilização é, antes, imposta pelo mercado, na prestação de serviços e produtos financeiros fruto (i) do crescimento da computação e da substituição dos prestadores de serviços tradicionais por serviços online; (ii) da necessidade de diminuição de custos dos bens e serviços ou, ainda (iii) da exigência de maior rapidez, variedade e acesso do lado dos consumidores.”

⁹⁶Como referem Ana Sá Couto e Frederico Romano Colaço em “O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento”, 2015, página 131: “Trata-se de projetos que tipicamente não possuem escala ou património suficiente para receber financiamento bancário e cujas características não os tornam atraentes para investidores de capital de risco, que tendem a selecionar projetos com estratégias de saída bem definidas (venda futura de participação com mais-valia).”

de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de contributos ou de parcelas de investimento em dinheiro provenientes de pessoas singulares e coletivas na qualidade de apoiantes ou de investidores”⁹⁷. Ou, como definido de forma mais clara por João Vieira dos Santos, o crowdfunding consiste numa “forma de financiamento de projetos e empreendimentos, geralmente com recurso à internet, através de um convite ao investimento do público- crowd”⁹⁸.

Denota-se assim a existência de uma estrutura tripartida, uma vez que, como intervenientes no financiamento colaborativo temos o beneficiário, a plataforma e o público (“crowd”), operando assim uma redefinição das relações comerciais e financeiras como as conhecemos, simplificando-as e desburocratizando-as.

O beneficiário é neste caso o fundador da startup, do projeto que se visa financiar, e que pretende com o capital obtido desenvolver a sua atividade. Capital esse que é obtido através da “crowd”, dos utilizadores da plataforma que vão proceder ao financiamento dos projetos, podendo estes utilizadores ser tanto investidores profissionais como investidores não profissionais, sem experiência em investimentos.

Por sua vez, a plataforma efetiva uma importante ponte entre os investidores e os projetos registados na plataforma, originando uma relação contratual⁹⁹ que “fornece um mecanismo para projetos encontrarem investidores e investidores encontrarem projetos”¹⁰⁰, ou seja, a plataforma de internet proporciona o encontro de interesses

⁹⁷Artigo 2º do Regime Jurídico do Financiamento colaborativo, aprovado pela Lei nº102/2015, de 24 de agosto. Para alguns autores, como é o caso de Margarida Pacheco de Amorim e João Vieira dos Santos, em “O Regime Nacional do Crowdfunding: que crowdfunding?”, 2021, página 625, a legislação nacional serve-se de uma definição composta por conceitos indeterminados, como consequência da sua transversalidade, uma vez que visa regular as quatro modalidades de financiamento colaborativo.

⁹⁸João Vieira dos Santos em “Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades”, 2015, página 9.

⁹⁹Como refere João Vieira dos Santos em “Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)”, 2017, página 654: “A relação contratual entre a plataforma e os utilizadores (promotores e financiadores) é estabelecida através de um membership agreement ou acordo de utilização – podendo ser diferente para promotores e para financiadores –, que estipula as regras de acesso e utilização dos serviços da plataforma eletrónica. Estes serviços podem ser gratuitos ou remunerados, mediante uma percentagem das transações realizadas na plataforma. Em virtude desse contrato, a plataforma atua como um intermediário eletrónico, sendo responsável por controlar as regras de acesso e pela supervisão do cumprimento das normas de utilização, não intervindo diretamente, contudo, nos contratos horizontais (doação, mútuo, compra e venda ou transação de valores mobiliários) entre os utilizadores da plataforma.”

¹⁰⁰Mariana Mirrado Canas em “Crowdfunding uma nova forma de financiamento das sociedades-enquadramento geral e direito comparado”, 2019, página 533.

contrapostos¹⁰¹, funcionando apenas como um elo de ligação¹⁰², não assumindo quaisquer riscos e recebendo normalmente “apenas” uma comissão do montante arrecadado, paga pelos beneficiários, uma vez atingidos os objetivos pré-fixados¹⁰³, sendo a sua atividade em Portugal supervisionada pela CMVM. Podemos dizer assim que é o elemento central desta forma de financiamento.

Aqui é muito importante a distinção entre as plataformas eletrónicas e as entidades gestoras das mesmas¹⁰⁴, sendo a estas últimas que compete assegurar a legalidade de todo o processo, a proteção das partes envolvidas, e a redução das assimetrias informativas, como vamos ver no âmbito da análise do seu regime jurídico.

O recurso ao financiamento colaborativo tanto pode ocorrer numa fase inicial da startup, de pré-seed ou seed funding, em que a startup necessita de recursos para desenvolver o seu produto e para se fixar no mercado e ainda não é suficientemente atrativa para investidores de capital de risco, ou numa fase posterior de expansão e consolidação da sociedade, em que a mesma necessita do capital para aumentar a sua capacidade produtiva, contratar mais pessoal ou por exemplo apostar mais no marketing, sem que ao mesmo tempo tal implique necessariamente, uma diluição das participações sociais e a perda de controlo dos fundadores.

Para além de uma forma de financiamento, o crowdfunding consubstancia-se também muitas vezes como um teste ao mercado, tanto ao nível da adesão dos investidores, como de aquiescência de futuros clientes do produto ou serviço.

Uma vez que estamos perante “empresas recém-criadas (...) em fase de prospeção de mercado e desenvolvimento de produtos”¹⁰⁵, esta é uma forma de redução do risco

¹⁰¹Como alerta José Borges Guerra em “Crowdfunding, um milagre à espera de acontecer”, 2021, página 34: “À semelhança do uber, no setor da mobilidade, ou da airbnb, no setor do alojamento, as plataformas de crowdfunding assentam na mesma lógica simples de “matching” entre lados opostos, neste caso, entre empreendedores e investidores anónimos, constituindo-se como uma fonte “informal” de captação de capitais alternativa aos veículos mais pesados e institucionais do setor financeiro tradicional.”

¹⁰²Destacamos aqui a caracterização feita por Luis Guilherme Catarino em “Crowdfunding e Crowdinvestment: o regresso ao futuro?”, 2018, página 12, que define a plataforma como “um intermediário (...) que gere a internet como meio de publicitação e encontro de vontades contrapostas (...) disponibiliza os meios materiais, técnicos e humanos necessários para, de uma forma regular e profissional, colocar em contacto pessoas jurídicas e físicas e respetivas declarações de vontade, tendo em conta a perfeição de um negócio típico.”

¹⁰³Diogo Pereira Duarte em “Financiamento colaborativo de capital (equity crowdfunding)”, 2019, página 282.

¹⁰⁴Que podem ser qualquer pessoa coletiva ou estabelecimento individual de responsabilidade limitada- nos termos do artigo 4º do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo.

¹⁰⁵Miguel Rodrigues Leal em “O novo regime europeu dos serviços de financiamento colaborativo (crowdfunding)”, 2021, página 98.

subjacente a estes negócios, que cria assim uma comunidade que vai posteriormente ditar ou não o sucesso do projeto.

Neste sentido, é manifesta a sua função de validação e divulgação do projeto, representando também frequentemente um instrumento de comercialização e credibilização¹⁰⁶, possibilitando assim concomitantemente vantagens não financeiras ou indiretas.

Concluindo, apesar do financiamento colaborativo ter surgido associado a causas sociais e de angariação de fundos para fins nobres¹⁰⁷, tem ganho cada vez mais adeptos ao nível das empresas tecnológicas pela sua desburocratização e inexigência de estruturas complexas e intermediários, apresentando desta forma custos de operação mais reduzidos que os meios de financiamento tradicionais e tornando-se numa das formas de obtenção de capital mais atrativa para empresas em fase embrionária e poucas estruturadas.¹⁰⁸

3.2.1 Forma de funcionamento

De forma a proceder à angariação de capital para os seus projetos, os empreendedores começam por escolher e consequentemente registar-se na plataforma que consideram mais adequada à prossecução dos seus objetivos e onde posteriormente submetem uma candidatura e preenchem os devidos formulários. Esta fase preliminar implica, entre outros aspetos, a realização de um pitch¹⁰⁹, uma apresentação breve do negócio, ideia ou projeto, onde o mesmo é explicitado e é dada a conhecer a sua atividade, o seu propósito e os seus objetivos.

Apesar de se tratar de uma forma de financiamento mais acessível, tal não significa que todos e quaisquer projetos consigam aceder a ela, existem na mesma critérios de avaliação de risco e nem todos preenchem os critérios mínimos de aprovação,

¹⁰⁶Considerando 4 do Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de financiamento colaborativo- Regulamento (UE) 2020/150.

¹⁰⁷Como refere Ana Brochado em “Snapshot da indústria do crowdfunding na Europa”, 2018, página 37: “Este tipo de financiamento coletivo é especial mente atrativo para as empresas que operam no setor social, cultural e criativo, que por vezes não encontram fontes de financiamento adequadas às suas especificidades (designadamente por terem objetivos sociais, estarem associadas a uma grande incerteza da procura do mercado e a apresentarem uma grande dependência de ativos incorpóreos).”

¹⁰⁸Neste sentido, Luís Roquete Gerales e Francisca Seara Cardoso em “Uma revolução chamada Crowdfunding”, 2016, página 494.

¹⁰⁹Definido como “uma apresentação rápida e breve do negócio, produto ou de ideias aos investidores com o intuito de convencê-los a investir no negócio”, em “Direito para startups: Manual prático- da idealização ao exit”, 2022, página 203.

competindo às plataformas proceder a um adequado processo de due diligence no sentido de decidir, ou não, pela sua aprovação.

Esta fase inicial de auditoria dos diversos projetos pelas plataformas é muito importante, dado que a “credibilidade e solidez deste modelo de financiamento dependerá, em última análise, da realização pelas plataformas de um adequado escrutínio dos beneficiários e respetivas ofertas. A falência desse escrutínio levará, previsivelmente, a que as plataformas acabem por atrair financiamentos de menor qualidade, os quais, fruto de um fenómeno de seleção adversa, poderão acabar por monopolizar todo este mercado de financiamento, condenando-o, a prazo, ao desinteresse generalizado do público e à falência desta forma de financiamento”.¹¹⁰

Uma vez aceites pela plataforma, os beneficiários procedem, entre outros aspetos, à fixação das condições da oferta, dos montantes a arrecadar e do público -alvo.

No que toca ao processo de divulgação do projeto, para além de decorrer na plataforma, este tem também continuidade nas redes sociais, de forma a conseguir atingir o maior volume possível de audiência e de captar a atenção de possíveis investidores e clientes. Durante o período ativo da campanha de angariação, à medida que vão ocorrendo os investimentos, os beneficiários devem ainda ir divulgando e atualizando o público do progresso e das conquistas do projeto, de forma a que seja assegurada a transparência e credibilidade de todo o processo.

O propósito procurado pelo financiamento colaborativo vai assim ao encontro dos fundamentos do “*Long Tail Market*” (mercado de cauda longa), isto é, procura atingir grandes volumes de audiência numa vasta área geográfica, em que cada destinatário faz apenas pequenas contribuições mas que no seu todo se mostram significativas para o projeto.

A acessibilidade a um maior público é também proporcionada pela falta de formalismos especiais uma vez que, ao contrário do que acontece com o modelo de intermediação tradicional, privilegia o investimento direto sem custos, promovendo a celeridade, transparência e simplicidade do contacto entre os diferentes intervenientes, abrindo portas a investidores não profissionais e de qualquer parte do mundo. Ao ocorrer

¹¹⁰Vasco Costa em “A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “crowdfunding”- em especial o caso português”, 2018, página 32.

a nível global, estas campanhas permitem uma promoção da confiança e fiabilidade no projeto, e muitas vezes desbloqueiam o acesso a meios tradicionais de financiamento.¹¹¹

Neste sentido, Diogo Pereira Duarte refere de forma certa o facto de o financiamento colaborativo permitir “terminar com o paradoxo do ovo e da galinha frequentemente presente nos processos de financiamento, já que o sucesso de uma campanha configura uma prova de conceito que, em geral, não seria possível de realizar sem prévio financiamento.”¹¹²

Por conseguinte, um dos principais elementos distintivos desta forma de financiamento é precisamente o facto de se tratar de uma plataforma acessível não apenas a investidores profissionais, mas sim a todos aqueles que pretendem investir o seu capital em projetos inovadores, incluindo investidores não profissionais e inexperientes que de outra forma não conseguiriam aceder ao mercado de capitais.

No caso dos investidores profissionais, o financiamento colaborativo apresenta-se como uma forma célere e acessível de diversificarem o seu portefólio e repartirem o risco associado aos seus investimento. Já para os investidores não profissionais, afigura-se como um primeiro contacto com o mercado e uma oportunidade de rentabilizar o seu capital, mesmo que investindo pequenas quantias de cada vez.

Eliminando os obstáculos impostos aos meios tradicionais de funcionamento, como a necessidade de elevados requisitos de capital e o acesso seletivo e exclusivo à maior parte das redes de investidores, o financiamento colaborativo permitiu que qualquer um que pretenda, possa participar em campanhas de financiamento, possibilitando assim o alargamento dos participantes nos mercados financeiros e a diversificação dos investidores¹¹³.

Em suma, o crowdfunding detém um papel indiscutível na democratização do acesso ao investimento, tornando-o acessível a qualquer pessoa que, independentemente da sua capacidade financeira, tencione apoiar e participar no desenvolvimento de empresas e projetos inovadores. O que, para além de fortalecer o ecossistema das startups, distribui os riscos do investimento de forma mais ampla, promovendo um mercado mais acessível e equitativo.

¹¹¹Diogo Pereira Duarte e Isabel Pinheiro Torres em “Crowdfunding/Financiamento em Startups”, 2022, página 134.

¹¹²Em “Financiamento colaborativo de capital (equity crowdfunding)”, 2019, página 270.

¹¹³No mesmo sentido, Paulo Câmara em “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2018, página 664: “No âmbito mobiliário, estas formas de desintermediação apresentam vantagens dignas de nota: alargam a base de investidores, reduzem os custos de transação e induzem maior concorrência nos processos de obtenção de capital.”

3.2.2 Modalidades de financiamento colaborativo

O financiamento colaborativo, comporta na sua génese várias possibilidades, que se manifestam nas várias modalidades que apresenta, cada uma com funções, objetivos e formas de funcionamento diferentes.

Assim, distinguimos 4 modalidades de financiamento colaborativo possíveis, e que por sua vez se enquadram nos 2 tipos de financiamento colaborativo existentes: o **financiamento colaborativo não financeiro** (ou social) e o **financiamento colaborativo financeiro**, também denominado de *crowdinvesting*.

No que toca ao financiamento colaborativo não financeiro ou social, podemos apontar duas modalidades, o financiamento colaborativo através de donativo e o financiamento colaborativo como recompensa.

No **financiamento colaborativo através de donativo**, falamos de uma doação sem qualquer tipo de contrapartida, um empreendedorismo sem fins lucrativos onde os investidores apenas pretendem contribuir para um projeto que apoiam. Não estamos aqui assim perante um verdadeiro investimento porque não envolve qualquer lucro para quem contribui com o capital. Nas palavras de João Vieira dos Santos “diferencia-se da tradicional angariação de fundos pela sua delimitação a um projeto específico”.¹¹⁴

Já quanto ao **financiamento colaborativo com recompensa**, estamos perante um espécie de teste ao produto e ao mercado, uma vez que o investidor contribui com o capital e é recompensado com um exemplar do produto ou serviço, ou seja, uma recompensa não financeira.

Por sua vez, quando falamos em *crowdinvesting* (ou financiamento colaborativo financeiro), estamos perante um investimento na verdadeira aceção do termo, que acarreta sempre uma contrapartida financeira aos investidores, e que se divide em financiamento colaborativo de capital e financiamento colaborativo por empréstimo. Dadas as suas características, estas modalidades são as que apresentam uma maior complexidade e maiores desafios ao nível da regulação.

No **financiamento colaborativo de capital (ou de investimento)** o investidor é recompensado “com participações no capital social da entidade financiada, distribuição de dividendos ou partilha de lucros”¹¹⁵, sendo por isso, muitas vezes também denominado de equity crowdfunding.

¹¹⁴Em “Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades”, 2015, página 14.

¹¹⁵Armando Sumba em “Crowdinvesting e proteção dos investidores”, 2022, página 240.

Por fim, no **financiamento colaborativo por empréstimo**, ou o chamado crowdlending, temos implícito um contrato de mútuo (como previsto no artigo 1142º do Código Civil), apresentando-se como uma verdadeira alternativa ao crédito convencional. Neste caso, ocorre um investimento inicial por parte da “crowd”, que depois é recompensada com capital no futuro, sob a forma de pagamento de juros que são estipulados logo à partida pelo beneficiário. A diferença para o crédito tradicional está no intermediário, dado que, em vez de termos os bancos tradicionais temos a plataforma online- sendo por isso também muitas vezes chamado de peer-to-peer lending (P2P lending), uma vez que elimina o intermediário financeiro e não implica a complexa e burocrática tradicional avaliação de risco.¹¹⁶

Aqui chegados implica também frisar que, ao contrário do que acontece no crédito tradicional, em que o operador obtém lucro através dos depósitos e fundos reembolsáveis, a plataforma de financiamento colaborativo funciona apenas como um mero intermediário entre as duas partes do empréstimo.

Apesar desta forma de financiamento se ter fixado no panorama financeiro, através das modalidades de financiamento por donativo e recompensa, intimamente associadas a causas sociais, é nas modalidades de financiamento colaborativo financeiro que tem ganho cada vez mais relevância.

A propósito das duas primeiras modalidades de financiamento colaborativo cumpre expor as duas diferentes abordagens para a gestão dos fundos angariados no âmbito do financiamento colaborativo: o modelo *all or nothing* e o modelo *keep it all*.

No modelo *all or nothing*, desde logo consagrado na legislação nacional¹¹⁷, os beneficiários apenas recebem o valor arrecadado se conseguirem atingir a meta previamente fixada dentro de um prazo específico. Ou seja, se a meta não for alcançada o beneficiário deve proceder à devolução dos montantes, não recebendo nada.¹¹⁸

Esta abordagem ao capital arrecadado proporciona uma redução do risco para os investidores, uma vez que havendo um capital mínimo que se ambiciona alcançar para atingir um determinado objetivo de execução do projeto, o investidor sabe que o montante obtido servirá para viabilizar o projeto, promovendo a credibilidade e a transparência dos

¹¹⁶Como refere João Vieira dos Santos em “Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering”, 2022, página 35: “Tais problemas incentivaram o surgimento de formas mais democráticas de financiar empresas, aproveitando a facilidade de interação peer-to-peer entre financiadores e financiados através da web 2.0”

¹¹⁷Artigo 9º, número 1, do Regime Jurídico do Financiamento colaborativo.

¹¹⁸Fernando Belezas em “Crowdfunding: O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo”, 2019, página 86.

empreendedores perante os investidores. Percebendo-se assim a razão para esta abordagem ser maioritariamente adotada nas plataformas de crowdfunding com recompensa, em que há usualmente uma meta específica a atingir.

Por outro lado temos o modelo *keep it all*, nos termos do qual o criador do projeto fica de qualquer forma com os montantes coletados. Esta abordagem permite assim que os empreendedores tenham acesso direto ao valor conseguido, podendo na mesma aplicá-lo a parte do projeto, sendo nomeadamente útil num tipo de campanhas em que todo o montante arrecado é útil (por exemplo, no caso das causas sociais). Se por um lado, o empreendedor consegue aqui uma maior liberdade na aplicação do capital, dado que não existe uma meta específica ou o objetivo de alcançar um valor mínimo para uma finalidade concreta, por outro lado, para os investidores, tal implica um maior risco e incerteza relativamente à aplicação do capital. É por estas características que o recurso a este modelo ocorre fundamentalmente no crowdfunding por doação.

Por fim, atente-se ao facto de que no regime português, apesar de se adotar o modelo do *all or nothing*, a oferta tem de prever expressamente a possibilidade de alteração dos montantes e dos prazos. É prevista assim a inserção de cláusulas relativas à possibilidade de *keep it all*, podendo os montantes ser alterados apenas uma vez.¹¹⁹

Estão assim analisadas as diversas modalidades de financiamento colaborativo e as suas vantagens no panorama empresarial atual. Como destaca Diogo Pereira Duarte “este método de financiamento de empresas com aproveitamento das possibilidades oferecidas pela internet deve ser encarado como um dos aspetos de um universo mais vasto de inovações tecnológicas com implicações potenciais para o sistema financeiro.”¹²⁰

3.2.3 Regime jurídico

A crescente importância do financiamento colaborativo nos novos modelos de negócio e o consequente aumento do número de plataformas despoletaram a necessidade de assegurar um tratamento regulatório uniforme a este mercado, capaz de garantir a confiança e proteção dos investidores. A regulação afigura-se como “um pressuposto e

¹¹⁹Artigo 9º, número 3, do Regime Jurídico do Financiamento colaborativo. E, no mesmo sentido, Armando Sumba em “Crowdinvesting e proteção dos investidores”, 2022, página 266.

¹²⁰Em “Financiamento colaborativo de capital (equity crowdfunding)”, 2019, página 268.

uma garantia”¹²¹ na realização dos investimentos, com o intuito de diminuir os riscos e fazer face aos desafios inerentes ao financiamento colaborativo.

Neste sentido, foram vários os países que decidiram avançar na fixação das suas próprias regras, aplicáveis a nível nacional, de forma a conseguirem regular e supervisionar o financiamento através destas plataformas online. Como foi o caso de Portugal, que em 2015 aprovou o **Regime jurídico do financiamento colaborativo (RJFC) através da Lei n.º102/2015, de 24 de agosto** que, entre outros aspetos, atribuía à CMVM a responsabilidade de regular e supervisionar a atividade de intermediação de financiamento colaborativo.

As regras constantes deste diploma foram depois posteriormente densificadas pelo **Regulamento da CMVM nº1/2016**, de aplicação exclusiva às modalidades de financiamento colaborativo de capital por empréstimo. Este novo regulamento disciplina o acesso à atividade de intermediação; os deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo; as obrigações de informação dos beneficiários do financiamento colaborativo para efeitos de esclarecimento dos investidores; às plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo e à CMVM; os limites máximos de angariação, os limites ao investimento; as relações com os prestadores de serviços de pagamento e ainda os deveres de prevenção de conflitos de interesses pelas plataformas eletrónicas¹²².

De seguida, em 2018, surgiu ainda a **Lei nº 3/2018 de 9 de fevereiro** que estabelece o regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo, ou seja, o regime aplicável à violação do RJFC. E, apenas nesta fase, passamos a ter um regime de financiamento colaborativo plenamente aplicável em Portugal.

No entanto, tendo em conta que estamos perante uma forma de financiamento que visa operar a uma escala global e tem como finalidade alcançar um elevado volume de investidores numa ampla área geográfica, o facto de cada país possuir uma legislação diferente, com regras e requisitos distintos, constitui um obstáculo ao funcionamento do mercado único.

Posto isto, reuniram-se os fatores que levaram a Comissão Europeia a proceder à criação da regulamentação europeia do financiamento colaborativo, através do

¹²¹Maria João Silva Bernardes em “ O crowdfunding em Portugal: uma análise dos últimos avanços legislativos e o seu impacto na proteção dos investidores”, 2023, página 16.

¹²²Nos termos do art.1º do Regulamento (UE) 2020/1503.

Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo, que altera o Regulamento (UE) 2017/1129 e a Diretiva (UE) 2019/1937.¹²³

As regras europeias pretendiam sobretudo combater a fragmentação do mercado único e promover a harmonização das regras aplicáveis a nível europeu, ao mesmo tempo que reduziam o recurso à arbitragem regulatória e os custos de adaptação a cada jurisdição.

Este diploma encontra-se intrinsecamente relacionado com o Plano de Ação Fintech que, ao reconhecer que a tecnologia é o futuro, estabeleceu prioridades para a digitalização do setor financeiro e para garantir que o quadro regulamentar da União Europeia fosse capaz de promover a inovação e responder aos desafios que daí decorrem.

Todavia, a regulação do crowdfunding sofreu sobretudo com a dicotomia entre proteger os interesses dos investidores ou favorecer os interesses dos empreendedores. Se por um lado, a ausência ou diminuta regulação do crowdfunding favorecia os empreendedores, estimulando a economia e o crescimento das startups, por outro lado, a regulação mais rígida causaria uma desaceleração da economia, mas protegeria os investidores dos riscos de fraude e financiamento de atividades ilícitas, dos riscos de insolvência dos beneficiários e das plataformas, para além do risco óbvio de perda das quantias mutuadas ou investidas. Seria fácil cair-se assim numa proporcionalidade inversa, como refere Mariana Mirrado Canas, porque “quanto mais se protegem os investidores mais se oneram os beneficiários”.¹²⁴

Podemos dizer assim que a legislação pretendeu obter um equilíbrio entre os dois interesses, proteger os investidores, que aqui são na sua maioria não profissionais, e apoiar e incentivar esta forma de financiamento.

Tais esforços levaram então a que vigorem atualmente na nossa ordem jurídica, dois diplomas relativos ao crowdfunding, o regime europeu e o regime nacional, sendo assim necessário chamar à colação o **Princípio do Primado Direito da União Europeia e o Princípio da Cooperação legal**.

Ora, o Princípio do Primado da União Europeia estatui que, sempre que as normas nacionais e as normas europeias entrem em conflito, prevalece sempre o Direito da União

¹²³Este Regulamento foi também já alvo de diversos regulamentos delegados que o densificam e promovem a sua correta aplicação, como é exemplo o mais recente, de 2024- o Regulamento Delegado (UE) 2024/358, da Comissão, de 29 de setembro.

¹²⁴Em “Crowdfunding: uma nova forma de financiamento das sociedades- enquadramento geral e direito comparado”, 2019, página 531.

Europeia, como vertido no artigo 8º, número 4 da Constituição da República Portuguesa e no artigo 288º, número 2 do Tratado de Funcionamento da União Europeia.

Por outro lado, o Princípio da Cooperação Legal determina que os “estados estão obrigados a adotar todas as medidas necessárias ao cumprimento dos objetivos dos tratados e não adotar medidas que ponham em causa tais objetivos (...) e a União Europeia, por sua vez, tem de respeitar a igualdade dos Estados-membros, as identidades constitucionais, as funções essenciais do Estado”¹²⁵. Ou seja, os Estados devem sempre garantir a aplicação do Regulamento Europeu de forma a combater a fragmentação dos regimes jurídicos e o recurso a arbitragem regulatória.

Por conseguinte, é necessário fazer uma articulação entre os dois regimes jurídicos, tendo em atenção que há aspetos que estão regulados a nível nacional e não estão previstos a nível europeu, verificando-se assim uma complementaridade entre si. O regime europeu apenas regula as modalidades de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, dado que são as que apresentam uma maior complexidade e riscos para os investidores e que convergem de forma direta com os meios de financiamento tradicionais, apresentando mais desafios jurídicos. Já o regime nacional procede à regulação das 4 modalidades, aplicando-se em exclusivo ao financiamento colaborativo por empréstimo e ao financiamento colaborativo com recompensa.

Para a articulação dos dois regimes, convoca-se a aplicação do Decreto-Lei nº66/2023, que têm em conta as diferenças existentes entre si e assegura uma adequada execução do regulamento europeu.

3.2.3.1 Traços fundamentais do regime

Como sabemos, uma das principais preocupações na origem do **Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo** foi a necessidade de assegurar um mercado único europeu, que permitisse ao financiamento colaborativo operar numa larga escala.

Como tal, o primeiro passo para a harmonização pretendida foi a fixação de requisitos “uniformes, proporcionados e diretamente aplicáveis em matéria de autorização dos prestados de serviços de financiamento colaborativo”¹²⁶, verificando-se neste âmbito uma regra de exclusividade restrita de aplicação do regulamento europeu.

¹²⁵Alessandra Silveira em “Princípios de Direito da União Europeia”, 2009, página 95.

¹²⁶Como o próprio ambiciona no seu considerando 30.

Isto é, nenhum dos Estados-Membros pode impor regras ou requisitos adicionais para a obtenção da autorização para prestação de serviços de financiamento colaborativo, valendo apenas as estabelecidas a nível europeu (artigo 3º, número 1 e artigo 12º), mesmo para aqueles que queiram exercer a sua atividade apenas a nível nacional.¹²⁷

Os prestadores de serviços de financiamento colaborativo devem ter um estabelecimento estável e efetivo na União Europeia e referir o tipo de serviços de financiamento colaborativo que pretendem exercer (artigo 13º), bem como as restantes informações previstas no artigo 12º. É de ressaltar que as condições impostas se devem verificar a todo o tempo e, uma vez que se deixem de verificar, a autorização será revogada, como estipula o artigo 17º. Ao contrário do espírito subjacente a esta forma de financiamento, o processo de autorização apresenta algumas nuances que apesar de justificadas o tornam mais complexo.

Em termos de supervisão, o regime europeu impõe que esta seja levada a cabo pelas mesmas entidades que concedem a autorização (artigo 15º), fixadas pelos Estados-Membros e comunicadas à ESMA, como consta do artigo 20º, que deve manter uma lista atualizada de todas as autoridades competentes designadas. A designação e densificação das sanções administrativas e outras medidas administrativas consideradas adequadas, compete, por sua vez, a cada um dos Estados Membros individualmente, como vertido no artigo 39º.

Sob outro enfoque, o regime pretendia também a proteção dos investidores e, neste sentido, esclareceu a importante distinção entre investidores sofisticados e não sofisticados.

Os investidores sofisticados são caracterizados como “uma pessoa singular ou coletiva que é um cliente profissional nos termos do anexo II, secção I, ponto 1,2,3, ou 4 da Diretiva 2014/65/UE, ou uma pessoa singular ou coletiva que foi aprovada pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo para ser tratado como um investidor sofisticado em conformidade com os critérios e o procedimento estabelecidos no anexo II do presente regulamento”.¹²⁸ São assim entendidos como investidores que detêm a consciência e os conhecimentos necessários para assumir determinados riscos sem que

¹²⁷Como alerta Miguel Rodrigues Leal em “O novo regime europeu dos serviços de financiamento colaborativo- Crowdfunding”, 2021, página 101.

¹²⁸Artigo 2º, número 1, alínea j) do Regulamento (UE) 2020/1503.

tal ponha em causa a sua vida financeira, dispensando certos mecanismos adicionais de proteção previstos pelo diploma¹²⁹.

Esta distinção assenta assim no estipulado na Diretiva 2014/65/EU e visa fundamentalmente conferir um grau de proteção superior aos investidores não sofisticados, tendo em conta a sua experiência (ou falta dela) e potenciais conhecimentos.

Ao contrário do regime nacional que assenta a proteção dos investidores não sofisticados na fixação de limites ao investimento¹³⁰, limitando a 3000 euros por oferta ou 10000 euros totais de investimento num período de 12 meses (artigo 12, número 1 do Regulamento da CMVM N°1/2016), o regime europeu vai mais além e opta por, em alternativa, fixar algumas regras com propósitos de transparência e de cumprimento de deveres de informação.

De forma a cumprir estes objetivos, a legislação europeia impõe aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo (mais especificamente às próprias entidades gestoras das plataformas de financiamento colaborativo) a prestação de informações corretas, precisas, e que não sejam passíveis de gerar equívocos para os investidores. Prevendo, para tal, a realização de uma ficha de informação fundamental sobre o investimento (FIF), onde são explicadas as características do crowdfunding em cada uma das suas modalidades, os seus riscos, bem como “informações relevantes acerca dos promotores do projeto, dos direitos dos investidores, e das taxas a que estão sujeitos e do tipo de valores mobiliários, instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo e empréstimos oferecidos”- conforme o considerando 51 e o artigo 23º.

A completude, exatidão e clareza das informações constantes da FIF passam, nos termos do artigo 23º, número 11, a caber aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo que assumem assim uma maior responsabilidade. Na mesma linha, é-lhes também atribuído uma obrigação de “adoção de procedimentos eficazes e transparentes com vista ao tratamento expedito, equitativo e coerente das queixas recebidas de clientes” (artigo 7º) e a adoção de medidas que permitam a prevenção de conflitos de interesses, nos termos do artigo 8º.

A responsabilização dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo foi também uma das diferenças marcantes entre o regime nacional e o regime europeu.

¹²⁹No mesmo sentido, Maria João Silva Bernardes em “O crowdfunding em Portugal: uma análise dos últimos avanços legislativos e o seu impacto na proteção dos investidores”, 2023, página 33.

¹³⁰ Diogo Pereira Duarte em “O Regulamento Europeu de Crowdfunding: Risco de intermediação e conflitos de interesses”, 2022, página 278.

No regulamento europeu, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo passam a ter um dever de atuar, de forma honesta, equitativa e profissional (artigo 3º, número 2) com a devida *due diligence*, sempre no interesse dos seus clientes (artigos 4º e 5º), atribuindo-se uma maior responsabilidade a estas entidades através de vários patamares de controlo regulatório, assegurando um “regime robusto e seguro para todos os seus participantes”.¹³¹

Pelo contrário, a nível nacional, estes funcionavam apenas como um fio condutor da informação, não lhes cabendo qualquer dever de *due diligence*. Os prestadores de serviços de financiamento colaborativo assumiam, neste âmbito, um “perfil de mediação passiva”¹³², competindo aos próprios dos beneficiários a partilha da informação relevante. Como referiu Vasco Costa, a estas plataformas competia apenas “assegurar a circulação da informação entre os dois polos da cadeia de financiamento ou investimento, solicitando-a junto dos beneficiários e divulgando-a junto dos membros do público através de portais eletrónicos”¹³³

O artigo 21º assume também aqui uma importância significativa, dado que permite proteger os investidores não sofisticados do risco, ao exigir uma prova de conhecimento e uma simulação da capacidade de suportar perdas, almejando sempre uma avaliação geral e abstrata dos investimentos disponíveis- ou seja, avaliam se os serviços oferecidos são adequados ou não para os potenciais investidores, mas não procedem a uma avaliação concreta do projeto em que o investidor pretende injetar o seu capital. Tal obrigação consubstancia-se apenas numa advertência do risco, nos termos do número 4 do mesmo artigo, cabendo depois aos investidores declarar expressamente que a receberam e que assumem a responsabilidade pelo investimento.

Apesar de algumas críticas ao regime considerarem que se trata apenas da imposição de um “nível mínimo de diligência (artigo 5º), que não atribui a estas entidades significativas responsabilidades, não aderimos a esse entendimento. À parte da necessidade de cumprimento das imposições legais, as plataformas de crowdfunding têm, por si só, um forte interesse em garantir assistência, tanto aos investidores como aos

¹³¹Maria João Silva Bernardes em “O crowdfunding em Portugal: uma análise dos últimos avanços legislativos e o seu impacto na proteção dos investidores”, 2023, página 30.

¹³²Vasco Costa em “A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “crowdfunding”- em especial o caso português”, 2018, página 31.

¹³³Vasco Costa em “A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “crowdfunding”- em especial o caso português”, 2018, página 31.

beneficiários, pois a credibilidade do seu modelo de negócio depende diretamente da confiança mútua entre ambas as partes.

Por um lado, estas plataformas oferecem informações transparentes, análises de risco e ferramentas de acompanhamento para assegurar decisões informadas e minimizar potenciais perdas dos investidores. Por outro lado, monitorizam a atividade dos beneficiários, exigindo relatórios claros sobre o uso dos fundos e o cumprimento dos objetivos propostos, incrementando a confiança nos mesmos. Esta dupla abordagem não só protege os interesses de todos os envolvidos, como também fortalece a reputação e fiabilidade da própria plataforma, assegurando a sua sustentabilidade a longo prazo.

Como mecanismos adicionais de proteção dos investidores é de referir ainda o dever de divulgar os critérios de seleção de projetos (artigo 19º, número 1); as metodologias de avaliação de risco de crédito na formação de preços (artigo 19º, número 6); o dever de informar sobre as taxas de incumprimento (artigo 20º) e ainda, a estipulação de um **período de reflexão pré- contratual** apenas para os investidores não sofisticados, durante o qual podem retirar a sua oferta sem sofrer sanções, previsto no artigo 19º, número 3 e densificado no artigo 22º.¹³⁴

A nosso ver, as regras de proteção estabelecidas a nível europeu mostram-se de uma forma geral mais favoráveis do que a imposição de tetos máximos ao investimento que, embora também consistam numa forma eficaz de proteção dos investidores não profissionais de perdas significativas, podem limitar as suas oportunidades de obter maiores lucros em projetos com elevado crescimento e restringir o acesso a um mercado que para este efeito se pretende global.

Este equilíbrio entre a proteção e a liberdade de investimento, de forma a assegurar que os investidores tenham segurança sem sacrificar as oportunidades de retorno financeiro, tem sido um dos maiores desafios da regulação

De forma oposta ao regime nacional, o regulamento europeu permite ainda que os prestadores de serviços de crowdfunding exerçam funções afins às de consultoria para o investimento, sendo autorizados a propor determinados projetos tendo em conta as preferências e as condições do investidor e exercer a gestão individual de carteiras de empréstimos¹³⁵. Nesta última atribuição, os prestadores de serviços financiamento

¹³⁴Também salientados por Diogo Pereira Duarte em “O Regulamento Europeu de Crowdfunding: risco de intermediação e conflitos de interesses”, 2022, página 278, como alguns das principais manifestações do dever de proteção dos investidores.

¹³⁵Nos termos do artigo 3º, número 4, do artigo 6º e do considerando 19 do Regulamento (UE) 2020/1503.

colaborativo, apenas podem atuar no limite de discricionariedade concedida pelo mandato individual atribuído pelos investidores (artigo 2º, número 1, alínea c)) e respeitando o preceituado no artigo 6º do Regulamento.

Para efeitos de neutralidade, ressalva-se que os prestadores destes serviços não podem receber qualquer tipo de remuneração pelo encaminhamento dos investidores para uma determinada oferta, estando também impedidos de participar nas ofertas de financiamento efetuadas nas respetivas plataformas, de forma a prevenir possíveis conflitos de interesses.

Por último, dada a evolução tecnológica e o crescente recurso à tecnologia blockchain, poder-se-ia equacionar a possibilidade de surgirem algumas nuances desta modalidade de financiamento recorrendo à blockchain, nomeadamente através de Initial Coin Offerings ou token generated events, contornando assim a pressão regulatória que se começa a abater sobre estas plataformas¹³⁶ e originando diferentes desafios regulatórios.

Da mesma forma, poder-se-ia discutir a possibilidade de o empréstimo no âmbito do crowdfunding puder ocorrer sob a forma de criptoativos, todavia, nos termos no artigo 2º, número 1, alínea b) do Regulamento Europeu, fala-se em “quantia em dinheiro”, entendendo-se por isso que os criptoativos não se encontram incluídos no espírito do regulamento europeu, excluindo-se nesse caso a sua aplicação.¹³⁷

3.2.4 Desafios do crowdfundinvestment

Pese embora o financiamento colaborativo se afirme como uma alternativa de financiamento eficaz e juridicamente protegida, reserva ainda alguns desafios significativos, especialmente quanto às modalidades de crowdfundinvesting.

Em sede de financiamento colaborativo financeiro estamos perante um investimento na verdadeira aceção do termo, em que os investidores adquirem uma participação social, que pretendem deter em média entre 5 a 10 anos¹³⁸ para que depois a possam alienar e lucrar com o seu investimento. No entanto, um dos principais problemas

¹³⁶Diogo Pereira Duarte em “Financiamento colaborativo de capital (equity crowdfunding)”, 2019, página 273.

¹³⁷Neste sentido, João Vieira dos Santos em “Financiamento colaborativo e sociedades por quotas”, 2021, página 184.

¹³⁸Inês Dias Lopes em “Equity Crowdfunding: A governação da sociedade financiada”, 2018, página 733.

desta modalidade de financiamento colaborativo é a falta de liquidez associada aos investimentos.

A demora no retorno financeiro é um dos aspetos que desencoraja alguns investidores a investir o seu capital em startups, o que desafiou as plataformas de financiamento colaborativo a criar alguns mecanismos que facilitassem a posterior transação dos títulos adquiridos.

No caso das startups não cotadas esta problemática torna-se ainda mais evidente, uma vez que os investidores, como sócios das empresas financiadas, têm de aguardar que estas atinjam o patamar seguinte e admitam os seus títulos no mercado tradicional, ou seja, passem a ter as suas empresas cotadas em bolsa. Cenário que se repete no crowdfunding, que envolve participação nos lucros ou distribuição de dividendos, dado que muitas startups estão em fases iniciais de estruturação e desenvolvimento e os lucros são frequentemente reinvestidos no crescimento da empresa adiando, por conseguinte, a compensação esperada pelos investidores.

O desenvolvimento simultâneo de mercados secundários regulamentados nas plataformas de crowdfunding seria assim uma solução prática e eficiente. Os investidores poderiam alienar as suas participações sem depender da entrada da empresa em mercados regulamentados ou da sua venda a terceiros- o que para além de oferecer uma maior segurança e liquidez aos investidores, permite também que as startups permaneçam privadas e focadas no seu crescimento, sem a pressão de recompensar os investidores a curto prazo. Solução a que adere também Vasco Costa, que sugere que “ as plataformas poderão tentar contrariar esta tendência e assegurar maiores condições de liquidez seja através da criação, elas próprias, de um mercado secundário junto dos investidores, seja, porventura de forma mais realista, através do estabelecimento de parcerias ou alianças com mercados regulamentados ou sistemas de negociação multilateral já existentes (nos quais os valores mobiliários inicialmente distribuídos nas plataformas possam ser admitidos e transacionados)”¹³⁹.

Ao adotar estas soluções, as plataformas de crowdfunding poderiam melhorar significativamente a liquidez dos projetos e reduzir os riscos associados ao investimento, tornando o equity crowdfunding uma opção mais atrativa, robusta e confiável no panorama financeiro atual.

¹³⁹Em “A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou "Crowdfunding"- em especial, o caso português”, 2018, páginas 17 e 18.

3.2.5 Experiência portuguesa e a nível global

Na última década, o financiamento colaborativo tem registado algum crescimento nas preferências dos investidores a **nível nacional**, verificando-se uma maior popularidade das modalidades de financiamento colaborativo por donativo e financiamento colaborativo de recompensa. Tendência que é acompanhada pelo simultâneo crescimento do número de plataformas de financiamento colaborativo, destacando-se como principais a PPL, a GoFundMe, e a Seedrs¹⁴⁰, e que pode ser explicada principalmente pela predominância das pequenas e médias empresas no panorama empresarial português.

A **nível global** prevê-se que o valor de transação apresente uma taxa de crescimento anual de 1,76%, que resulta num total de 1,19 bilhões de euros até 2028, sendo a taxa anual de crescimento do recurso a esta forma de financiamento de 14%, entre 2023 e 2033.¹⁴¹ Por outro lado, em termos de valor de financiamento médio por campanha, apontava-se para os 7,56 mil euros em 2024.

O crowdfunding apresenta desta forma um grande crescimento à escala global, assumindo também uma posição de destaque no financiamento de empresas em outros países. Com os maiores valores de transação, lideram à escala global os EUA, seguidos do Japão, Coreia do Sul, Reino Unido e a Alemanha.¹⁴² Por sua vez, destacam-se a esta escala como principais plataformas: Patreon (67%), Kickstarter (19%), Fogueira (7%), Indiegogo (5%), entre outros (2%).¹⁴³

Em síntese, estamos perante uma inovação disruptora nos meios de financiamento empresariais. Nas palavras de João Vieira dos Santos atingimos o “expoente máximo da desintermediação e da democratização do acesso a pequenos investidores ao mundo do investimento (...) independentemente da sua literacia”¹⁴⁴, promovendo o crescimento e desenvolvimento do tecido empresarial português.

¹⁴⁰<https://ppl.pt/blog/o-crescimento-do-crowdfunding-em-portugal-um-fenomeno-em-expansao>

¹⁴¹Dados disponíveis em: <https://www.sphericalinsights.com/pt/reports/crowdfunding-market>

¹⁴²<https://www.statista.com/outlook/fmo/capital-raising/digital-capital-raising/reward-based-crowdfunding/worldwide?currency=EUR#key-market-indicators>

¹⁴³<https://www.statista.com/outlook/fmo/capital-raising/digital-capital-raising/reward-based-crowdfunding/worldwide?currency=EUR#key-market-indicators>

¹⁴⁴Em “Financiamento Colaborativo e Sociedades por Quotas”, 2021, páginas 178 e 179.

3.3 CAPITAL DE RISCO

O capital de risco é uma das principais formas de financiamento das startups, que opera através do recurso a capitais próprios provenientes de indivíduos, empresas ou instituições privadas, os chamados investidores em capital de risco¹⁴⁵.

Como explica Paulo Bandeira, este tipo de investimento denomina-se capital de risco uma vez que “a probabilidade de que se perca na integralidade até que a empresa seja ou tenha uma opção viável é muito, muito elevada.”¹⁴⁶ Aliás, um dos principais problemas associados ao financiamento das startups, são precisamente as baixas expectativas de retorno aos investidores¹⁴⁷ dado que, entre 30 e 40% dos investidores perdem o seu investimento inicial¹⁴⁸.

Esta forma de financiamento assume assim um papel fundamental no ecossistema das startups e desdobra-se na prática em 3 modalidades: os investidores anjo (ou business angels), o venture capital e o private equity.

Na linha do que refere Paulo Olavo Cunha¹⁴⁹ e tendo como base a noção legislativa¹⁵⁰, podemos referir-nos ao capital de risco como um processo de financiamento que visa a aquisição temporária de participações em capital próprio e capital alheio em empresas com elevado potencial de valorização e crescimento, realizado por entidades especializadas que analisam e avaliam os riscos inerentes a um novo negócio, com o objetivo de beneficiar da valorização dessas mesmas participações¹⁵¹.

¹⁴⁵O **capital de risco** consiste na “subscrição ou aquisição de participações sociais numa empresa em fase de instalação ou de reestruturação, financiando-a (através das entradas realizadas), tendo em vista a respetiva valorização para posterior alienação da participação social com lucro).”, como define a Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 347.

¹⁴⁶Em “Estratégia de saída”, 2018, página 604.

¹⁴⁷Como alerta Guilherme Martins Marinho em “Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento”, 2019, página 55: “o grande problema do financiamento das startups é justamente a incapacidade de garantir, ou ao menos estimar um retorno para os investidores”.

¹⁴⁸<https://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>

¹⁴⁹Em “Direito das Sociedades Comerciais”, 2021, página 980.

¹⁵⁰“Considera-se investimento em capital de risco a aquisição de instrumentos de capital próprio, e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização” - artigo 227º do Regime da Gestão de Ativos, que corresponde ao antigo artigo 3º da Lei nº18/2015.

¹⁵¹No mesmo sentido, Ana Nunes Teixeira em “A gestão dos fundos de capital de risco – Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, 2018, página 560: “os traços característicos do financiamento societário através do capital de risco são, por isso, o facto de ser tendencialmente um investimento de curto prazo, que visa a valorização da sociedade investida para a posterior venda das participações sociais adquiridas com uma mais-valia considerável e o facto de proporcionar à sociedade investida o acesso ao know-how e à rede de contactos do investidor.”

Em termos temporais, o recurso a capital de risco não ocorre assim apenas em empresas em fase inicial, mas também no caso de empresas já constituídas e a desenvolver a sua atividade que pretendem desta forma a expansão da sua atividade.

Quando falamos em investidores de capital de risco falamos assim em financiamento através de capitais próprios, porque subjacente ao investimento está a aquisição de uma participação social em mercado primário que transforma o investidor num sócio da startup¹⁵². A participação social adquirida pelo investidor é caracterizada por ser temporária e de carácter minoritário face ao capital investido¹⁵³. É temporária na medida em que, como frisado pela associação portuguesa de capital de risco “o operador de Capital de Risco intervém na empresa com o objetivo de criar valor, alienando a sua participação num prazo médio de 3 a 7 anos.”¹⁵⁴, o período necessário para que, no melhor cenário, a sua participação valorize e possa aliená-la. E minoritária, uma vez que há o recurso a alguns mecanismos de manutenção do controlo nos fundadores, por razões estratégicas, operacionais e de alinhamento com os objetivos do próprio modelo de negócio, que levam a que a transferência do poder inerente à participação social não ocorra de forma linear e absoluta.

Apesar das modalidades de investimento em capital de risco serem muitas vezes reconduzidas a um mesmo conceito, apresentam diferenças significativas entre si, desde logo quanto ao “setor de mercado” em que se inserem e a ocasião do investimento.

No mercado formal podemos encontrar os venture capitalists e o private equity e no mercado informal os business angels, que apesar de investidores em capital de risco, não são investidores profissionais, são investidores em nome individual que prosseguem outros interesses para além do financeiro e que por isso investem montantes inferiores face às restantes modalidades¹⁵⁵.

Por outro lado, quanto à ocasião do investimento, os business angels investem numa fase embrionária, apostando no desenvolvimento do produto e da própria startup, enquanto os restantes investem em fases mais tardias. Os venture capitalists investem sobretudo numa fase em que já temos um produto e uma startup estruturada e em

¹⁵²Como sustentam também Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade em “Breves notas sobre o financiamento de startups e a sua regulação”, 2019, página 222.

¹⁵³Conforme o Professor Menezes Leitão em “Estudos de Direito fiscal”, 1999, página 50.

¹⁵⁴Em <https://www.apcri.pt/capital-de-risco/>. Também Pedro Pais Vasconcelos refere em “O Acionista de Capital de Risco-Dever de gestão”, 2012, página 161: “Da lei decorre com clareza que o investimento é feito por tempo limitado a um máximo de cinco anos no caso dos investidores em capital de risco (ICR) e de dez anos no caso das sociedades de capital de risco (SCR)”.

¹⁵⁵Releva aqui a distinção realizada pela Professora Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate finance”, 2015, página 70, quanto ao mercado formal e o mercado informal do capital de risco.

crescimento e, por sua vez, os investidores em private equity surgem numa fase de reestruturação da empresa, quando já se verifica um cash-flow estável e a mesma se prepara para expandir e crescer ainda mais.

Todavia, as modalidades de investimento em capital de risco também apresentam alguns pontos de confluência. Tanto nos business angels como nos venture capitalists, estamos perante investidores que não investem apenas o seu capital mas também o seu tempo e o seu conhecimento de forma a potenciar o desenvolvimento da startup¹⁵⁶, e desenvolver uma relação de parceria e mentoria com os fundadores. Como salienta a Ana Perestrelo de Oliveira, “a empresa de capital de risco pode também participar na gestão e organização, através de aconselhamento relativo à viabilidade dos projetos, análise das estratégias de mercado, estratégias de produção e distribuição, de marketing ou do know-how relativo à atividade e gestão da empresa.”¹⁵⁷ Desta forma, “o operador de capital de risco intervém ainda como um elemento de valorização da gestão da empresa, de credibilização perante o mercado, e de acesso a uma vasta rede de conhecimento, podendo ser um forte elemento de criação de valor.”¹⁵⁸

A credibilidade que estes investidores trazem às empresas acaba também por ser um fator atrativo deste tipo de financiamento dado que com a sua participação atraem os demais.¹⁵⁹

Em síntese, e de acordo com o IAPMEI¹⁶⁰, podemos apontar como características ao capital de risco: a disponibilização de capitais próprios ajustados às necessidades das empresas, a não exigência de garantias reais ou pessoais, a partilha do risco e da valorização da empresa e a oportunidade de facilitar o acesso a capitais alheios, em consequência do fortalecimento da estrutura de capitais próprios.

¹⁵⁶Ana Nunes Teixeira em “A gestão dos fundos de capital de risco- Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes”, 2018, página 560.

¹⁵⁷Em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 70.

¹⁵⁸<https://www.iapmei.pt/Paginas/Capital-de-Risco.aspx>

¹⁵⁹Neste sentido, Carolina Morena Lage Félix em “A estrutura contratual do ciclo de vida das startups: Da relação pré-contratual, societária e suas participações sociais”, 2019, página 50, e em <https://www.iapmei.pt/Paginas/Capital-de-Risco.aspx>: “o operador de capital de risco intervém ainda como um elemento de (...) credibilização perante o mercado(...).”

¹⁶⁰<https://www.iapmei.pt/Paginas/Capital-de-Risco.aspx>

3.3.1 BUSINESS ANGELS

Na temática do capital de risco é inevitável fazer referência a uma das formas de financiamento preferidas dos empreendedores, os investidores anjo ou business angels, como são globalmente designados.

Este investimento ocorre normalmente em fase embrionária e de alto risco da startup em troca de uma participação social minoritária, com perspectivas de valorização e alta rentabilidade no futuro.

Os business angels operam no chamado mercado informal do capital de risco, uma vez que se trata de um investimento individual- indivíduos que investem o seu próprio dinheiro diretamente, sem qualquer tipo de intermediação- e ocupam uma posição de destaque como uma das principais alternativas à banca e que apresenta uma importante vantagem competitiva- “os business angels distinguem-se da banca porque baseiam-se, muitas vezes, na confiança, na ética e nas habilidades do empreendedor, tendo uma maior apetência para tolerar riscos elevados nas ideias, que por não estarem desenvolvidas em negócio têm, à partida, pouco valor de mercado. Já a banca, apenas fornece financiamento quando o desenvolvimento do produto ou ideia de negócio mostram garantias de viabilidade, ou seja, numa fase posterior.”¹⁶¹

Como definido pela Lei n.º21/2023 de 25 de Maio, no seu artigo 3º, número1, “são pessoas singulares que realizam investimentos em startups, contribuindo para o reforço da sua capacidade financeira e da sua experiência e conhecimento do mercado.”

Mais do que investir o seu capital, os business angels aportam também os seus conhecimentos, experiência e contactos- o seu know-how- apostando no desenvolvimento e na melhoria da startup, desenvolvendo-se assim uma relação de mentoria que leva a que este financiamento de elevado valor acrescentado seja muitas vezes denominado de smart money¹⁶².

Apesar das potencialidades que apresenta, esta forma de financiamento não exige uma significativa interferência na gestão operacional da empresa, permitindo a manutenção do controlo nos fundadores, nem exige a rentabilidade do investimento a curto prazo, retirando a pressão aos empreendedores (e dando azo à denominação de patient capital).

¹⁶¹ João Vieira dos Santos em “Aspetos Jurídicos das Startups”, 2017, página 251.

¹⁶² No mesmo sentido, Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 593.

É muitas vezes é o contributo destes investidores que proporciona a mutação do produto ou serviço inicial, uma vez que surgem ainda numa fase inicial de test and learn, e auxiliam também na contratação de serviços e gestão dos custos de marketing para o lançamento do produto ou serviço, de forma a potenciar ao máximo o valor da startup no mercado.

Em suma, estamos perante um financiamento que, apesar de ocorrer em valores inferiores ao venture capital e private equity, se mostra crucial, uma vez que investem numa fase em que a startup não consegue sobreviver pelos seus próprios meios e dos seus fundadores, mas também ainda não tem dimensão suficiente para angariar valores superiores, como os praticados pelos venture capitalists e pelos investidores em private equity, solucionando assim a denominada “equity gap”.¹⁶³

Em Portugal tem-se vindo também a verificar uma crescente importância destes investidores, muito devido ao papel desempenhado pela Unicorn Factory e que levou à necessidade de credenciação destes investidores através do IAPMEI¹⁶⁴ e à criação da Associação Portuguesa de Business Angels (APBA)¹⁶⁵. Destacando-se também a nível europeu a European Business Angels Network (EBAN)¹⁶⁶ e a Business Angels Europe (BAE)¹⁶⁷, como uma confederação que reúne várias organizações de business angels nacionais.

3.3.2 VENTURE CAPITAL e PRIVATE EQUITY

Do lado contrário ao mercado informal do capital de risco, temos o mercado formal integrado, por sua vez, pelo venture capital e pelo private equity.

Apesar destas duas modalidades de investimento em capital de risco serem muitas vezes reconduzidas a um mesmo conceito, apresentam algumas diferenças significativas entre si.

¹⁶³No mesmo sentido Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, páginas 592 e 593: “É ainda neste estágio inicial de desenvolvimento da ideia que se juntam a estes projetos os business angels, procurando injetar nos projetos os recursos financeiros de pequeno/médio volume que permita a criação de protótipos ou lançar o produto e alcançar as primeiras vendas (...) Provado o conceito importa ganhar escala e aqui os investimentos são já de outra importância, sendo relevante a entrada de um fundo ou sociedade de capital de risco (...) que garanta uma produção em larga escala, avultados investimentos em marketing digital e acesso a canais de distribuição.”

¹⁶⁴<https://www.iapmei.pt/Paginas/Credenciacao-Business-Angels.aspx>

¹⁶⁵<https://www.mybusiness.com/company/associacao-apba>

¹⁶⁶<https://www.eban.org/>

¹⁶⁷<https://www.businessangelseurope.com/>

O **venture capital** traduz-se no investimento em startups já implementadas no mercado, mas que ainda se encontram em fase de crescimento e apresentam um grande potencial de gerar receitas e lucros, necessitando para tal de reforçar os seus capitais próprios. Como sustentam os autores, Pedro Alves da Silva, Hugo Teixeira e André Abrantes Neves, o investimento por venture capitalists ocorre quando as “startups já apresentam uma ideia consolidada do seu negócio e um produto (testado) no mercado precisando de apoio para o seu crescimento, que se quer exponencial”¹⁶⁸.

Trata-se assim de um investimento ainda de risco, mas que apresenta um potencial de crescimento a longo prazo, na perspectiva que os retornos futuros compensem valor investido e o risco enfrentado¹⁶⁹.

Para além do investimento do capital verifica-se aqui, mais uma vez, um investimento do conhecimento e de tempo, motivo pelo qual cumpre trazer à liça algumas particularidades registadas sobretudo ao nível das cláusulas de governance incluídas nos contratos de investimento e aos mecanismos de saída previamente estipulados, dado que estamos perante investidores que já reclamam uma maior intervenção na gestão e estratégia da empresa, uma vez que também os valores por si investidos são mais elevados¹⁷⁰.

O financiamento por venture capitalists é um investimento maioritariamente realizado por sociedades comerciais e sociedades de capital de risco (SCR), ou seja, sempre por investidores profissionais.

Em contrapartida, embora na Europa o termo **private equity** seja muitas vezes utilizado como uma “umbrella definition”¹⁷¹ que engloba vários tipos de investimento em capital de risco, este deve ser entendido como um investimento numa fase mais avançada da startup, normalmente em fase posterior ao venture capital, quando já se verifica um fluxo de caixa estável e uma margem de lucro que permite à startup continuar a crescer. Nesta fase o investimento aloca-se, por isso, maioritariamente a despesas de

¹⁶⁸Em “Estrutura de um investimento de venture capital/Cláusulas especiais em venture capital/Estratégias para saída e desinvestimento e IPO/ JV/SAFE”, 2022, página 114.

¹⁶⁹Como refere Pedro Pais Vasconcelos em “O Acionista de Capital de Risco-Dever de gestão”, 2012, página 160: “o investidor de venture capital só ganha na medida em que a sua intervenção tiver êxito e a empresa ganhar dinheiro. Quando corre bem, é um negócio win-win. Só que, por vezes, o investimento de venture capital também corre mal.”

¹⁷⁰Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 593, refere que tradicionalmente são praticados valores entre os quinhentos mil e os três milhões para startups de base tecnológica.

¹⁷¹Como denominado por Carolina Morena Lage Félix em “A estrutura contratual do ciclo de vida das startups: Da relação pré-contratual, societária e suas participações sociais”, 2019, página 52, e sustentado também com a definição como “umbrella term”, constante em: <https://www.wellington.com/en/institutional/insights/private-equity-deep-dive>

reestruturação e expansão do negócio, uma vez que estamos perante uma empresa já bem sucedida e com tração no mercado.

Para além do momento do investimento, estas modalidades de investimento em capital de risco podem também ser distinguidas pela intenção subjacente ao investimento, e pelo nível de interferência de cada uma delas na gestão da startup.

Quanto à intenção subjacente ao investimento, no private equity não temos uma aposta no desenvolvimento da startup, mas sim a aquisição de participações sociais em sociedades que não têm ainda as suas ações cotadas na bolsa de valores. Assim, o investidor para além de procurar retornos avultados pretende a oportunidade de investir numa startup antes que esta se torne pública, ou seja, é atraído pela exclusividade do acesso antecipado ao investimento.

Consequentemente, dado que investem numa fase de menor risco, estes investidores entram com valores mais elevados e em maior escala, sendo mormente realizados por fundos de capital de risco e respetivas entidades gestoras.

Ademais, quanto ao nível de interferência na gestão, enquanto os venture capitalists pretendem acompanhar de perto a gestão da empresa, no caso dos investidores em private equity há pouca ou nenhuma interferência, dado que procuram apenas a valorização da sua participação social, adotando uma posição passiva (ou comumente designada de “hands off”¹⁷²) quanto ao dia-a-dia da empresa.

3.3.2.1 Mecanismos de flexibilização do investimento

Nestas formas de financiamento, em especial em sede de business angels, os contratos de investimento são compostos por alguns mecanismos típicos adaptados ao tipo de empresas em análise e destinados a conferir-lhes alguma flexibilidade e simplicidade, como são exemplo as **Convertible Notes** e o **SAFE** (simple agreement for future equity).

As convertible notes são traduzidas no nosso ordenamento jurídico para um contrato de mútuo convertível em participações sociais. O contrato de mútuo encontra-se definido no artigo 1142º do Código Civil, como o “contrato pelo qual uma das partes empresta à outra dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade”. Neste caso estamos perante um contrato de

¹⁷²Neste sentido, Carolina Morena Lage Félix em “A estrutura contratual do ciclo de vida das startups: Da relação pré-contratual, societária e suas participações sociais”, 2019, página 55.

mútuo na sua verdadeira aceção, uma vez que o investidor empresta um determinado montante à startup, porém, é-lhe atribuído um pormenor- caso o investidor assim o deseje, está prevista a possibilidade de o retorno do capital ser feito através de uma participação social na empresa.

Este contrato tem como elementos fundamentais a previsão do valor mutuado, os juros fixados, e o prazo em que poderá ocorrer a conversão, consistindo assim num instrumento de dívida.

A preterição da opção para um momento posterior mostra-se vantajosa para os fundadores, porque mantêm em si o controlo das decisões até ao investidor optar pela conversão da participação social, e para os investidores, dado que adia a decisão para um momento em que já é possível reunir mais informações acerca do desempenho da startup. Uma vez optando pela participação social, o valor mutuado será corrigido com a soma dos juros e é este último valor que prevalece para efeitos de conversão.

Por outro lado, quanto ao SAFE, estamos perante um acordo simples para aquisição futura de participação social que, por sua vez, pode ser caracterizado como um instrumento de equity.

Este mecanismo contratual teve origem numa das principais aceleradoras dos EUA, a YCombinator, pelas mãos de uma advogada, sócia da mesma¹⁷³, e tem também como subjacente um empréstimo entre o investidor e a startup que pode ser convertido numa participação social. Até aqui poderíamos dizer que os mecanismos operam da mesma forma, mas na prática tal não acontece.

No caso do SAFE são estipulados certos eventos, de forma fixa e imutável, que ao ocorrerem despoletam uma de duas opções- ou o reembolso do valor investido ou a conversão do mesmo numa participação social- denominados na gíria empresarial como trigger events. Estes eventos podem ser de natureza variada como, por exemplo, um evento de liquidez, a aquisição da empresa, uma IPO, a recapitalização, ou até a falência ou insolvência da sociedade- prevendo-se para cada um dos eventos fixados a opção por uma das consequências possíveis.

Aqui o valor da participação social não é previamente fixado e, por isso, ocorre normalmente a fixação de uma valuation cap e de um discount rate¹⁷⁴.

¹⁷³O SAFE foi criado em 2013, por Carolyn Levy, advogada e sócia da YCombinator, uma reconhecida aceleradora americana: <https://www.ycombinator.com/about>.

¹⁷⁴Patrícia Magalhães Monteiro em “Startup: da inovação tecnológica à conformação jurídica. O caso dos acordos simples para a aquisição futura de participação social”, 2020, página 29 e 30.

A valuation cap consiste num teto máximo de avaliação, ou seja, fixa-se um valor máximo de avaliação da empresa, de acordo com o qual será posteriormente calculado o valor da participação social. Suponhamos que uma startup é avaliada numa ronda de financiamento em 12 milhões de euros, o valor de cada participação social será calculado dividindo esse valor pelo número de ações emitidas. Porém, se tiver sido fixado uma valuation cap inferior, por exemplo de 8 milhões, será esse o valor tido em conta para calcular o preço de cada participação social para esse investidor em concreto, tendo este assim acesso à participação a um preço mais barato que o de mercado. Se, no cenário oposto, o valor fixado na valuation cap for superior, vale a avaliação feita nessa ronda de investimento, ou seja, conta sempre o valor que for inferior.

Com isto pretende-se proteger e atribuir algum benefícios aos investidores que apoiam estes projetos em fase de maior risco e incerteza, porque muitas das vezes são esses mesmos investimentos que permitem o seu crescimento e valorização.

Por sua vez, a fixação de um discount rate, consiste uma taxa de desconto previamente fixada e que será aplicada depois no preço de cada ação, ocorrendo também aqui então a conversão a um preço mais baixo.

Uma vez que não estamos perante um instrumento de dívida pode acontecer que nunca chegue a ocorrer a sua conversão, recorrendo-se também a um instrumento de proteção adicional- a fixação de uma data-limite que produzirá efeitos apenas caso nenhum dos eventos previstos chegue a ocorrer.

Como salienta Rita Trabulo “havendo pouca margem para a negociação, o SAFE traduz-se num instrumento ágil e rápido para a concretização do investimento e entrada do dinheiro. Não é dívida e entra para as contas dos capitais próprios. Para os investidores dá-lhes a possibilidade de conversão em capital social, ficando protegidos em futuras rondas. Para a startup e para os founders, este instrumento representa uma maior flexibilidade.”¹⁷⁵

Este mecanismo apesar de ter surgido para e por causa das startups, origina ainda algumas dúvidas aquando da sua aplicação no ordenamento jurídico português, devido tanto ao fator de novidade¹⁷⁶, como ao facto de poder ser comparado ao contrato promessa de bens futuros (neste caso as participações sociais).¹⁷⁷

¹⁷⁵Em “Simply agreement for future equity- to be safe or not?”, 2021, página 46.

¹⁷⁶Rita Trabulo em “Simply agreement for future equity- to be safe or not?”, 2021, página 47

¹⁷⁷Pedro Alves da Silva, Hugo Teixeira e André Abrantes Neves em “Estrutura de um investimento de Venture Capital/ Cláusulas especiais em Venture Capital/ Estratégias para saída e desinvestimento e IPO/ JV/ SAFE”, 2022, página 128.

3.3.2.2 Regime jurídico

Apesar de ser uma atividade que ganhou destaque na economia global dos últimos anos, o investimento em capital de risco não é recente, surgiu com outros moldes, através de outro tipo de empresas e ocorre no nosso ordenamento jurídico há um longo período de tempo.

Em 1986 surgiu o primeiro Decreto-lei que introduz no nosso país as sociedades de capital de risco que, como uma figura jurídica nova, em evolução e promotora do investimento e da inovação tecnológica, necessitava de um regime jurídico adequado- o **Decreto-Lei nº17/86 de 5 de fevereiro**- que estabelece as disposições relativas à constituição de uma sociedade de capital de risco. Diploma que foi, de seguida, alterado pelo **Decreto-Lei nº111/89, de 13 de abril**, que abriu a possibilidade destas sociedades serem autorizadas a adquirir créditos e sociedades sujeitas a processos de reestruturação financeira, alterando assim apenas o artigo 4º.

Todavia, este regime foi pouco tempo depois revogado, através do **Decreto-Lei nº433/91 de 7 de novembro** que procede à unificação do regime das sociedades de capital de risco com o regime das sociedades de fomento empresarial, anteriormente reguladas pelo Decreto-Lei nº 248/88 de 15 de julho.

Em simultâneo, destaca-se o aparecimento do **Decreto-Lei nº58/99 de 2 de março** que regula a constituição e o funcionamento dos fundos de capital de risco que, como instrumento específico de investimento em capital de risco, passam a ter também um regime jurídico distinto face às instituições de investimento coletivo em valores mobiliários, que se lhes aplicava subsidiariamente.

Dada a existência de dois regimes jurídicos distintos, em 2002 surge o **Decreto-Lei nº319/2002 de 28 de dezembro**, que altera o regime jurídico das sociedades de capital de risco e o regime jurídico dos fundos de capital de risco, unificando-os e simplificando-os, de forma a que ficassem mais próximos de outros ordenamentos jurídicos onde esta atividade já se encontrava mais desenvolvida. Este regime sofreu também algumas alterações, proporcionadas pelo **Decreto-Lei nº151/2004 de 29 de junho** e pelo **Decreto-Lei nº52/2006 de 15 de março**.

Contudo, este acabou por ser também alvo de revogação, desta feita pelo **Decreto-Lei nº375/2007 de 8 de novembro**, que surge com o intuito de flexibilizar o regime e promover um incremento da atividade de investimento em capital de risco, introduzindo

algumas diferenças estruturais nesta atividade exercida por sociedades de capital de risco (SCR), fundos de capital de risco (FCR) e investidores em capital de risco (ICR).

Sucessivamente, em 2015, também este diploma foi alvo revogação através do **Regime jurídico do capital de risco, empreendedorismo social e investimento especializado- Lei nº18/2015, de 4 de março-** que para além de incluir a atividade de investimento em empreendedorismo social e de investimento alternativo especializado no Regime Jurídico da Atividade de Investimento em capital de risco, transpunha também parcialmente as Diretivas 2011/61/UE, de 8 de junho e 2013/14/UE de 21 de maio, ambas do Parlamento Europeu e do Conselho, que pretendiam assegurar a execução dos Regulamentos (UE) nº345/2013¹⁷⁸ e nº346/2013¹⁷⁹, de 17 de abril no nosso ordenamento jurídico.

Como vertido no seu artigo 1º, quem podia exercer a atividade de investimento em capital de risco eram: “a) Sociedades de capital de risco; b) Sociedades gestoras de fundos de capital de risco; c) Sociedades de investimento em capital de risco; d) Fundos de capital de risco, incluindo os fundos europeus de capital de risco designados «EuVECA (...); e) Investidores em capital de risco; f) Sociedades de empreendedorismo social; g) Fundos de empreendedorismo social, incluindo os fundos europeus de empreendedorismo social designados «EuSEF»(...); h) Sociedades de investimento alternativo especializado; i) Fundos de investimento alternativo especializado; j) Fundos de investimento de longo prazo da União Europeia com a designação 'ELTIF' (...).”, impondo também que as mesmas teriam de ter sede e administração central em Portugal e deveriam agir de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes (artigo 2º).

Assim cumpre autonomizar aqui os 3 conceitos em estudo: investidor em capital de risco, sociedades de investimento em capital de risco e fundos de investimento em capital de risco.

Os investidores em capital de risco (artigo 14º), ou ICR, podem ser definidos como sociedades de capital de risco especiais, uma vez que são sociedades unipessoais por quotas, isto é, uma pessoa singular, sócio único - que se reconduz ao conceito de investidor anjo.

Por sua vez, as sociedades de capital de risco (artigo 11º), ou SCR, são constituídas obrigatoriamente sobre a forma de sociedades anónimas, com um capital social mínimo

¹⁷⁸Relativo aos fundos europeus de capital de risco.

¹⁷⁹Relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social.

de 125000 euros, devendo, tal como os investidores em capital de risco, ser registadas na Comissão de mercado de valores mobiliários (CMVM).

E, por fim, os fundos de capital de risco (artigo 15º), ou FCR, são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica mas com personalidade judiciária, que pertencem ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação e que estão afetos ao investimento em capital de risco. São administrados por uma entidade gestora, que pode ser uma sociedade de capital de risco, uma sociedade de desenvolvimento regional ou uma sociedade gestora de organismos de investimento coletivo, a quem compete sempre atuar por conta dos participantes, de modo independente, e no interesse exclusivo destes, cumprindo e controlando as normas aplicáveis e os contratos celebrados no âmbito da sua atividade (artigo 17º). Têm um capital subscrito mínimo de 1 000 000 euros, podendo este sempre ser alterado mediante novas entradas (artigo 21º) e, em termos de unidades de participação, cada investidor tem um mínimo de subscrição de 50 000 euros.

Uma importante distinção entre as sociedades de capital de risco e os fundos de capital de risco está na participação adquirida. Enquanto nas sociedades de capital de risco os acionistas detêm participações da própria startup de forma direta, nos fundos de capital de risco temos investidores indiretos- o fundo é constituído por capital de vários investidores sendo subsequentemente gerido por uma sociedade gestora de fundos, que os aloca aos investimentos adequados.

Desta forma, os investidores possuem unidades de participação no fundo, mas não detêm participações da startup em si mesma. Estes investidores aplicam o seu dinheiro nos fundos de investimento e beneficiam assim com os lucros e valorização do fundo de investimento no seu todo- não havendo uma relação direta com as empresas em que o fundo escolheu investir.

A Lei nº18/2015 de 4 de março, que vigorava em conjunto com a Lei nº16/2015 de 24 de fevereiro, relativa aos organismos de investimento coletivo, foi no entanto, alterada pelos: Decreto-Lei nº56/2018, de 9 de julho; Decreto-Lei nº144/2019, de 23 de setembro; Lei nº25/2020, de 7 de julho e Decreto-Lei nº72/2021, de 16 de agosto. E, foi mais tarde revogada pelo **Decreto-Lei nº27/2023 de 28 de abril**, o denominado de **Regime da Gestão de Ativos**.

O Regime da Gestão de Ativos, que vigora atualmente na nossa ordem jurídica, pretendeu proceder a uma simplificação legislativa, contemplando num só diploma o regime geral dos organismos de investimento e o regime jurídico do capital de risco. Esta alteração legislativa surgiu também no contexto de cumprimento do Plano de

Recuperação e Resiliência (PRR), de forma a alinhar o direito nacional com o direito europeu e promover uma regulação jurídica mais coerente e harmonizada.

Este novo regime procede também a uma redução dos tipos de organismos de investimento coletivo existentes, passando-se agora a ter: os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e os organismos de investimento alternativo, onde se insere o investimento em capital de risco. No entanto, não se registaram grandes alterações estruturais ao regime face ao que vigorava anteriormente.

3.3.2.3 Capital de Risco e Corporate Governance

Embora o foco desta investigação seja o modelo empresarial das startups sob uma perspetiva de corporate finance, é essencial referir algumas questões de corporate governance diretamente relacionadas com as estratégias de financiamento.

Nos diversos momentos em que uma startup precisa de recorrer ao financiamento para conseguir crescer e atingir os seus objetivos, enfrenta a decisão estratégica entre optar pelo **debt funding** ou pelo **equity funding**- duas abordagens com implicações distintas e que vão depender das prioridades e da fase em que cada empresa se encontra.

O debt funding corresponde ao recurso à dívida com empréstimos que, independentemente da sua proveniência, implicam o pagamento de juros, a prestação de garantias e a devolução do capital. Apesar de permitir a manutenção do controlo societário, esta modalidade apresenta diversos desafios para este tipo de empresas, que com fluxos de caixa instáveis e falta de ativos, acabam assim por comprometer a flexibilidade financeira para reinvestir no seu desenvolvimento.

Por outro lado, o equity funding tem como subjacente um investimento feito por conta e risco do investidor que, em contrapartida, exige uma participação no capital social- ocorre aqui uma operação de aumento do capital social através de novas entradas (artigo 9º, número 1, alínea f), artigo 85º e artigo 87º do Código das Sociedades Comerciais). Embora evite endividamento, este modelo dilui as participações dos fundadores, reduzindo o seu controlo e participação nos lucros futuros, além de gerar potenciais conflitos de interesse devido à variedade de sócios.

Concluimos assim que qualquer opção que os empreendedores tomem implica o “pagamento de um preço”- toda a opção tem desvantagens. Todavia, a nosso ver e em

consonância com a experiência global, a longo prazo a opção pelo equity funding mostra-se mais vantajosa no panorama das startups.

Como já estudámos, o tipo de projetos em causa atrai sempre investidores qualificados cuja presença é fulcral, não só para propiciar a entrada em novos mercados como para aumentar a confiança de outros potenciais financiadores, permitindo assim às empresas obter um 2 em 1- tirar partido não apenas do capital mas também do conhecimento e rede de contactos destes investidores, que com o seu apoio estratégico conseguem crescer e valorizar a sua empresa¹⁸⁰. Ao optar pelo equity funding a startup pode assim libertar-se das despesas fixas associadas à dívida e focar-se apenas no crescimento da empresa.

Assim, rapidamente percebemos que a diluição das participações sociais se justifica na medida em que, em contrapartida, prioriza a flexibilidade financeira e o benefício estratégico. O fundador obtém assim uma parte menor, mas de uma empresa mais valiosa.

Porém, “qualquer opção tem limites”. Como defendem Assunção Vassalo e Diogo Barbosa, “são os fundadores quem melhor conhece o produto e a proposta de valor da startup e, por isso, a sua capacidade para intervir e moldar as decisões da administração da sociedade têm um valor acrescentado”¹⁸¹. São eles o verdadeiro ativo intangível destas empresas e aqueles que garantem a sua vantagem competitiva, sendo o investimento também muitas vezes nas próprias capacidades dos fundadores¹⁸². O que é corroborado, nomeadamente, pelo facto de que aquando da elaboração do contrato de investimento e acordos parassociais¹⁸³, sejam incluídas cláusulas de bloqueio para garantir que os fundadores originários se mantêm na sociedade, mais especificamente as cláusulas lock up e stand still.

As cláusulas lock up, fixam um período ou um objetivo que, até ser alcançado, proíbe os fundadores de alienar as suas participações sociais, e as cláusulas standstill

¹⁸⁰No mesmo sentido, Pedro Pais Vasconcelos em “O acionista de capital de risco- dever de gestão”, 2012, página 158.

¹⁸¹Em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fools/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, página 103.

¹⁸²Em consonância com o enunciado pelo Professor Paulo Bandeira em “Governance em startups: equilíbrios societários entre fundadores e investidores”, 2019, página 236.

¹⁸³Como explica Ana Filipa Leal em “Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português”, 2009, página 139, “os acordos parassociais, como instrumentos que determinam reflexos no exercício dos direitos dos sócios e na condução dos destinos da sociedades, não são mais do que uma das formas de manifestação da comparticipação dos sócios na vida societária, o que constitui uma das facetas elementares do status de que gozam.”

fixam um limite a partir do qual os empreendedores estão proibidos de reduzir a sua participação social.

Neste sentido, também não é desejável que os investidores sejam transformados em trabalhadores por conta de outrem¹⁸⁴, tal seria uma contradição, pois obteriam o capital mas perderiam a capacidade para implementar as estratégias e ideias pretendidas para o projeto, ocorrendo muitas vezes a adoção de mecanismos para contornar ou diminuir os efeitos da diluição das participações sociais, como são exemplo: o ágio ou prémio de emissão, a emissão de ações preferenciais com voto para separar certas classes de acionistas com direitos especiais, a emissão de obrigações convertíveis em ações, entre outros¹⁸⁵.

É de ressaltar que, “o não assumir de uma posição maioritária e o não assumir do controlo do Conselho da Administração, não significa que o investidor abdique de direitos sobre a supervisão da administração da sociedade ou mesmo de direitos de veto em determinadas matérias críticas para o desenvolvimento futuro da sociedade.”¹⁸⁶ Normalmente ao nível de governance, ocorre o estabelecimento de algumas regras que permitam trazer algum equilíbrio à relação investidor/fundadores, uma vez que, dado o risco assumido pelos investidores tem de lhes ser dado o mínimo controlo, principalmente quanto aos venture capitalists, através do recurso a acordos parassociais, que estabelecem direitos de informação, direito de veto, quóruns constitutivos e deliberativos, entre outros.

Em simultâneo, são também muitas vezes implementadas estratégias de proteção dos investidores mais antigos, que investiram em fases de maior risco e incerteza destas empresas. Esta proteção ocorre sobre a forma de cláusulas previstas nos contratos de investimento, que apesar de serem abrangidas pelo princípio da liberdade contratual (artigo 405º do Código Civil) se tornaram já uma prática no mercado das startups. Neste sentido, é frequente o recurso às cláusulas full ratchet e weighted average. As cláusulas full ratchet, geram um direito de o acionista manter a proporção da sua participação no capital social da empresa- isto é, aquando da emissão das novas ações, a empresa tem de entregar parte delas proporcionalmente ao acionista, de forma a que a sua participação social não seja diluída, os chamados pro rata rights. Já as cláusulas weighted averaged

¹⁸⁴No mesmo sentido, Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 595.

¹⁸⁵Em “Financiamento das startups/Friends, Family and Fools/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento”, 2022, páginas 102 e 103.

¹⁸⁶Paulo Bandeira em “Governance em startups: equilíbrios societários entre fundadores e investidores”, 2019, página 237.

permitem aos investidores converter as suas participações sociais a um preço médio estipulado.

Por fim, “A potenciação e obtenção de um exit é (...) o grande objetivo de qualquer investidor em capital de risco”¹⁸⁷, por isso, não é de estranhar que aquando da negociação do contrato de investimento e dos acordos parassociais, haja logo uma preocupação em integrar certos mecanismos que facilitem essa saída, como são exemplo as cláusulas tag along, drag along, call option e put option.

As cláusulas tag along conferem um direito de acompanhamento, uma vez que, no caso de alienação das participações de um sócio a um terceiro, os restantes têm o direito de o acompanhar e de alienar também as suas participações a esses terceiros nos mesmos termos e condições. Já as cláusulas drag along conferem um efeito de arrastamento, uma vez que geram um direito de venda conjunta de ações- havendo uma oferta de compra de ações dos sócios majoritários, esta cláusula gera o poder de obrigar os sócios minoritários a alienarem também as suas ações nos termos acordados.

Por outro lado, as cláusulas call option, consubstanciam-se numa opção de venda, dado que, verificados certos termos e condições, reconhece-se a um determinado sócio o direito de vender as suas participações a outro sócio signatário. Por fim, as cláusulas put option, implicam uma opção de venda, permitindo a um sócio o direito de alienar as suas participações sociais a um outro, mediante o preenchimento de certas condições – quando o sócio decida optar pela venda das suas ações os demais não se podem opor, dispondo apenas de um prazo para elaborar propostas de aquisição.

Percebemos assim que, o uso de cláusulas contratuais e mecanismos de proteção desempenha um papel essencial na criação de um equilíbrio justo entre investidores e fundadores¹⁸⁸, ao permitir tanto a autonomia empreendedora quanto a segurança dos investimentos. Desta forma a integração inteligente de práticas de corporate governance pode transformar os potenciais entraves numa oportunidade de crescimento e sucesso partilhado.

Adicionalmente, também os funcionários da startup desempenham um papel fulcral no seu sucesso.

¹⁸⁷Paulo Bandeira em “Governance em startups: equilíbrios societários entre fundadores e investidores”, 2019, página 249.

¹⁸⁸Como ressalva Paulo Bandeira em “Estratégia de saída”, 2018, página 605: “Estes mecanismos são a verdadeira contrapartida dos montantes avultados que os investidores de capital de risco investem nas startups e que não têm uma correspondência direta com os direitos sociais que lhe são atribuídos”:

Nesse sentido, há também mecanismos para a retenção e captação destes talentos¹⁸⁹, como são exemplo os Stock Option Plans, que permitem a aquisição de participações sociais, pelos trabalhadores da startup, mediante o pagamento de um preço inferior ao de mercado¹⁹⁰. De forma a compensar os trabalhadores pelo sucesso da startup e mantê-los na empresa, é dada uma opção de compra de participação social, durante um certo período a um determinado preço previamente fixado e inferior ao preço de mercado- “esta aquisição é subordinada ao período de vesting que normalmente é relativo à permanência e continuidade do colaborador na empresa”¹⁹¹.

A lei nacional aplicável às startups- Lei n.º21/2023 de 25 de maio-acabou também por legislar esta matéria, efetivando uma alteração ao CIRS, ao Estatuto dos benefícios fiscais, e ao Código Fiscal do investimento. Estabelecendo, nomeadamente, a taxa especial de 28%, apenas aplicável a metade do montante ganho, que se transforma por isso numa taxa efetiva de 14%, e os momentos em que deve ocorrer a tributação.

3.4 FINANCIAMENTO ATRAVÉS DA BLOCKCHAIN

A evolução tecnológica tem proporcionado avanços nas mais variadas áreas e o setor financeiro não tem sido exceção.

O modelo tradicional de sistema financeiro assenta numa lógica de intermediação-centralized finance- marcada pela existência de duas partes mais um terceiro, o intermediário, que se localiza no meio da operação e que é o responsável pela transformação de capital inativo, os depósitos, em capital ativo, o crédito. Não havendo assim uma transferência direta entre quem paga e quem recebe

Apesar da confiança e segurança garantidas pelo intermediário, também este sistema financeiro comporta riscos e desvantagens, como são exemplo a exposição a oscilações económicas e as possíveis situações de incumprimento por parte das entidades envolvidas, que são contrabalançadas com a aplicação um regime jurídico rigoroso, estabelecido no Código dos Valores Mobiliários.

¹⁸⁹Conforme Rita Trábulo em “Stock option plans em sociedades por quotas. Impossível ou o desmascarar de um mito”, 2020, página 21.

¹⁹⁰No mesmo sentido, Joana Cunha D’Almeida e Carolina Sousa em “As stock options enquanto instrumento de otimização salarial”, 2022, disponível em: <https://adcecija.pt/as-stock-options-enquanto-instrumento-de-otimizacao-salarial/>

¹⁹¹Rita Trábulo em “Stock option plans em sociedades por quotas. Impossível ou o desmascarar de um mito”, 2020, página 22. Quanto ao período de vesting, este pode ser definido como o período durante o qual o funcionário vai ganhando o direito de exercer a opção.

Contudo, a crise de 2008 e a consequente crise dos mercados financeiros, tornaram as desvantagens da intermediação financeira, como os custos de operação, a vulnerabilidade ao erro¹⁹² e a influência e poder que são depositados nas mãos do intermediário, ainda mais evidentes. Como ressalva A. Barreto Menezes Cordeiro, nos últimos 10 anos temos assistido a um crescimento das ações propostas contra intermediários financeiros, situação que apanhou a comunidade jurídica desprevenida, e criou a necessidade de se apostar em alternativas eficazes¹⁹³.

Foi assim nesta conjuntura de crise e desconfiança que surgiu um maior interesse em soluções alternativas¹⁹⁴, proporcionadas pelos avanços da tecnologia e responsáveis pela transformação dos mercados financeiros.

Em simultâneo ao aparecimento do financiamento colaborativo, surgiram também outras soluções Fintech, que ao combinarem a tecnologia com a área financeira, proporcionam cada vez mais alternativas acessíveis, rápidas e flexíveis para a captação de recursos e oferta de serviços, aproveitando inovações como a internet, a blockchain e até mais recentemente a inteligência artificial.¹⁹⁵ As formas de financiamento através da blockchain acabaram também por surgir como uma forma de “escapar à pressão regulatória que se abate sobre as plataformas de crowdfunding”¹⁹⁶, dando origem à denominada Decentralized finance (DeFi), ou seja, finanças descentralizadas- “um termo genérico para referir a utilização de aplicações descentralizadas (Dapps) que, com recurso a smart contracts, prestam serviços financeiros numa camada de liquidação blockchain. Entre os quais – para além do financiamento implicado nas ICO (...) temos ainda

¹⁹²Como comprovam Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura em “MiCA e DeFi: onde fica a regulação no caminho da descentralização?”, 2023, página 291: “O paradigma da centralização (colocado em causa, em Portugal, sobretudo na sequência da crise de 2007-2008) enfrenta hoje, como principal obstáculo, o descrédito dos consumidores face às instituições de crédito e carrega, ainda, o peso da ineficiência do sistema bancário tradicional.”

¹⁹³Em “Arbitragem nos contratos de intermediação financeira e o modelo de arbitragem “supervisionada”, 2019, página 250.

¹⁹⁴No mesmo sentido, João Vieira dos Santos em “Desafios jurídicos e regulatórios das Initial Coin Offerings”, 2019, página 300: “Com efeito, muitas sociedades comerciais de base tecnológica têm recorrido às ICO de modo a contornarem os grandes constrangimentos regulatórios do sistema tradicional, que têm aumentado desde a crise financeira de 2007/2008.”

¹⁹⁵Como refere João Vieira dos Santos em “Desafios jurídicos e regulatórios das Initial Coin Offerings”, 2019, página 299: “Existe uma lacuna de financiamento societário, sendo imperioso aproveitar os benefícios criados por esta nova forma de financiamento, estabelecendo-se uma regulação que garanta a confiança de todos os agentes do mercado.”

¹⁹⁶Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade em “Breves notas sobre o financiamento das startups e a sua regulação”, 2019, página 239.

pagamentos, empréstimos, ordens de negociação, investimentos e gestão de ativos, seguros, entre outros.”¹⁹⁷

Como referem Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura, “com a DeFi surge uma nova realidade de prestação de serviços financeiros, numa cadeia de blocos sem intermediários, com a potencialidade de assegurar transações mais céleres e sem custos”.¹⁹⁸

Reiteramos aqui a importância do plano de ação Fintech, lançado pela UE, que visa precisamente aproveitar as potencialidades oferecidas pela tecnologia, procurando legislar estas matérias de forma a que a regulação possa acompanhar a inovação e que tanto os consumidores como as empresas possam beneficiar das mesmas.

Destaca-se também a este propósito a criação do Portugal Finlab¹⁹⁹, uma iniciativa que pretende proporcionar o contacto entre os reguladores e os empreendedores, de forma a esclarecê-los sobre o enquadramento regulatório do nosso país e auxiliá-los na adoção das melhores soluções para os seus projetos²⁰⁰. Os empreendedores devem submeter os seus projetos numa plataforma, onde serão posteriormente alvo de uma avaliação que identifica os aspetos regulatórios pertinentes e dá origem a um relatório em que é avaliado o enquadramento legislativo e regulatório a nível nacional.²⁰¹ Estamos assim perante um meio pré-regulatório e de cooperação, destinado a facilitar a penetração destas formas de financiamento no mercado e a sua disciplina jurídica para proteção de todas as partes envolvidas.

Destarte, os novos meios de financiamento com recurso à blockchain, como são exemplo as ICO e os empréstimos DeFi, ganham cada vez mais importância para que startups e projetos inovadores consigam arrecadar mais capital e de forma mais célere, especialmente pela vantagem de não envolverem a intervenção de bancos e instituições financeiras.

Antes de passarmos à análise individual destas modalidades de financiamento através da blockchain, cumpre então esclarecer em que consiste esta tecnologia.

¹⁹⁷Diogo Pereira Duarte em “Regulação das formas de financiamento empresarial Fintech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings”, 2022, página 15.

¹⁹⁸Em “MiCA e DeFi: onde fica a regulação no caminho da descentralização?”, 2023, página 294.

¹⁹⁹Surgiu através de um acordo celebrado entre o Banco de Portugal, a Comissão do Mercado dos valores mobiliários, e a Autoridade de supervisão de seguros, fundos e pensões com a associação Portugal Fintech.

²⁰⁰Neste sentido, Luís Guilherme Catarino em “Ofertas Públicas de Criptomoedas: fintech, tokens, smart contracts, blockchain, and all that jazz...”, 2019, página 20.

²⁰¹<https://www.asf.com.pt/portugal-finlab>

O conceito de blockchain surge muitas vezes confundido com o conceito de DLT (distributed ledger technology ou tecnologia de registo distribuído), que se baseia num sistema de registo de transações que é compartilhado e sincronizado entre os participantes de uma rede descentralizada. Em vez de manter um único registo centralizado, como acontece no sistema tradicional, esta tecnologia distribui cópias de registos entre os vários participantes da rede²⁰². Registos esses que podem assumir diferentes formas, sendo que uma dessas formas possíveis é a blockchain.

Na blockchain, o sistema é baseado em blocos de informação interligados e dependentes entre si -**block**- onde as informações relativas a cada transação estão sempre agrupadas- **chain**- daí a sua designação.

Neste tipo de sistemas todas as informações são imutáveis e visíveis para toda a rede- onde antes tínhamos um intermediário financeiro, passamos a ter uma base de dados que verifica e valida todas as transações, estabelecendo-se assim um modelo P2P, peer-to-peer, em que não há uma autoridade central ou intermediária entre as startups e os investidores, e a transferência é feita de forma direta.

O recurso à blockchain para financiamento de startups comporta assim um conjunto de vantagens onde se destaca: o acesso rápido ao capital, uma vez que não está sujeito às burocracias típicas dos meios de financiamento tradicionais; a atração de investidores á escala global, pois estamos perante um modelo de financiamento online e descentralizado ao alcance de todos os investidores independentemente da sua localização geográfica; e a preservação da autonomia e controlo nos fundadores.

Todavia, quanto à sua regulação jurídica estas formas de financiamento apresentam ainda alguns desafios, como vamos perceber de seguida.

3.4.1 ICO -Ofertas Públicas de Criptomoedas

As ICO (Initial Coin Offerings) ou como são designadas no nosso país - **Ofertas Públicas de Criptomoedas**- consistem numa “forma de captação de fundos do público através de criptoativos recorrendo à tecnologia blockchain”.²⁰³ Atente-se que, apesar da designação se referir a uma oferta pública de criptomoedas, pode tratar-se de qualquer

²⁰²Diogo Matos Brandão em “Fintech e Concorrência da União Europeia: Perspetivas de atuação”, 2020, página 336.

²⁰³De acordo com a definição dada pela CMVM em: <https://investidor.cmvm.pt/PIInvestidor/Content?Input=1B5306AC1C0FFAD483C16AB444AD5C5AF977B0D9A2B60BC71DEA8809E21AC861>

outro tipo de token (ou título digital)²⁰⁴, e não apenas de tokens monetários- podendo definir-se assim como “financiamento com recurso a distribuição de tokens.”²⁰⁵

Trata-se de uma forma de financiamento muito relevante principalmente quando falamos em startups da área WEB3 e blockchain, que operam através da disponibilização de determinados criptoativos²⁰⁶ no mercado para que possam ser adquiridos por investidores de forma direta, sem intermediação.

Como vemos, não estamos propriamente perante um modelo inovador, ocorre antes a atribuição de “um novo uso económico de uma anterior inovação”²⁰⁷, adicionando-lhe uma vantagem competitiva- o facto de operar através da blockchain, sem intermediação²⁰⁸.

A startup começa por proceder à criação de um conjunto de tokens específicos que podem assumir diferentes funções. Podem ser **utility tokens** que conferem o direito de acesso a um produto ou serviço que a startup oferece ou que pretende lançar no mercado; **currency tokens** que, por sua vez, atribuem direitos análogos aos conferidos pela moeda Fiat²⁰⁹, cumprindo funções de meio de troca.²¹⁰; ou ainda **investment tokens** que pressupõe o direito a uma mais-valia ou rendimento provenientes de um ativo subjacente. Todavia, é também comum o surgimento de tokens que combinam características de duas ou mais das categorias acima referidas, denominados por isso de **hybrid tokens**.²¹¹

Dentro dos investment tokens poderíamos equacionar a inclusão de um direito a uma participação social porém, tal não é comum e não consideramos incluído no espírito

²⁰⁴Os tokens podem ser definidos como uma representação digital de bens e direitos que tenham sido introduzidos ou criados no mundo informático.

²⁰⁵Diogo Pereira Duarte no prefácio do livro “Regulação das formas de financiamento empresarial Fintech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings”, 2022, página 15.

²⁰⁶De acordo com a definição dada pelo Regulamento (UE) 2023/1114 relativo aos mercados de criptoativos (MiCA), os criptoativos consistem numa representação digital de valor ou de um direito que pode ser transferido e armazenado eletronicamente, recorrendo a tecnologias de registo distribuído ou semelhantes.

²⁰⁷Luís Guilherme Catarino em “Inovação financeira e ICO’s: mercados privados alternativos”, 2019, página 6.

²⁰⁸No mesmo sentido, Luís Guilherme Catarino em “Ofertas Públicas de Criptomoedas: fintech, tokens, smart contracts, blockchain, and all that jazz...”, 2019, página 17 : “ são uma inovação que não criou algo novo, i.e., não se trata de uma invenção. Traduzem uma nova forma ou uso económico aplicado a uma anterior invenção, que é implementada para lhe trazer valor. É por isso uma forma inovadora de obter financiamento do público em geral, ultrapassando as formas institucionais similares tradicionais, como as ofertas públicas de subscrição ou IPOs.”

²⁰⁹Qualquer moeda com curso legal num país, no nosso caso o euro.

²¹⁰Na linha do que refere António Garcia Rolo em “ As criptomoedas como meio de financiamento e a qualificação dos tokens de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários”, 2019, página 262.

²¹¹Como ressalva João Vieira dos Santos em “ Desafios jurídicos e regulatórios das Initial Coin Offerings”, 2019, página 306.

desta forma de financiamento, que pretende o acesso rápido ao capital sem diluição da participação social dos seus fundadores.

Logo de seguida à criação dos tokens, as startups procedem à criação de um **whitepaper**, onde explicam o seu projeto, o business plan, dão a conhecer os tokens disponíveis, os direitos e deveres do adquirentes, os termos da oferta, a forma como os fundos angariados serão aplicados na empresa e divulgam ainda dados acerca dos emitentes. Esta é uma etapa essencial na oferta pública de criptomoedas, uma vez que é aqui que se procura despertar o interesse dos investidores de forma a conseguir a sua adesão, e reduzir a assimetria informativa entre as partes.²¹²

Durante o período da oferta os tokens são vendidos aos investidores, que por sua vez beneficiam com a sua valorização e posterior venda ou troca no mercado secundário. O pagamento dos investidores pode ser feito tanto em moeda fiduciária, como em criptomoedas e corresponde ao valor que reforça os capitais próprios da startup e que vai apoiar o seu desenvolvimento e valorização.

Como qualquer método de financiamento, também as ofertas públicas de criptomoedas possuem pontos contra e pontos a favor.

A eliminação do intermediário financeiro, a redução dos custos, a maior celeridade do processo e a permissão do acesso a qualquer investidor de qualquer canto do mundo são, sem dúvida, os aspetos que tornam estas ofertas atrativas tanto para empreendedores como para investidores²¹³. Porém, do lado inverso da moeda, encontramos alguns riscos associados à falta de proteção legal dos investidores, à assimetria informativa entre as partes devido à diminuta informação do Whitepaper, e ainda à possibilidade de ocorrer uma inadequada afetação do capital, nomeadamente para fins ilícitos.

O ceticismo quanto a esta forma de financiamento baseia-se sobretudo no facto de esta operar através da blockchain e implicar riscos de segurança devido à natureza descentralizada, ao anonimato das partes envolvidas e aos riscos de hacking do sistema²¹⁴. Todavia, quanto a nós, estas críticas não devem ser acolhidas.

²¹²Andrea Moro e Dao Wang em “Fintech Projects and Initial Coin Offerings: a research note”, 2019, página 32.

²¹³Como salienta João Vieira dos Santos em “Desafios jurídicos e regulatórios das Initial Coin Offerings”, 2019, página 325: “têm a potencialidade de reduzir custos, acelerar as transações e criar uma maior resiliência operativa, poderá ser fulcral para restabelecer definitivamente o sistema financeiro, evitar que se espoletem as consequências devastadoras das passadas crises financeiras, equilibrar os novos posicionamentos no mercado, com justiça e segurança jurídica e reconstituir a confiança da população no setor financeiro”.

²¹⁴Neste sentido, Ana Brochado em “Snapshot da indústria das Criptomoedas” 2018, página 83.

Tratando-se de uma tecnologia descentralizada de registo, tratamento e armazenamento eletrónico de dados, “a responsabilidade é distribuída pelos respetivos participantes (...) evita que a base de dados possa ser corrompida por um único participante, ou que um ou mais participantes exerçam uma posição dominante.”²¹⁵ A imutabilidade da informação, torna-a assim particularmente resistente a tentativas de corrupção, dado que todas as transações ficam registadas e os registos são sempre validados pelos vários participantes da rede e, uma vez validados, estes registos tornam-se inalteráveis e vinculativos.

Quanto ao anonimato, esclarecemos que este não é total, as partes são representadas por um código de números e letras público- o hash- que nada diz acerca das partes envolvidas mas que, em caso de necessidade, permite sempre chegar à identidade de quem o detém. Não estamos aqui perante um verdadeiro anonimato, mas sim perante um pseudónimo.²¹⁶

Ademais, embora sejam atribuídas mais garantias de segurança e privacidade ao sistema tradicional de intermediação financeira, dado o acesso limitado aos servidores dos bancos, não nos podemos esquecer que internamente o banco pode aceder a toda a informação, ocorrendo também o risco de exposição a ataques informáticos e ao cibercrime.

Como em qualquer investimento, o investidor está também exposto às flutuações de mercado e ao insucesso da startup, casos em que ocorre a desvalorização do token e a consequente perda do investimento.

Apesar das vantagens que acarretam, as ICO ainda se encontram numa área cinzenta a nível jurídico, colocando em confronto várias áreas do direito, como o direito dos valores mobiliários, o direito dos contratos e ainda as áreas de prevenção e combate ao branqueamento de capitais.²¹⁷

²¹⁵Francisco Mendes Correia em “A tecnologia descentralizada de registo de dados (blockchain) no setor financeiro.”, 2017, página 448.

²¹⁶Neste sentido, António Garcia Rolo em “As criptomoedas como meio de financiamento e a qualificação dos tokens de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários”, 2019, página 253.

²¹⁷Francisco Mendes Correia em “Algumas notas sobre ofertas públicas de cripto moedas”, 2019, página 175.

3.4.1.1 Regime jurídico

As ofertas públicas de criptomoedas são muitas vezes associadas a outras formas de financiamento, como o financiamento colaborativo e as ofertas públicas tradicionais (também designadas por IPO), discutindo-se a possibilidade de aplicação analógica dos respetivos regimes jurídicos.

À semelhança do financiamento colaborativo, estamos perante uma forma de financiamento caracterizada pela desintermediação, desburocratização e agilidade proporcionadas pela tecnologia. As Initial Coin Offerings “seguem em parte os mesmos fundamentos do crowdfunding (...) com menores custos e menores exigências legais”²¹⁸ e muitas vezes recorrem também a uma plataforma, denominada launchpad, que liga os investidores às startups e que é responsável pela divulgação do projeto e das condições de venda dos tokens.

Quando se verifica o recurso a estas plataformas, muitos autores consideram a aplicação do regime jurídico do crowdfunding às ofertas públicas de criptomoedas, ressalvando, contudo, que tal só seria possível quando a venda de tokens ocorresse ainda em mercado primário, isto é, quando vendidos pela própria startup, e apenas se possuíssem características semelhantes a valores mobiliários ou instrumentos de dívida emitidos pelas sociedades. Só nestes casos podemos comparar as ofertas públicas de criptomoedas ao financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo.²¹⁹

A grande questão que aqui se coloca é se os tokens de investimento emitidos podem ou não ser qualificados como valores mobiliários. Referimo-nos apenas a este tipo de tokens porque os restantes têm como subjacente a aquisição de um bem ou serviço, ficando assim fora do alcance do regulador. Apenas os tokens de investimento proporcionam um certo cash-flow à empresa, não sendo assim “difícil aproximar estes tokens a valores mobiliários típicos, tais como ações ou obrigações”²²⁰.

No mesmo sentido, a ESMA e a CMVM emitiram relatórios em que defendiam que cada caso tem de ser analisado separadamente e tendo em conta o circunstancialismo concreto, uma vez que podem ocorrer casos em que estes tokens se reconduzam ao

²¹⁸Luís Guilherme Catarino em “Inovação financeira e ICO’s: mercados privados alternativos”, 2019, página 13.

²¹⁹Neste sentido, Diogo Pereira Duarte e Isabel Pinheiro Torres em “Fintechs/Cryptocurrency/Ativos virtuais/Blockchain/Empreendendo em mercados regulados/Token generated events/ICOs/IDOs”, 2022, página 178.

²²⁰António Garcia Rolo em “As criptomoedas como meio de financiamento e a qualificação dos tokens de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários”, 2019, página 268.

conceito de valores mobiliários²²¹, e assim possa ser-lhes aplicado o regime jurídico subsequente.

Esta equiparação pode ser facilitada pelo facto de o Código dos Valores Mobiliários recorrer a uma definição ampla de valor mobiliário, prevista no seu artigo 1º e que prevê, para “além dos tipificados, os valores mobiliários atípicos, i.e. *documentos representativos de situações jurídicas homogêneas suscetíveis de transmissão em mercado* (alínea g))”.

Como propugnado pela CMVM²²², no caso de a oferta ser dirigida a investidores residentes em Portugal e sendo possível integrar os tokens em causa na definição de valores mobiliários do artigo 1º, será adequada a aplicação analógica da legislação relativa às ofertas públicas de valores mobiliários.

Pese embora reconheçamos as semelhanças encontradas nas duas formas de financiamento, consideramos estar perante uma forma de financiamento que necessita de um regime jurídico adequado às suas características e peculiaridades- “as ICO’s e o crowdfunding são realidades distintas, que colocam desafios e carecem de respostas regulatórias diferenciadas, devendo por isso o direito reconhecer e regular a identidade concetual de cada uma”.²²³

Quanto à semelhança com as ofertas públicas tradicionais, tanto as ofertas públicas de criptomoedas como as ofertas públicas tradicionais, consistem em formas de levantar capital e, embora a primeira consista numa forma de financiamento privada e a segunda numa forma de financiamento pública, ambas pretendem colocar a startup pela primeira vez no mercado, uma no mercado de criptoativos e outro no mercado de capitais, permitindo o acesso aos investidores. Para além disso, ambas têm como subjacente um documento onde apresentam o projeto em que pretendem investir os fundos angariados e os riscos e benefícios para os investidores- o prospeto e o whitepaper (ou livro branco).

Se no que toca às IPO os investidores recebem em troca do valor investido uma participação social na empresa, nas ICO recebem um criptoativo, ambos passíveis de

²²¹Comunicados: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>;

<https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=D4880FCA1283C539BB611E5636BC5B67274E7A2A56260030506B2932EB63D3CB>

²²²<https://investidor.cmvm.pt/PInvestidor/Content?Input=3F0C161FFB21DC09DCC016FDA3A40FA27598C67F19872CF55AC7951833F50124>

²²³Luis Roquette Galdes, Mariana Solá de Albuquerque e João Lima de Oliveira em “ICO’s: Security Tokens vs. Utility Tokens”, 2019, página 352.

serem negociadas em mercado secundário e de valor variável consoante o desempenho da startup.

Porém, mesmo que concluamos pela classificação dos tokens como valores mobiliários e consideremos as semelhanças identificadas, não julgamos esta solução adequada, uma vez que as ofertas públicas de criptomoedas operam em contexto de blockchain e por via de smart contracts, em nada se assemelhando à oferta pública de valores mobiliários. Já para não falar que uma opera em mercados regulamentado e com recurso a intermediação financeira e outra não. Dessa forma, a aplicação do mesmo regime jurídico é suscetível de sufocar a inovação ao impor, obrigações desproporcionais, longos processos burocráticos e custos elevados que desincentivam o desenvolvimento de novas tecnologias e não se coadunam com a celeridade e simplicidade pretendidas por esta nova forma de financiamento.

O mercado tradicional implica relatórios financeiros detalhados, auditorias externas e a conformidade com regulamentos de divulgação que muitas vezes podem não ser compatíveis com as startups, muito menos quando estas se encontram em fase inicial.

Concomitantemente, e não obstante as possibilidades ponderadas pela doutrina e a sua potencial adequação, o surgimento do Regulamento MiCA trouxe alguma clareza jurídica quanto ao regime aplicável às ICO.

O Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 31 de maio de 2023, consagra o **Regulamento do Mercado dos Criptoativos**, comumente conhecido como **Regulamento MiCA** (Markets in Crypto Assets), que surgiu com propósitos de harmonização europeia e preenchimento de uma lacuna na regulação de uma matéria de importância emergente.

Apesar da sua publicação ter ocorrido a 9 de junho de 2023 no Jornal oficial da União Europeia, e ter entrado em vigor a partir de 29 de junho de 2023, este regulamento apenas se tornou aplicável no seu todo no passado dia 30 de dezembro de 2024, como estipulado no seu artigo 149º, número 2.

Tendo em conta a importância crescente deste novo mercado financeiro, vários países começaram a avançar com as suas próprias legislações nacionais, obrigando a Comissão Europeia a apressar a criação daquela que seria uma regulação uniforme e harmonizada com os objetivos do mercado único europeu, e que pretendia apoiar a inovação e o desenvolvimento do setor financeiro de forma regulada e controlada,

assegurar a proteção dos consumidores e investidores²²⁴ e, entre outros aspetos, prosseguir os objetivos de combate ao branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo.

Compete-nos assim desta forma analisar a adequação deste regulamento às Ofertas Públicas de Criptomoedas.

A respeito do seu âmbito objetivo, o regulamento, por motivos de adaptação à evolução técnica e legislativa, adota também uma aceção ampla de criptoativos, aplicando-se tanto às criptomoedas como a outros tokens²²⁵, que de seguida categoriza tendo em conta o facto de estabilizarem ou não o seu valor por referência a outros ativos (considerando 18).

Assim, considera abrangidos no seu âmbito de aplicação: as **criptofichas de moeda eletrónica**, que estabilizam o seu valor face a uma moeda única oficial- os denominados currency tokens; as **criptofichas que visam estabilizar o seu valor face a outro valor ou direito**- os chamados asset referenced tokens, e ainda as **criptofichas que não sejam referentes a ativos nem criptofichas de moeda eletrónica**, considerando-se aqui abrangidas nomeadamente os utility tokens.

É muito importante ter em conta que é condição essencial para se aplicar este diploma tratar-se de criptoativos fungíveis e não únicos, isto é, cada unidade é indistinguível e intercambiável com qualquer unidade do mesmo criptoativo, uma vez que todos são autênticos em termos de valor e funcionalidade. Assim sendo, o Regulamento MiCA não se aplica aos famosos NFT's (non fungible tokens), uma vez que se tratam de tokens não fungíveis que representam um ativo único e exclusivo; aos criptoativos que representem serviços ou ativos físicos únicos como garantias de produtos ou bens imóveis; aos ativos digitais que representem moedas de bancos centrais em formato digital ou sejam emitidos por autoridade públicas; e ainda aos ativos que não possam ser transferidos para outros utilizadores, como são exemplo os pontos de fidelidade num determinado serviço.

Desta forma, é sempre necessário assegurar que os tokens emitidos no âmbito das ICO se encontram abrangidos pelo Regulamento MiCA, para que as suas regras se lhes

²²⁴Como referem Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura em “MiCA e DeFi: onde fica a regulação no caminho da descentralização?”: O MiCA tem como objetivo “o fomento da inovação e da concorrência neste mercado digital, bem como a aproximação dos consumidores aos benefícios destes novos produtos e serviços”, 2023, página 289.

²²⁵Releva aqui o considerando 16 e as definições do artigo 3º do referido regulamento.

possam aplicar, devendo esta aferição ser feita caso a caso e tendo em conta as características específicas de cada um.

Concluindo que o token em causa se encontra abrangido pelo regulamento, este impõe que se passe à averiguação de se está ou não preenchido o seu âmbito subjetivo, que estipula que o regulamento se aplica a todas as pessoas singulares e coletivas que sejam emitentes ou entidades que prestem serviços relacionados com criptoativos, referindo-se também à aplicação a outras “determinadas empresas”- expressão que se considera ser referente às DAO’s²²⁶.

Deste modo, devem considerar-se abrangidos os **emitentes**, ou seja, os que oferecem ao público certos criptoativos ou que procuram admitir os seus criptoativos numa plataforma de negociação (artigo 3º, número 1, ponto 10), integrando-se aqui as startups e ainda as **entidades que prestam serviços relacionados com criptoativos de forma profissional**- os chamados Crypto-asset service providers- onde se incluem as plataformas de Exchange e as entidades que prestam serviços de consultoria e gestão de carteiras de criptoativos.

Em termos formais, o regulamento em estudo encontra-se dividido mediante se trate de uma oferta pública de aquisição ou de uma admissão à negociação, e dentro de cada uma delas separa-se o regime consoante se trate de cada uma das 3 categorias de criptoativos fixadas. Vamos proceder apenas à análise do regime das ofertas públicas de aquisição uma vez que é aquele que se mostra relevante para o presente estudo.

No que toca às **criptofichas que não sejam referenciados a um ativo ou que não sejam criptofichas de moeda eletrónica**, como previsto nos artigos 4º a 15º, é imperativo que os emitentes sejam pessoas coletivas; que seja redigido um livrete de criptoativos, nos termos do artigo 6º e cumprindo as imposições do artigos 8º e 9º; e que sejam cumpridos os requisitos do artigo 14º, que obriga os emitentes a atuarem com lealdade, honestidade, e profissionalismo e a comunicar com os detentores de forma clara e sem induzir em erro, prevenindo e acautelando assim possíveis conflitos de interesses.

É muito importante ter em conta as ressalvas do número 2 ao número 8 do artigo 4º, e a questão do direito de retratação (estipulado no artigo 13º) que prevê a possibilidade de, no prazo de 14 dias, ocorrer o reembolso das criptofichas em causa, sem que o investidor incorra em quaisquer custos adicionais ou necessite de justificar os motivos, embora tal possa representar desafios dadas as características do ambiente onde se insere.

²²⁶Organizações que operam de forma autónoma e descentralizada por meio de smart contracts.

Como alerta João Vieira dos Santos, “sendo um mercado tão volátil, em que existe uma considerável flutuação dos preços dos criptoativos num curto espaço de tempo (...) o valor do reembolso ao detentor não profissional possa ser excessivamente elevado ou reduzido em relação ao preço dos criptoativos no momento do exercício do direito de retratação plasmado no MiCa.”²²⁷

Por sua vez, quanto às **criptofichas referenciadas a ativos**, nos termos dos artigos 16º a 47º, é necessário que se trate de uma pessoa coletiva com sede oficial num Estado-membro da UE, previamente autorizada pela autoridade competente, nos termos do artigo 16º, números 1 e 3 e do artigo 18º e que tenha ocorrido a aprovação do livrete do criptoativos, que nos termos do art.19º é, neste caso, alvo de requisitos mais apertados devendo conter mais informações.

Para além dos deveres de informação periódica, são também estabelecidas regras quanto aos procedimentos de tratamento de queixas; quanto aos requisitos a que devem obedecer os sistemas de governação e aos requisitos de fundos próprios; quanto à constituição de uma reserva de ativos e ainda quanto à elaboração de um plano de liquidação ordenada. A reserva de ativos é imposta por razões de proteção do investidor e redução de risco, uma vez que é usada para reembolsar os investidores, cobrir obrigações com os clientes e cumprir objetivos de estabilidade financeira, reduzindo a probabilidade de crise ou colapso do mercado de criptoativos. Vigorando também a este propósito o direito de reembolso.

Por fim, relativamente às regras de **criptofichas de moeda eletrónica**, nos termos do artigo 48º, é necessário, salvo as exceções previstas, que a pessoa em causa seja o emitente dessa ficha de moeda eletrónica, esteja autorizada como instituição de crédito ou instituição de moeda eletrónica e tenha elaborado e enviado às autoridades competentes um livro branco com as informações relativas ao criptoativos- não sendo neste caso necessária a sua aprovação. Como mecanismos de proteção, prevê-se a atribuição aos investidores de um direito de crédito sobre o emitente, de forma a que o mesmo possa exigir o reembolso do valor monetário detido em criptoativos.

Com a explicação dos regimes aplicados a cada uma das categorias de criptoativos, percebemos que quanto às duas últimas categorias de criptoativos se verificam requisitos mais apertados pelo facto de o seu valor de referência ser um ativo real.

²²⁷Em “O direito de arrependimento nas ofertas públicas de criptoativos”, 2023, página 472.

No âmbito das regras fixadas no presente regulamento, cumpre ainda referir as competências da **ESMA** (European Securities and Markets -**Autoridade europeia dos valores mobiliários e dos mercados**) e da **EBA** (Authority European Banking Authority-**Autoridade bancária europeia**) que constituem autoridades europeias que desempenham papéis importantes na supervisão e regulamentação dos mercados de criptoativos, impondo-se sempre a sua atuação conjunta e complementar (artigo 95º).

A **ESMA** é responsável pela supervisão e regulamentação dos mercados de valores mobiliários na UE, e a **EBA** é responsável pela supervisão e regulamentação do setor bancário na UE, sendo também competente quanto às atividades bancárias que envolvem criptoativos. Apesar de terem funções complementares e semelhantes, atuam assim em áreas diferentes.

Estas autoridades têm funções de supervisão dos prestadores de serviços de criptoativos, de elaboração de normas técnicas e orientações para garantir a aplicação do regulamento em toda a UE, e ainda de cooperação com as autoridades nacionais competentes para garantir a supervisão eficaz e a conformidade com as disposições do MiCA. As regras de atuação conjunta destas entidades com as autoridades nacionais competentes encontram-se explícitas nos artigos 93º a 110º, prevendo-se ainda nos artigos seguintes algumas sanções que podem ser aplicadas pelas mesmas.

3.4.2 EMPRÉSTIMOS EM DeFi

O recurso à Blockchain deu ainda origem a outra forma de financiamento de importância emergente, os empréstimos em DeFi.

Falamos de empréstimos realizados por via de finanças descentralizadas, através de um sistema peer-to-peer (P2P), em que as entidades transacionam diretamente entre si sem intervenção de um terceiro.

Este sistema de empréstimos opera através da tecnologia blockchain, sem a necessidade de recorrer a intermediários como bancos ou instituições financeiras, como acontece nos empréstimos tradicionais²²⁸. Todo o processo ocorre em plataformas

²²⁸É importante realçar aqui um aspeto destacado por Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura em “MiCA e DeFi: onde fica a regulação no caminho da descentralização?”, 2023, página 318: “Ainda que seja possível identificar uma necessidade de proteção do mutuário no sistema DeFi tão intensa quanto no mútuo tradicional, não há comparabilidade de interesses em jogo. Nas relações de consumo a proteção do consumidor visa compensar a sua inferioridade estrutural face ao profissional, o que não se verifica no ecossistema DeFi, caracterizado pela criação de uma plataforma de negociação e contratação assente na igualdade entre as partes.”

descentralizadas que autonomizam e garantem a execução de todas as etapas da transação através de “**smart contracts**”²²⁹- contratos “cuja execução é feita de forma automática normalmente através da utilização de computadores, convertendo as cláusulas contratuais num programa executável consoante critérios estabelecidos.”²³⁰

Nesta nova modalidade de empréstimos os credores/financiadores disponibilizam os seus fundos aos empreendedores e em troca recebem os juros sobre o valor mutuado- o seu retorno e vantagem financeira. Por outro lado, os mutuários, ou seja, quem procura financiamento ao solicitar o empréstimo nestas plataformas tem, em contrapartida, de prestar uma garantia- normalmente deixam um determinado valor cativo na plataforma.

Todas as regras deste empréstimo, bem como as taxas de juro, são determinadas automaticamente através de algoritmos que consideram aspetos como a oferta e a procura.

Estamos perante uma forma mais descomplicada de acesso ao crédito para empresas em fase inicial, dado que não ocorrem as tradicionais verificações, bastando possuir criptomoedas e entregar uma contrapartida.

Apesar das vantagens apresentadas, esta forma de financiamento apresenta também algumas desvantagens como a volatilidade e incerteza, uma vez que a flutuação do valor da contrapartida pode dar origem à liquidação automática, e os riscos de segurança, uma vez que mesmo assim este sistema é vulnerável a ataques e falhas e à ausência de regulação.

3.5 OFERTAS PÚBLICAS DE SUBSCRIÇÃO (“IPO”)

As ofertas públicas de subscrição, ou IPO (Initial Public Offerings) como são designadas no direito anglo-saxónico, constituem um marco essencial na vida de qualquer startup. Trata-se do primeiro acesso destas empresas ao mercado de capitais, e em simultâneo a passagem ao financiamento público, sendo por isso designada como oferta pública inicial.

De forma a aumentar a sua liquidez e continuar a financiar-se através de capitais próprios²³¹, a startup propõe a aquisição de participações sociais a um conjunto de sujeitos

²²⁹Madalena Perestrelo de Oliveira e Marta Boura em “MiCA e DeFi: onde fica a regulação no caminho da descentralização?”, 2023, página 318.

²³⁰João Vieira dos Santos em “Desafios jurídicos e regulatórios das Initial Coin Offerings”, 2019, página 305.

²³¹Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 89.

indeterminados no mercado tradicional e passa assim a constituir uma sociedade aberta, dado que tem agora o seu capital social aberto ao investimento público.

O recurso ao mercado de valores mobiliários tradicional só se verifica, no entanto, quando já temos uma startup estável e consolidada no mercado, que apenas recorre ao financiamento público por razões de crescimento e expansão. Quando as startups passam a apostar na “inovação numa ótica de escala global (...) afastam o interesse de financiadores e do capital de risco cujo interesse é avaliado com base no seu potencial e nas suas oportunidades de conquistar mercado”²³², necessitando de passar a uma nova etapa, a cotação em bolsa.

De todo o modo, a oferta de ações em mercado regulamentado seria incompatível e inapropriada em fases iniciais de uma startup, dado que se trata de uma etapa que requer uma estrutura jurídica e financeira capaz de assessorar os empreendedores no cumprimento dos requisitos materiais desta forma de financiamento.

Esta disponibilização de ações em mercado regulamentado implica a submissão de relatórios financeiros detalhados frequentes, a realização de auditorias e uma maior transparência da atividade e estratégia da empresa, nomeadamente através de obrigações de divulgação que não são viáveis em early stage destas empresas, tanto por razões de confidencialidade do negócio e do produto ainda em desenvolvimento como devido aos custos associados à cotação em bolsa, que constituem um entrave a nível monetário e ao nível de tempo dispensado- ambos escassos e determinantes para a criação e sucesso de uma startup.

Antes de passar à análise de todo o processo inerente a uma oferta pública inicial cumpre fixar alguns conceitos importantes.

Por um lado importa a distinção entre **oferta pública inicial** e **oferta secundária**. A oferta pública inicial ocorre quando as ações são negociadas a primeira vez na bolsa de valores, já a oferta secundária ou *follow on public offering*, verifica-se com a disponibilização de novas ações para o público, em rondas de investimento posteriores.

Por outro lado, cumpre esclarecer que quando falamos em IPO no ordenamento jurídico português somos remetidos para o conceito de **ofertas públicas de distribuição (OPD)** que, por sua vez, comportam tanto a subscrição como a aquisição de valores mobiliários. Assim, dentro deste conceito distinguimos dois tipos de ofertas, semelhantes

²³²António Rodrigues em “A sua empresa é um cavalo ou um unicórnio?”, 2022, disponível em: <https://www.isg.pt/2022/06/07/a-sua-empresa-e-um-cavalo-ou-um-unicornio/>

na prática, mas distintas na sua génese- as **ofertas públicas de subscrição (OPS)** e as **ofertas públicas de venda (OPV)**²³³.

As ofertas públicas de subscrição são aquelas que ocorrem em mercado primário, quando a empresa disponibiliza pela primeira vez ações passíveis de serem subscritas por uma pluralidade de investidores. Já as ofertas públicas de venda, decorrem em mercado secundário, onde são alienadas participações sociais já existentes que podem desta forma ser adquiridas por novos investidores.²³⁴

Assim, centraremos o nosso estudo nas ofertas públicas de valores mobiliários, que decorrem no mercado primário- as OPS- em que as startups emitem novas ações a um determinado preço, provocando consequentemente a diluição das participações sociais dos restantes sócios²³⁵, entre os quais os investidores privados que podem agora no mercado secundário alienar as suas participações sociais, convertendo-as novamente em dinheiro. Como salienta Pedro Pais Vasconcelos, “o mercado secundário é aquele em que os títulos ou valores já admitidos no mercado são comprados e vendidos. A bolsa funciona principalmente no mercado secundário. É nele que se vai comprando e vendendo.”²³⁶

As ofertas públicas de subscrição não são apenas benéficas devido ao capital angariado e à segurança financeira que proporcionam, permitem ainda às startups obter uma maior confiança e reputação no mercado, atraindo novos clientes e expandindo o seu negócio. A cotação em bolsa conduz assim a uma maior exposição pública da startups e ao aumento da sua rentabilidade que, em última instância, configuram uma porta de acesso ao crédito bancário, que nestas condições acaba por ser mais facilmente concedido. Esta forma de financiamento acaba também muitas vezes por representar o exit dos fundadores e uma forma de remuneração dos investidores que apostaram na startup no mercado privado.

²³³Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 89 e seguintes.

²³⁴Como distingue António Barreto Menezes Cordeiro em “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2018, página 359.

²³⁵Pedro Alves da Silva, Hugo Teixeira e André Abrantes Neves em “Estrutura de um investimento de Venture Capital/ Estratégias para Saída e Desinvestimento e IPO/ JV/ SAFE”, 2022, página 121.

²³⁶Em “Direito Comercial”, 2014, página 208.

3.5.1 Regime jurídico

Qualquer oferta pública de subscrição implica um longo processo e o cumprimento de várias regras provenientes de diferentes diplomas jurídicos, tanto de origem nacional como de origem comunitária.

O **Código dos Valores Mobiliários (CdVM)** constitui o diploma central nesta matéria e foi recentemente alvo de uma reforma profunda que alterou as regras aplicáveis ao mercado dos valores mobiliários- através da **Lei nº99-A/2021 de 31 de dezembro**. Alteração essa que começou a produzir os seus efeitos em janeiro de 2022, num mercado liderado por PME's e num contexto de pós-pandemia de COVID-19²³⁷, em que as empresas necessitavam de apoio para se reerguer e recuperar.

Neste sentido, estas alterações pretendiam sobretudo desburocratizar o processo atinente à realização de ofertas públicas de valores mobiliários, reduzir os encargos e as barreiras de entrada e saída do mercado nacional e harmonizar o regime português com as regras europeias, prometendo assim um mercado mais atrativo e competitivo, tanto para os emitentes como para os investidores.²³⁸

Neste âmbito foi também muito importante a influência do Regulamento dos Prospetos- **Regulamento (UE) 2017/1129 de 14 de junho de 2017 do Parlamento Europeu e do Conselho**- que procura fixar as regras aplicáveis à elaboração, aprovação e difusão do prospecto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação.

Este regulamento, por sua vez, revogou a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, que partilhava os mesmo objetivos e se destacou pela criação de um passaporte único para o Emitentes- que permitia que o prospecto fosse válido para qualquer oferta de valores mobiliários ao público em toda a UE. No entanto, dado que esta inovação causou alguns conflitos, uma vez que os prospectos seguiam as regras nacionais que muitas vezes eram divergentes entre si, o regulamento dos prospectos procurou também contornar estes inconvenientes, diminuindo as assimetrias informativas e uniformizando as regras aplicáveis a este documento jurídico, possibilitando o bom e eficaz funcionamento do mercado interno de valores mobiliários.²³⁹

²³⁷Conforme Eduardo Paulino e Maria Cortes Martins em “Portugal- Initial Public Offerings Laws and Regulations 2024”, 2024, página 165.

²³⁸<https://www.cuatrecasas.com/pt/portugal/art/portugal-legal-flash-financeiro-reforma-do-codigo-dos-valores-mobiliarios>

²³⁹Consultar quanto a estes aspetos, o considerando 3 e 4 do Regulamento dos Prospetos.

O recurso a regras uniformizadas em matéria de prospetos, “deverá reduzir a possibilidade de serem tomadas medidas divergentes a nível nacional, e deverá assegurar uma abordagem coerente, um maior grau de segurança jurídica e evitar o surgimento de tais obstáculos (...) reforçará também a confiança na transparência dos mercados em toda a União e reduzirá a complexidade da regulamentação, bem como os custos de pesquisa e de conformidade das empresas.”²⁴⁰

Desde a sua entrada em vigor, este diploma jurídico já foi modificado e densificado por vários regulamentos delegados.

O **Regulamento Delegado (UE) 2019/979, de 14 de março de 2019**²⁴¹ e o **Regulamento Delegado (UE) 2019/980, de 14 de março de 2019**²⁴², relativos a aspetos de conteúdo, forma e formalidades atinentes ao prospeto.

E ainda o **Regulamento Delegado (UE) 2021/528 da Comissão, de 16 de dezembro de 2020**, que harmoniza as informações mínimas que devem constar do documento de informação publicado em caso de isenção do prospeto, e que **modifica o regulamento dos prospetos** ao abrigo do poder delegado pelo Regulamento (UE) 1286/2014 de 26 de novembro de 2014, em matéria de documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPS)²⁴³. Este diploma é de suma importância na medida em que fixa as regras aplicáveis ao documento de informação necessário em caso de isenção de prospeto e em que, à semelhança do regulamento dos prospetos, pretende também o “estabelecimento de uma norma comum para os documentos de informação fundamental que permita harmonizar de modo suficientemente uniforme o seu formato e o seu conteúdo”²⁴⁴.

Por fim destaca-se ainda outra alteração ao Regulamento dos Prospetos, propiciada pelo Regulamento de alteração (UE) 2020/1503, que interliga duas das formas de financiamento estudadas na presente dissertação- a oferta pública de subscrição e o financiamento colaborativo. Este visa sobretudo estabelecer uma isenção adicional à

²⁴⁰Como referido no considerando 5 do mesmo Regulamento.

²⁴¹Que densifica aspetos como a informação financeira a divulgar no sumário do prospeto, a sua publicação e aprovação, as adendas e os anúncios relativos a valores mobiliários- tendo sofrido alterações através do Regulamento Delegado (UE) 2020/1272.

²⁴²Que, por sua vez, versa sobre a forma e conteúdo do prospeto e a sua verificação e aprovação, e foi já alvo de alterações por força Regulamento Delegado (UE) 2020/1273 de 14 de março de 2019.

²⁴³Neste sentido, José Guilherme Gomes em “Novas regras sobre o Documento de Informação Fundamental para PRIIPS.”, 2022, disponível em:

https://www.servulo.com/xms/files/00_SITE_NOVO/01_CONHECIMENTO/01_PUBLICACOES_SERVULO/2022/Novas_regras_sobre_o_Documento_de_Informacao_Fundamental_para_PRIIPs.PDF

²⁴⁴Como estabelecido no seu considerando 4.

obrigatoriedade de publicação de prospeto no caso de ofertas de valores mobiliários ao público efetuadas por prestadores de serviço de financiamento colaborativo que não excedam o limiar dos 5 milhões de euros.

Adicionalmente, o processo de admissão de oferta pública de subscrição deve também ter em conta as regras previstas nos regulamentos e instruções aprovadas pela CMVM, os Regulamentos e avisos da Euronext²⁴⁵, as duas entidades responsáveis por este processo. Relevando também o **Regulamento (UE) 596/2014**, relativo ao abuso de mercado (RAM) que visa combater o abuso de mercado nos mercados financeiros e mercados derivados através do estabelecimento de um conjunto de regras e as consequentes sanções administrativas em caso de violação²⁴⁶, e atua em conjunto com a Diretiva 2014/57/UE, responsável pela harmonização das regras a aplicar em matéria de infrações penais ao nível da EU e pela revogação da Diretiva 2003/6/CE.

3.5.2 Processo

As ofertas públicas de subscrição, apesar de permitirem a angariação de avultadas quantias de capitais públicos implicam alguns formalismos que obrigam a que a entrada em bolsa seja precedida de um procedimento complexo e cauteloso composto por várias etapas e regulado e supervisionado pela CMVM²⁴⁷, de forma a garantir o cumprimento dos trâmites legais, a proteção dos investidores e do mercado e a transparência de todo o processo.

O processo de uma oferta pública de subscrição leva, por regra, 6 a 12 meses, “dependendo do estágio de desenvolvimento da Empresa, do seu modelo de governo societário, bem como da sua estrutura organizacional interna”²⁴⁸ e divide-se tipicamente em 3 fases: o planeamento, a preparação e revisão e por fim a fase de oferta e colocação.²⁴⁹

Ao longo de todo o processo devem respeitar-se as regras de 2 entidades: a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários- CMVM- que como já vimos é a entidade portuguesa responsável por regular e supervisionar o mercado dos valores mobiliários, e

²⁴⁵Nomeadamente o livro I (as regras de mercado harmonizadas) e o livro II (as regras de mercado não harmonizadas).

²⁴⁶Este diploma encontra-se em vigor desde 3 de julho de 2016 e conta já com diversos regulamentos delegados, nomeadamente com a alteração levada a cabo pelo Regulamento de alteração (UE) 2023/2869, que introduz uma nova forma de acesso à informação através do Ponto de acesso único europeu.

²⁴⁷Como previsto no artigo 176º-C, número 1 do Código dos Valores Mobiliários.

²⁴⁸<https://www.guiadoemitente.pt/3-1-1-1-planeamento/>

²⁴⁹De acordo com o “Guia do Emitente”, disponível em: <https://www.guiadoemitente.pt/3-1-1-roteiro-completo-do-ipo-ipo-com-prospeto/>

a Euronext Lisboa- a bolsa de valores de Lisboa²⁵⁰- que constitui o único mercado regulamentado para a admissão e negociação de ações em Portugal. Desta forma, as entidades emissoras devem respeitar tanto as regras provenientes da legislação europeia e nacional como todos os requisitos e obrigações estabelecidas pelos Regulamentos da Euronext.

3.5.2.1 Fase de planeamento

Na **fase de planeamento** a startup deve ponderar a rentabilidade da entrada em bolsa e os seus prós e contras. Trata-se de uma decisão que não pode ser tomada de forma precipitada e, por isso, deve ser precedida de alguns estudos de mercado por parte dos empreendedores de forma a perceber a pertinência da oferta das participações sociais no mercado, tanto em termos de oportunidade como em termos geográficos.

O sentido de oportunidade é um dos fatores determinantes no sucesso de uma oferta pública, uma vez que se for feita numa fase desfavorável pode comprometer todo o caminho percorrido pelas empresas. Primeiro, porque a entrada de novos sócios e a perda de controlo inerente a uma maior dispersão das participações sociais origina uma nova ingerência nas decisões estratégicas das startups, que em momentos de pressão poderá levar os seus fundadores a comprometer a sua estratégia pelo lucro de curto prazo.²⁵¹ E depois, porque estamos perante uma fase que implica custos e exigências burocráticas elevadas para os empreendedores, que apenas se justificam se a contrapartida for o sucesso da oferta.

Deste modo, os empreendedores devem perceber se o mercado está ou não favorável, pois se estiver em fase de instabilidade ou de baixa, a entrada em bolsa pode implicar a desvalorização das participações sociais e a quebra na reputação e credibilidade da startup.

Por outro lado, em termos geográficos, as startups devem procurar o mercado mais adequado para admitirem as suas participações sociais, sendo esta seleção um etapa importante do processo de “go public”²⁵². Apesar de se tratar de um passo natural e o

²⁵⁰Em 2002, a antiga Bolsa de Valores de Lisboa e Porto passou a pertencer ao grupo Euronext, que integra agora as bolsas de Paris, Bruxelas, Amsterdão, Lisboa, Dublin e Oslo. Constituindo assim a maior bolsa de valores da Europa Continental- <https://www.euronext.com/pt/regulamento/mercados-regulamentados>

²⁵¹Como salienta Inês Dias Lopes em “Equity Crowdfunding: A governação da sociedade financiada”, 2018, página 738: “Um elevado número de sócios, com direitos de informação e interessados em exercer os seus direitos, poderá consumir excessivamente o tempo e os recursos necessários à gestão que, na fase embrionária da empresa, deve focar-se prioritariamente no crescimento e viabilização do projeto.”.

²⁵²Neste sentido também Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 89.

objetivo de muitas startups, em Portugal não é muito comum. Temos por exemplo o caso do primeiro unicórnio português, a farfetch que quando passou a esta fase, abriu o seu capital ao público numa bolsa estrangeira, no caso a Bolsa de Nova Iorque (na NYSE-New York Stock Exchange).

Assim, a decisão de entrada em bolsa é precedida pela adoção de uma de duas abordagens: a da teoria do ciclo de vida ou a do market timing.

A **teoria do ciclo de vida** considera que a decisão é tomada mediante a evolução da empresa, isto é, à medida que se desenvolve e amadurece no mercado a empresa vai naturalmente evoluindo no sentido de se tornar cada vez mais viável e necessária a cotação em bolsa, que acaba assim por ser uma etapa natural e inevitável no seu desenvolvimento. Em contrapartida, a **teoria do market timing** defende, por sua vez, que a decisão de entrada em bolsa é influenciada, e por vezes impulsionada, pelas condições de mercado – isto é, as empresas decidem tornar-se públicas e negociar as suas ações na bolsa de valores quando se prevê que ocorra um aumento do seu valor de mercado, podendo assim os acionistas beneficiar com a sobrevalorização das suas ações.

Tomada a decisão de tornar a sua startup pública, os empreendedores devem assim começar a preparar a etapa seguinte, de preparação e revisão.

3.5.2.2 Fase de preparação e revisão

Se a fase de planeamento se focava na análise das condições externas que poderiam influenciar o sucesso da oferta, a fase de preparação e revisão centra-se sobretudo na startup e no seu desempenho no mercado. Nesta fase os empreendedores dão início a um procedimento de Due Diligence²⁵³, para o qual criam uma equipa externa composta por especialistas jurídicos e financeiros que os vão assessorar nesta etapa.

O apoio estratégico é fundamental nomeadamente na realização das auditorias “de carácter financeiro, comercial, jurídico, contabilístico ou fiscal”²⁵⁴, destinadas a analisar aprofundadamente a situação da empresa, o seu posicionamento no mercado e a sua gestão interna. No entanto, estes assessores ajudam também “na elaboração da documentação necessária, garantindo que todos os critérios de elegibilidade são cumpridos, gerindo o *marketing* e a venda das ações da Empresa e dedicando tempo à

²⁵³Podemos fazer aqui um paralelo com a due diligence devida em sede de share deal- Fábio Castro Russo em “Due Diligence e Responsabilidade”, 2011, página 14.

²⁵⁴Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 96.

análise de como ‘posicionar’ a Empresa de modo a garantir o sucesso no processo de IPO.”²⁵⁵

Em simultâneo é também realizada uma fase de compliance em que as empresas devem proceder a algumas alterações estruturais, adaptando a sua estrutura de governo societário e revendo os seus estatutos de forma a preparar a sua admissão em bolsa, dado que um dos critérios de elegibilidade é, por exemplo, o facto de ser necessário tratar-se de uma sociedade anónima.

Apesar de uma das novidades implementadas pela Reforma do Código dos Valores Mobiliários ter sido a eliminação da intervenção obrigatória de um intermediário financeiro no âmbito de ofertas em que é exigido um prospecto²⁵⁶, a escolha de um intermediário ou underwriter continua a existir nesta fase, para “salvaguardar o respeito pelos princípios de proteção do mercado e de confiança dos investidores”²⁵⁷.

Antes da sua entrada em bolsa, os emitentes devem assim garantir que os critérios fixados e os documentos requeridos tanto pela legislação nacional e europeia como pela Euronext²⁵⁸ se encontram cumpridos. Passamos agora a analisá-los²⁵⁹.

▪ Critérios de elegibilidade

Quanto aos emitentes, temos de estar perante uma sociedade anónima a funcionar de acordo com a lei do seu país de origem (artigo 227º, número 1 CdVM), há pelo menos 3 anos (artigo 228º, número 1, alínea a)), e com um valor de capitalização de mercado inferior a 1 milhão (artigo 229º, número 1, alínea b)). O **valor de capitalização de mercado (ou “market cap”)** é o indicador que atribui o valor de uma empresa no mercado e que deve ser calculado na primeira oferta pública de distribuição. Este valor é encontrado através da multiplicação do número de ações da empresa nesse momento em circulação pelo valor atual de cada participação social. Caso não seja possível calcular,

²⁵⁵<https://www.guiadoemitente.pt/3-1-1-1-planeamento/>

²⁵⁶Conforme Eduardo Paulino e Maria Cortes Martins em “Portugal- Initial Public Offerings Laws and Regulations 2024”, 2024, página 166. E, no mesmo sentido, Margarida Torres Gama e Maria Cortes Martins em “Revisão do Código dos Valores mobiliários- um roteiro. O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores mobiliários.”, 2022, página 5.

²⁵⁷Como refere Catarina Figueiredo Rodrigues em “ Contrato de colocação com tomada firme”, 2009, página 35.

²⁵⁸Os requisitos fixados pela Euronext encontram-se na secção 6.2 do Regulamento I, quanto aos requisitos gerais aplicáveis a todos os tipos de cotação dos valores mobiliários, e no parágrafo 6302 do Regulamento I, no que toca aos requisitos específicos relativos à cotação de ações. – disponível em <file:///C:/Users/User/Downloads/Euronext%20Growth%20Regras%20Harmonizadas.pdf>

²⁵⁹Ver quadro relativo aos critérios de elegibilidade em: <https://www.guiadoemitente.pt/3-1-1-1-planeamento/>

então deve ter-se em conta o capital próprio da empresa que tem também de ser superior a 1 milhão de euros.

No que toca à informação financeira a startup é obrigada, nos termos do artigo 228º número 1, a divulgar os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos 3 anos anteriores ao pedido de admissão (artigo 228º, número 2 alínea b)) , a demonstrar que a sua posição económica e financeira é adequada à admissão à negociação (artigo 227º, número 3, alínea b) CdVM), bem como que detêm conhecimentos suficientemente satisfatórios sobre as regras e os regulamentos aplicáveis.

Não obstante, a lei prevê alguma flexibilização destes requisitos (artigo 228º, número 3) ao permitir a sua dispensa caso os interesses do emitente e dos investidores o aconselhem e quando a prova da situação económica e financeira (artigo 221º, número 3) seja suficiente para um “juízo esclarecido sobre o emitente e os valores mobiliários”²⁶⁰, especialmente relevante no que toca ao tipo de empresas em análise e às PME em geral.

No âmbito da informação financeira releva o cumprimento do Regulamento relativo ao abuso de mercado (RAM)²⁶¹, que obriga à divulgação de informação privilegiada que seja relevante para a decisão de investimento, e do Regulamento relativo aos abusos de mercado, acompanhado do respeito pelas normas internacionais de informação financeira (IFRS) adotadas pela União Europeia²⁶².

Por outro lado, **quanto aos requisitos aplicáveis à oferta**, é necessário que o conteúdo e forma da oferta estejam de acordo com a legislação, que as ações sejam livremente negociáveis e transferíveis, que haja um grau adequado de dispersão pelo público (artigo 229º, número 1, alínea a))- que de acordo com a presunção legal deve ser de 25% (número 2 do mesmo artigo)- e que o seu valor de emissão deve ser sempre superior ou igual ao valor nominal de uma ação, estabelecido no documento de constituição da empresa.

Por fim, para o **processo de oferta**, estabelece-se que os emitentes devem recorrer a um intermediário acreditado pelo Euronext, o denominado listing agente, e elaborar um prospeto.

²⁶⁰Nos termos do Artigo 228º, número 3 do Código dos Valores Mobiliários.

²⁶¹Regulamento (UE) n.º 596/2014.

²⁶²Previstas no Regulamento (CE) n.º 2023/1803, de 13 de setembro de 2023, aplicável desde 16 de outubro de 2023, que adota as normas internacionais de contabilidade do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho.

É inevitável falar em ofertas públicas de valores mobiliários e não falar em prospectos, que ocupam aqui um papel de suma importância, cumprindo por isso reservar o subcapítulo seguinte para que possa ser analisado de forma mais pormenorizada.

▪ **Prospeto**

O Prospeto constitui o “documento jurídico que descreve o principal ramo de atividade e as estruturas financeira e acionista de uma empresa. Os potenciais investidores necessitam deste documento para decidir da compra de valores mobiliários propostos por uma determinada empresa.”²⁶³ Neste sentido, cumpre trazer à liça algumas regras atinentes a este instrumento jurídico, estipuladas no **Regulamento dos Prospectos- Regulamento (UE) 2017/1129 de 14 de junho de 2017 do Parlamento Europeu e do Conselho** e densificadas depois nos atos delegados subsequentes.

Os prospectos integram um papel fundamental nas ofertas públicas, com o propósito de fornecer informações essenciais, claras, verídicas, completas e objetivas (artigo 6º, número 2), de fácil compreensão para a generalidade do público, relativas aos valores mobiliários em causa, aos seus emitentes e às perspectivas do negócio- aptas a permitir aos investidores tomar uma decisão informada.

Nos termos do artigo 6º, prevê-se a obrigação de informação acerca “a) Do ativo e passivo, dos lucros e perdas, da situação financeira, e das perspectivas do emitente e do eventual garante; b) Dos direitos inerentes aos valores mobiliários; e c) Das razões para a emissão e do seu impacto no emitente. Essas informações podem variar em função do seguinte: a) Natureza do emitente; b) Tipo de valores mobiliários; c) Circunstâncias do emitente; d) Se aplicável, se os valores mobiliários não representativos de capital têm ou não, pelo menos um valor nominal unitário de 100 000 EUR ou se serão exclusivamente negociados num mercado regulamentado, ou num segmento específico deste, ao qual só possam ter acesso investidores qualificados para efeitos da negociação desses valores mobiliários.”

Um dos principais tópicos a incluir no prospecto é a alusão aos fatores de risco, prevista no artigo 16º do Regulamento dos Prospectos que estabelece que, “ao elaborar o prospecto, o emitente, o oferente ou a pessoa que solicita a admissão à negociação num mercado regulamentado, avalia a relevância dos fatores de risco com base na probabilidade da sua

²⁶³https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/summary/prospectus-to-be-published-when-securities-are-offered-to-the-public-or-admitted-to-trading-on-a-regulated-market.html#keyterm_1

ocorrência e na dimensão prevista do seu impacto negativo”, reforçando assim a proteção dos investidores.

A responsabilidade pela informação divulgada no âmbito do prospeto cabe ao órgão de administração, direção ou supervisão, ao oferente e à pessoa que solicita a sua admissão no mercado regulamentado- devendo a sua responsabilidade ser claramente identificada no prospeto e nas eventuais adendas ao mesmo- artigo 11º.

No entanto, apesar do artigo 3º, número 1, estipular que “os valores mobiliários só podem ser objeto de oferta ao público após a publicação prévia de um prospeto nos termos do presente regulamento”, há certas situações em que se prevê a isenção de publicação deste documento, tendo em conta o tipo de oferta, o tipo de valores mobiliários, e os investidores a quem se destina.

Quanto ao valor da oferta, excetua-se a obrigação de elaborar um prospeto quando esta tiver um valor total na União Europeia inferior a 8 milhões de euros, calculados durante um período de 12 meses²⁶⁴, ou quando tem um valor unitário que ascende a pelo menos 100.000 euros²⁶⁵. Ressalva-se aqui que, apesar de o Regulamento Europeu estabelecer 8 milhões de euros, em Portugal devemos substituí-lo por 1 milhão de euros, dado que é o valor estabelecido na Diretiva 2003/71/CE e não surgiu posteriormente nenhum diploma que concretizasse esta isenção.

No que toca aos tipos de valores mobiliários aos quais não se aplica a obrigatoriedade de publicação do prospeto, os mesmos encontram-se elencados no artigo 1º, número 4, alíneas e), f), g), h), i) e j), e no número 5.

Já relativamente aos destinatários da oferta, esta isenção ocorre quando a oferta é dirigida unicamente a investidores qualificados (artigo 1º, número 4, alínea a)) ou a menos de 150 investidores não profissionais (alínea b) do mesmo artigo), e quando tem como destinatários investidores que adquirem ações por um valor total de pelo menos 100.000 euros (artigo 1º, número 4, alínea a)).

Não obstante a isenção de obrigação, os emitentes podem na mesma optar pela publicação do prospeto, nos termos do artigo 4º, que nestes casos será assim voluntário, mas tem de cumprir as mesmas regras e procedimentos aplicáveis aos casos em que o prospeto é obrigatório. Como estabelece o artigo 4º número 2, o prospeto voluntário “implica todos os direitos e obrigações de um prospeto exigido nos termos do presente regulamento”.

²⁶⁴Nos termos do artigo 3º, número 2, alínea b) do Regulamento dos Prospetos.

²⁶⁵Como previsto no artigo 1º, número 4, alínea c) do Regulamento dos Prospetos.

Tanto o prospeto como o respetivo sumário devem seguir os requisitos de forma e conteúdo previstos no regulamento. O sumário deve respeitar os requisitos de forma do artigo 7º, número 3, e os requisitos de conteúdo do número 4, que prevê a sua divisão em 4 secções, sendo estas: as advertências, a informação fundamental, o emitente, os valores mobiliários e por último a oferta ao público e/ou admissão num mercado regulamentado. A simplicidade e a síntese são os dois vetores fundamentais que devem guiar a sua redação.

Já os requisitos de forma e de conteúdo relativos ao prospeto em si mesmo, encontram-se regulados no capítulo III do regulamento, mais precisamente no artigo 13º e seguintes.

Mesmo nos casos em que não é obrigatória a elaboração de um prospeto, os emitentes têm na mesma obrigação de divulgar certas informações aos investidores, e nesse caso, aplica-se a obrigatoriedade de elaboração de um documento de informação, dado que, sempre que falamos em oferta de valores mobiliários ao público falamos numa “comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, de modo a que um investidor possa decidir da aquisição ou subscrição desses valores mobiliários”²⁶⁶, sendo então também este documento destinado ao esclarecimento dos investidores.²⁶⁷

As regras relativas ao documento de informação, estão por sua vez fixados no **Regulamento (UE) 1286/2014 Do Parlamento Europeu E Do Conselho de 26 de novembro de 2014** sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs), que pretende promover a transparência e a proteção dos investidores, que com o acesso às informações disponibilizadas podem compreender melhor os custos e os riscos associados ao investimento.

²⁶⁶Artigo 2º, alínea d)- Definição legislativa de oferta de valores mobiliários ao público.

²⁶⁷Ademais, os emitentes podem também optar por um documento de registo universal, previsto no artigo 9º do Regulamento dos Prospetos, e que prevê que os emitentes podem optar por elaborar no fim de cada exercício um documento de informação, denominado de documento de registo universal que descreva a organização da empresa e a sua atividade, situação financeira, resultados, objetivos e aspetos de governação e estrutura acionista. Documento que uma vez aprovado pela autoridade competente e aditado com uma nota sobre os valores mobiliários e um sumário, servirá como prospeto, nos termos do artigo 10º, número 1 do Regulamento dos Prospetos.

O emitente deve ser notificado da aprovação do prospeto no prazo máximo de 20 dias, tendo esta aceitação de ser expressa (artigo 20º, número 2 do Regulamento dos Prospektos) e todo o processo coordenado pela CMVM.

Uma vez aprovado, o prospeto é válido durante 1 ano, contado desde a data da sua aprovação (artigo 12º, número 1), devendo ser divulgado nos termos do artigo 21º.

Por fim, cumpre ainda ressaltar no âmbito da startups a relevância do **Prospeto de Crescimento**. Além do prospeto geral são fixadas algumas categorias específicas com regras próprias²⁶⁸: o prospeto para o mercado grossista de valores mobiliários não representativos de capital, o prospeto de base (regulado no artigo 8º), o prospeto simplificado de emissões secundárias (regulado no artigo 14º) e o prospeto UE crescimento (previsto no artigo 15º)²⁶⁹. O Prospeto de Crescimento é o único que vamos aprofundar dado que contende diretamente com as empresas analisadas no âmbito da presente tese.

O prospeto (UE) Crescimento implica uma redução do tipo de informações necessárias e dos custos e encargos administrativos para os emitentes, pretendendo assim facilitar o acesso ao mercado de capitais para determinados tipos de empresas que não tenham ainda ações admitidas no mercado regulamentado e garantir a confiança dos investidores quanto às mesmas²⁷⁰, a saber: as PME's (artigo 15º, número 1, alínea a)), ou empresas que não sendo PME's, apresentem uma capitalização bolsista média inferior a 500 milhões de euros nos 3 anos civis anteriores (artigo 15º, número 1, alínea b)) ou empresas cuja oferta tenha um valor não superior a 20 milhões, calculados ao longo de um período de 12 meses, e desde que tais emitentes não tenham valores mobiliários negociados num MTF, e tenham um número médio de trabalhadores igual ou inferior a 499 durante o anterior exercício (artigo 15º, número 1, alínea c)).

Neste sentido, cumpre relembrar o conceito de PME's, relevando para esse efeito o artigo 2, alínea f) do regulamento em análise e a **Diretiva 2014/65/UE (DMIF II)**, que considera uma PME, uma empresa que preencha dois dos seguintes requisitos: empregar um número médio de trabalhadores inferior a 250, deter um ativo total não superior a 43

²⁶⁸Nos termos do considerando 24 do Regulamento dos Prospektos.

²⁶⁹Até ao fim de 2022 vigorou também uma outra modalidade de prospeto, o **Prospeto UE de recuperação**, implementado pelo Regulamento de Alteração (UE) 2021/337, de forma a responder aos efeitos da COVID-19 nas empresas e apoiar a sua recuperação, facilitando o acesso aos fundos.

²⁷⁰Respondendo assim às críticas relativas à desadequação do processo atinentes a uma oferta pública para as pequenas e médias empresas que predominam no tecido empresarial português- como aponta também Maria João Carioca em “O futuro da Bolsa”, 2017, páginas 453 e 454.

milhões de euros e possuir um volume de negócio anual líquido inferior ou igual a 50 milhões de euros.

▪ Preço da oferta

Outra etapa muito importante da fase de preparação é a fixação do valor de cada participação social a colocar no mercado.

O preço definitivo da oferta deve constar também da informação fornecida no prospeto, todavia, é frequente o preço ainda não estar definido nesta etapa e, por isso, o artigo 17º do Regulamento dos Prospektos estipula algumas regras que devem ser respeitadas. Nomeadamente a obrigação de divulgar no prospeto: “i) o preço máximo e/ou o montante máximo de valores mobiliários, desde que estejam disponíveis, ou ii) os métodos e critérios de avaliação e/ou as condições segundo os quais é determinado o preço definitivo da oferta e uma explicação dos métodos de avaliação utilizados” - (número 1 alínea b).

Para a determinação do valor de uma participação social, os emitentes recorrem a alguns métodos típicos de avaliação, a destacar: o método do preço fixo, o bookbuilding e o leilão.²⁷¹

Ao recorrer ao **método do preço fixo** convoca-se a intervenção dos intermediários financeiros, aqui denominados de underwriters, que ficam responsáveis pela fixação do preço de cada ação.

Já o **bookbuilding** consiste num método de fixação de preços baseado em estudos de mercado e na receptividade dos investidores, que recorre à avaliação da procura para posteriormente fixar um intervalo de preços- baseia-se resumidamente em ajustar os preços à procura através da apresentação de um prospeto com os termos e as condições da oferta a potenciais investidores. Para Ana Perestrelo de Oliveira, este é o “método mais fiável no que toca à determinação do valor e que evita que as ações fiquem por colocar”²⁷²

Ressalva-se que, antes da reforma do código dos valores mobiliários, era prevista no artigo 164º uma fase eventual, que implicava a redação de um prospeto preliminar (artigo 165º) acompanhado da realização de estudos de mercado que avaliariam a viabilidade da oferta e a adesão dos investidores, contribuindo não só para a decisão de realizar a oferta

²⁷¹Pedro Alves da Silva, Hugo Teixeira e André Abrantes Neves em “Estrutura de um investimento de Venture Capital/ Estratégias para Saída e Desinvestimento e IPO/ JV/ SAFE”, 2022, página 122.

²⁷²Em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 98.

pública como para a fixação de um preço que não fosse especulativo.²⁷³ Método semelhante ao bookbuilding que recorre na mesma ao estudo do mercado e à apresentação do projeto diretamente a alguns potenciais investidores de forma a poder vislumbrar o seu interesse e o comportamento do mercado face à oferta pública de aquisição.

Todavia, é ainda possível que os valores sejam fixados através de **leilão**- onde o intermediário procede à fixação de um preço mínimo que serve de base às propostas que serão realizadas posteriormente pelos investidores como ofertas de compra. Também aqui os preços são fixados tendo em conta a procura pelos investidores.

Em último lugar, releva também o **método do mercado**- em que o preço da oferta é fixado através da **comparação** entre a empresa emitente e outras empresas do mesmo setor recorrendo-se à análise de vários parâmetros financeiros.

3.5.2.3 Fase de oferta e colocação

Após a preparação de todos os documentos necessários e o cumprimento de todos os critérios, reúnem-se as condições para que as startups possam submeter o seu pedido de admissão à negociação, de acordo com os trâmites previstos no artigo 233º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.

O pedido deve ser feito pelo emitente à entidade gestora do mercado regulamentado²⁷⁴- a Euronext Lisboa- que a partir desse momento tem 90 dias para decidir a sua aprovação ou recusa, nos termos do número 1 do artigo 234º. A recusa apenas pode ocorrer nos casos dos artigo 235º, número 1, prevendo-se ainda uma oportunidade de convidar o emitente a suprir os vícios sanáveis, nos termos do número 2.

Em simultâneo ao pedido de admissão feito à Euronext, os emitentes são também obrigados a enviar uma cópia do pedido e dos documentos necessários à CMVM²⁷⁵. Assim como se verifica também um dever de comunicação da entidade gestora à CMVM acerca da sua decisão de admissão bem como dos valores mobiliários admitidos, das suas características e do modo de acesso ao prospeto (artigo 234º, número 3).

Uma vez admitidas, as ações devem ser registadas na central de registo de valores mobiliários portuguesa (Central de Valores Mobiliários), gerida pela Interbolsa- **Sociedade Gestora De Sistemas De Liquidação E De Sistemas Centralizados De Valores Mobiliários, Sa..**

²⁷³Neste sentido, Ana Perestrelo de Oliveira em “Manual de Corporate Finance”, 2015, página 97.

²⁷⁴Artigo 233º, número 1 do Código dos Valores Mobiliários.

²⁷⁵Artigo 233º, número 2.

Desta feita, as startups passam à divulgação da oferta e à sua colocação no mercado, que se inicia com a seleção dos investidores a quem se destina a oferta (dado que é possível a oferta apenas a um grupo restrito de investidores- a chamada colocação privada).

É também nesta etapa que a participação dos intermediários financeiros assume uma importância significativa. Como sabemos, o número 2 do artigo 337º, que se encontra atualmente revogado, estabelecia que os serviços de assistência para a elaboração do prospeto e do anúncio de lançamento; a preparação e apresentação do pedido de aprovação do prospeto; o registo prévio na CMVM e o apuramento das declarações de aceitação, deviam ser obrigatoriamente prestados por um intermediário financeiro.

Porém, neste momento, esta intervenção já não tem de ser obrigatoriamente realizada por um intermediário, mas destaca-se a sua importância quanto ao timing e colocação da oferta, uma vez que representava uma importante ponte entre os emitentes e os investidores.

Como tal, podem ser celebrados entre os emitentes e os intermediários financeiros 3 tipos de contrato de colocação: o contrato de colocação simples, o contrato de garantia de colocação e o contrato de tomada firme.

Ao celebrar um **contrato de colocação simples** (artigo 338º do CdVM), o intermediário financeiro compromete-se a desenvolver os melhores esforços para a distribuição das ações do emitente. Destarte, este tipo de contrato pode envolver uma garantia, em que o intermediário se compromete a subscrever as ações que não forem subscritas pelos investidores, total ou parcialmente, sendo neste caso denominado de contrato de garantia de colocação, regulado no artigo 340º do CdVM.

Por outro lado, é também possível a **celebração de um contrato de tomada firme**, como previsto no artigo 339º do CdVM, em que um intermediário financeiro adquire, por sua conta e risco, as ações que são objeto da oferta e obriga-se a colocá-las junto dos investidores nos termos e prazos acordados com os emitentes. Este contrato “visa essencialmente salvaguardar o respeito pelos princípios de proteção do mercado e de confiança dos investidores”. Há um maior risco para o intermediário, mas também uma maior probabilidade de sucesso da oferta.²⁷⁶

A oferta tem normalmente uma duração de 2 a 3 semanas, sendo suscetível de prorrogação mediante autorização da CMVM.

²⁷⁶Como refere Catarina Figueiredo Rodrigues em “ Contrato de colocação com tomada firme”, 2009, página 35.

Por fim, uma vez terminada a oferta, segue-se o apuramento dos resultados por um intermediário financeiro ou pela entidade gestora, e a consequente liquidação da oferta. Para tal, a empresa deve registar o seu aumento de capital no registo comercial, dando-se a etapa por terminada quando ocorre o pagamento à empresa e a entrega das ações aos investidores.

3.5.3 IPO e Unicórnios

Como tivemos oportunidade de analisar, um dos critérios para que uma startup seja considerada um unicórnio, é existir apenas recurso a rondas de financiamento privado. A partir do momento em que uma startup se torna pública deixa de ser considerada um unicórnio, mesmo valendo mais de mil milhões de euros.

Ao ver a sua startup transformar-se num unicórnio, o empreendedor depara-se com o problema de decidir ou não pela entrada em bolsa- dado que passamos a ter uma empresa demasiado valiosa para rondas de investimento privado e deixam também de haver empresas dispostas a comprar a startup, “só a dispersão de capital no mercado permitiria a entrada de novos investidores”²⁷⁷ - abdicando assim muitas vezes do seu estatuto de unicórnio em prol da cotação em bolsa. Como aconteceu com o primeiro unicórnio português, a farfetch, que foi considerada unicórnio em 2015, que perdeu essa designação em 2018 quando se tornou a primeira empresa portuguesa a ser cotada na bolsa de Nova Iorque.

Nesta fase o valor de uma startup passa a ser calculado com recurso a alguns critérios disponíveis, como é o caso do método do fluxo de caixa, o método do valor de mercado, o método do valor de património e o método comparativo.

O método do fluxo de caixa, ou do discounted cash flow, tem em conta o fluxo de caixa descontando a taxa de risco, já o valor de mercado tem em conta o valor de capitalização bolsista – ou seja multiplica o valor individual de cada ação pelo número de ações em circulação. Por sua vez, o método do valor do património tem em conta o valor de todo o património detido pela empresa, descontando o seu passivo.

²⁷⁷Ana Pimentel em “Unicórnios portugueses: a história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 104.

Por fim, o método comparativo recorre à comparação com outras empresas concorrentes e tem em conta diversos dados financeiros, como é o caso do EBITDA.²⁷⁸

No entanto, independentemente do valor que uma startup apresente, após a sua cotação em bolsa deixa de existir a classificação como unicórnio.

3.5.4 Fenómeno bolha

A entrada em bolsa de uma startup é muitas vezes acompanhada da ocorrência de um fenómeno bolha.

Assim como nos anos 1990-2000 assistimos à bolha especulativa das empresas tecnológicas, que operavam através da internet- a denominada bolha Dotcom - assistimos agora também a um investimento desenfreado em empresas que operem com inteligência artificial, antecédida também, por exemplo, por um investimento em massa nas startups que recorriam à blockchain.

Este fenómeno ocorre sempre devido às expectativas que um determinado setor gera no mercado, levando a que as ações fiquem inflacionadas com valores que não são reais.

Como refere Stephen Morais, Fundador e administrador-executivo da Indico Capital Partners, “The winner takes it all. Quando se vislumbra que há uma startup que vai vencer, toda a gente quer investir e isso inflaciona (a avaliação da empresa)”²⁷⁹, isto é, a avaliação dos investidores de algumas startups cinge-se muitas vezes ao sucesso registado no setor a que as mesmas pertencem, tendo em conta o padrão de mercado e as projeções ambiciosas e precipitadas de crescimento. Paulo Soares Pinho, salienta desde logo que “há efeitos de manada entre os investidores que tentam tirar partido das empresas de que toda a gente fala (...) e o problema das empresas que têm uma parte de valorização baseada no facto de estarem na moda é que, quando deixam de estar caem a pique.”²⁸⁰

A valorização excessiva das ações e a falta de rentabilidade real destas empresas leva a que inevitavelmente a bolha rebente e as ações da startup desvalorizem consideravelmente. Uma vez que a falta de resultados financeiros e o aumento da concorrência originam o denominado sell off, uma venda massiva das ações adquiridas pelos investidores.

²⁷⁸EBITDA significa earning before interest, taxes, depreciation and amortization, em português traduz-se para LAJIDA, significando lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Permitindo a margem deste indicativo perceber a rentabilidade e eficiência da empresa.

²⁷⁹Em “Unicórnios portugueses: a história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 111.

²⁸⁰Em “Unicórnios portugueses: a história das startups de mil milhões de dólares”, 2021, página 111.

Para evitar este fenómeno os investidores devem por isso ser cada vez mais cautelosos e recorrer a análises rigorosas do mercado e da própria empresa em que planeiam investir, evitando assim ser surpreendidos pela perda do valor investido e por um conjunto de promessas que na realidade não se verificam.

4 CONCLUSÃO

Feita esta análise, e comprovado o papel das startups na renovação dos setores empresarial, financeiro e jurídico portugueses, cumpre sintetizar algumas das conclusões a que chegamos com a presente dissertação.

Começámos por explicar os eventos na origem das startups e do surgimento das novas formas de financiamento, bem como as características e aspetos que distinguem as startups dos modelos empresariais tradicionais e que levaram à subsequente criação de incubadoras e aceleradoras, que exercem um papel determinante no apoio a empreendedores e na viabilização das suas ideias.

De seguida, encetámos também uma análise do ponto de vista legislativo, em virtude de terem surgido diversos mecanismos de apoio à criação e desenvolvimento destas empresas, fundamentais quer no progresso económico e na fixação de mão de obra qualificada em Portugal, quer na criação de plataformas especializadas em empreendedorismo, como é o caso da Unicorn Factory, as quais se demonstraram fundamentais na colocação do nosso país na vanguarda da inovação.

Após esta fase introdutória e mais geral da nossa investigação, rapidamente percebemos os motivos que conduziram a uma preferência pelo financiamento privado, destacando-se a redução dos custos e das imposições regulatórias face ao recurso ao crédito bancário, a maior flexibilidade na fixação das condições de financiamento e, entre outros aspetos, a maior privacidade e confidencialidade das operações.

Sendo o financiamento o principal ponto distintivo e marcante destas empresas, razão pela qual centramos aqui a nossa investigação, começamos por abordar o ciclo de financiamento típico, sem, contudo, observar uma lógica sequencial rígida, face às variações decorrentes do produto ou serviço de cada startup.

Neste segmento do financiamento, apreendemos o papel dos investidores em todo este ecossistema, não apenas enquanto indivíduos que investem o seu capital, mas também como alguém que através do seu know-how, contactos e experiência

impulsionam o crescimento destas empresas nas suas mais diversas fases. Os investidores ocupam assim uma posição central, logo a seguir aos empreendedores, o verdadeiro ativo intangível destas empresas, uma vez que são os portadores da ideia e das rédeas de todo o projeto.

Seguidamente, prosseguimos para a análise individual de cada uma das formas de financiamento das startups e respetivos regimes jurídicos, essenciais para as suportar e proteger todas as partes envolvidas, percebendo igualmente a necessidade de recorrer a novos regimes jurídicos para as formas de financiamento emergentes e não apenas adaptar regimes já existentes, sob pena de comprometer a inovação e desacelerar o aparecimento e fixação de startups no nosso país.

A criação de novos regimes jurídicos mostrou-se ainda mais relevante no caso das formas de financiamento fintech, que ao aplicarem a tecnologia ao setor financeiro procedem a uma total desintermediação e desburocratização das relações financeiras, obrigando, em contrapartida à criação de mecanismos jurídicos capazes de transmitir confiança e segurança a todos os intervenientes.

Quanto às duas primeiras formas de financiamento não se registaram dúvidas, ao recorrer ao seu próprio capital (bootstrapping) e ao dos que lhe são mais próximos (3 F's), o empreendedor mantém em si o centro de todas as decisões, ao mesmo tempo que consegue fazer face às suas despesas iniciais nomeadamente de criação do produto e início de atividade mas obriga sempre à clarificação das condições do investimento e do papel dos financiadores, dado que contende diretamente com as relações pessoais do empreendedor.

Prosseguindo, passámos à análise do financiamento colaborativo, como a primeira forma de financiamento fintech, a qual reveste uma importância transversal a várias fases das startups. Com efeito, para além de consistir numa forma de acesso a capital, pudemos apreender que se consubstancia numa forma de validação e divulgação do projeto, uma vez que colhe os benefícios do long tail market ao chegar a um elevado número de pessoas numa vasta área geográfica.

Um dos pontos fortes destacados no financiamento colaborativo é precisamente a vasta audiência que permite e o papel que desempenha na democratização do investimento, dado que alarga o número de participantes nos mercados financeiros e diversifica o perfil de investidores.

Apesar de abordarmos as várias modalidades do financiamento colaborativo, evidenciamos o financiamento colaborativo financeiro face aos desafios verificados

quanto à inexistência de um mercado secundário para os investidores alienarem as participações adquiridas e liquidarem os seus investimentos, passando a solução encontrada pela criação destes mercados secundários nas próprias plataformas de crowdfunding. Já ao nível do regime jurídico aplicado, expusemos a existência de dois diplomas diferentes, explicando o porquê da aplicação do regulamento europeu em detrimento do regime nacional, que concluímos aplicar-se apenas de forma subsidiária.

Posteriormente analisamos também o capital de risco, as formas de financiamento que comporta, a importante distinção entre mercado informal e mercado formal, e mais aprofundadamente, centrámos a nossa atenção no papel destes investidores, os quais face ao seu contributo na gestão e desenvolvimento da empresa reclamam também uma maior interferência, obrigando à análise de alguns aspetos de corporate governance, que nos levaram a concluir pela importância da inclusão de determinadas cláusulas aptas a proteger tanto os investidores como os empreendedores. Uma vez que o capital de risco não é novo no nosso ordenamento jurídico, analisamos a evolução do seu regime legal e a importância da sua progressiva simplificação.

De igual modo, as formas de financiamento através da blockchain, como as mais disruptivas e complexas foram, da nossa parte objeto de uma análise cuidada, de modo a apreender-se o seu enquadramento, funcionamento, riscos e benefícios, concluindo-se neste segmento, por um lado pela inadequação dos regimes jurídicos já existentes e potencialmente adaptáveis e, por outro, pela importância de um regime capaz de responder e adequar-se às regras e especificidades da blockchain- o Regulamento MiCA. E, face à permanente evolução da tecnologia e consequente da blockchain, cremos ser nesta área que se vislumbram mais desafios para o futuro, decorrendo daqui a necessidade de o regime jurídico ser apto a acompanhar a evolução tecnológica.

Finalmente, a respeito da passagem ao financiamento público através das ofertas públicas de subscrição, apesar de termos percebido ser uma etapa da qual a maior parte das startups prescindem, tal mostra-se inevitável e fundamental à expansão e internacionalização destes projetos obrigando ao estudo da sua adequação e pertinência a cada startup individualmente concretizada. Ainda sobre esta forma de financiamento, fazemos menção à sua divisão em várias fases que oneram as startups com inúmeros custos e requisitos burocráticos, como concluímos com o estudo aprofundado do seu regime jurídico e das diversas nuances que apresenta, bem como dos desafios e fenómenos que despoleta.

Assim, de forma sucinta, com a presente investigação, concluímos que o financiamento, enquanto pilar base das startups, obriga os setores empresarial, jurídico e financeiro a uma constante evolução e desenvolvimento, de forma a serem capazes de responder à inovação e ao progresso das startups, sob pena de resultarem na compressão da inovação ou num espaço vazio de financiamento e regulação capaz de ameaçar os mercados financeiros e a confiança e segurança dos seus intervenientes.

5 BIBLIOGRAFIA

- Amorim, M. P. de, & Santos, J. V. dos. (2021). O Regime Nacional do Crowdfunding: Que crowdfunding? Em *Caderno dos Valores Mobiliários Especial: 20 anos do Código dos Valores Mobiliários* (pp. 623–638). Almedina.
- Bandeira, P. (2018). Estratégia de saída. *Revista de Direito das Sociedades*, X(3), 591–605. <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/estrategias-de-saida#revista>
- Bandeira, P. (2019). Governance em startups: Equilíbrios societários entre fundadores e investidores. Em P. Câmara, *Acionistas e Governação das sociedades* (pp. 233–259). Almedina.
- Barreto Menezes Cordeiro, A. (2018). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2ª edição). Almedina.
- Barreto Menezes Cordeiro, A. (2019). Arbitragem nos contratos de intermediação financeira e o modelo de arbitragem «supervisionada». *Revista de Direito Financeira e dos Mercados de Capitais*, I(3), 249–271. <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2021/07/Vol.-1-2019-no.-3-A.-Barreto-Menezes-Cordeiro-Arbitragem-nos-contratos-de-intermediacao-financeira-e-o-modelo-de-arbitragem-supervisionada.pdf>
- Belezas, F. (2019). *Crowdfunding: O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo* (2ª edição). Almedina.
- Bernardes, M. J. S. (2023). *O Crowdfunding em Portugal: Uma análise dos últimos avanços legislativos e o seu impacto na proteção dos investidores* [Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa]. <https://ciencia.ucp.pt/pt/studentTheses/o-crowdfunding-em-portugal>
- Bormans, J., Privitera, M., Novo, K., & Arrami, R. (2020). *European Startup Monitor (2020-2021)*. European Startup Network. <https://ketmarket.eu/knowledgebase/the-european-startup-monitor-2020-2021/>

- Brandão, D. M. (2020). Fintech e Concorrência da União Europeia: Perspetivas de atuação. *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de capitais*, 2(9), 323–354. <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2021/07/Vol.-2-2020-no.-9-Diogo-Matos-Brandao-FinTech-e-Concorrencia-da-Uniao-Europeia-perspetivas-de-atuacao.pdf>
- Brochado, A. (2018a, abril). Snapshot da indústria das Criptomoedas. *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, 59, 83–108. <file:///C:/Users/User/Desktop/caderno%20do%20mercado%20dos%20valores%20mobiliarios%20n%C2%BA59/snapshot%20da%20industria%20das%20criptomoedas-%20ana%20brochado.pdf>
- Brochado, A. (2018b, abril). Snapshot da indústria do crowdfunding na Europa. *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, 59, 37–60.
- Câmara, P. (2018). *Manual de Direito dos valores mobiliários* (4ª edição). Almedina.
- Canas, M. M. (2019). Crowdfunding: Uma nova forma de financiamento das sociedades—Enquadramento geral e direito comparado. *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, 1(5), 525–556. <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2021/07/Vol.-1-2019-no.-5-Mariana-Mirrado-Canas-Crowdfunding-uma-nova-forma-de-financiamento-das-sociedades-%E2%80%93-enquadramento-geral-e-Direito-comparado.pdf>
- Carioca, M. J. (2017). O Futuro da Bolsa. Em P. Câmara, *O novo direito dos valores mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* (pp. 453–456). Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Coimbra. Almedina.
- Catarino, L. G. (2018). Crowdfunding e Crowdinvestment: O regresso ao futuro? *CEDIPRE Online*, 32. https://www.cedipre.fd.uc.pt/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf
- Catarino, L. G. (2019a). Inovação financeira e ICO's: Mercados privados alternativos? *CEDIPRE Online*, 36. https://www.cedipre.fd.uc.pt/wp-content/uploads/pdfs/co/public_36.pdf

- Catarino, L. G. (2019b). Ofertas Públicas de Criptomoedas: Fintech, tokens, smart contracts, blockchain, and all that jazz... *Revista de Concorrência e Regulação*, X(40), 15–89.
<https://www.concorrenca.pt/pt/revista/revista-da-concorrenca-e-regulacao-40>
- Correia, F. M. (2017). A Tecnologia descentralizada de registo de dados (Blockchain) no setor financeiro. Em P. Câmara, *O novo direito dos valores mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* (pp. 447–452). Almedina.
- Correia, F. M. (2019). Algumas notas sobre ofertas públicas de criptomoedas. Em P. Câmara, *O novo direito dos valores mobiliários: II Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros* (pp. 175–183). Almedina.
- Costa, M. F. da. (2011). *Ruptura de negociações pré-contratuais e cartas de intenção* (1ª edição). Coimbra Editora.
- Costa, V. (2018). A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou «Crowdfunding»- em especial, o caso português. *Caderno do mercado dos valores mobiliários*, 59, 8–37.
<file:///C:/Users/User/Desktop/caderno%20do%20mercado%20dos%20valores%20mobiliarios%20n%C2%BA59/vasco%20costa-%20a%20regula%C3%A7%C3%A3o%20juridica%20do%20financiamento%20colaborativo.pdf>
- Couto, A. S., & Colaço, F. R. (2015). O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento. *Actualidad Jurídica Úria Menendez*, 39, 130–135.
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4625/documento/p01.pdf?id>
- Cunha, P. O. (2021). *Direito das Sociedades Comerciais* (7ª edição,). Almedina.
- D'Almeida, J. C., & Sousa, C. (2022). *As Stock Options enquanto instrumento de otimização salarial*. <https://adcecija.pt/as-stock-options-enquanto-instrumento-de-otimizacao-salarial/>

- Duarte, D. P. (2019). Financiamento Colaborativo de Capital (Equity-Crowdfunding). Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *Fintech- Desafios da tecnologia financeira: Vol. I* (2º, pp. 265–321). Almedina.
- Duarte, D. P. (2022). O Regulamento Europeu de Crowdfunding: Risco de intermediação e conflitos de interesses. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, LXIII*(1 e 2), 271–295. <https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/62122/1/Diogo-Pereira-Duarte.pdf>
- Duarte, D. P., & Andrade, J. F. de. (2019). Breves notas sobre o financiamento de startups e a sua regulamentação. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *FinTech II: novos estudos sobre tecnologia financeira* (Vol. 2, pp. 217–248). Almedina.
- Duarte, D. P., & Torres, I. P. (2022a). Crowdfunding/Financiamento em Startups. Em H. Galvão & L. B. Xavier, *Direito para startups- Manual prático: Da idealização ao exit* (pp. 129–140). Almedina.
- Duarte, D. P., & Torres, I. P. (2022b). Fintechs/Cryptocurrency/Ativos virtuais/Blockchain/Empreendendo em mercados regulados/Token generated events/ICOs/IDOs. Em H. Galvão & L. B. Xavier, *Direito para startups- Manual prático: Da idealização ao exit* (pp. 173–182). Almedina.
- Félix, C. M. L. (2019). *A estrutura contratual do ciclo de vida das startups: Da relação pré-contratual, societária e suas participações sociais* [Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas- Direito Comercial, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa]. https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/52575/1/ulfd0150325_tese.pdf
- Galvão, H., & Xavier, L. B. (2022). *Direito para Startups- Manual prático: Da idealização ao exit*. Almedina.
- Gama, M. T., & Martins, M. C. (2022). *Revisão do Código dos Valores mobiliários- um roteiro. O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores mobiliários*.

https://www.mlgts.pt/xms/files/site_2018/Newsletters/2022/5_Guia_Cod._VM_Regime_geral_das_ofertas_publicas.pdf

Geraldes, L. R. (2019). P2P Lending. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *Fintech- Desafios da tecnologia financeira* (2º, Vol. 1, pp. 323–343). Almedina.

Geraldes, L. R., Albuquerque, M. S. de, & Oliveira, J. L. de. (2019). ICO's: Security Tokens vs. Utility Tokens. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *FinTech II: novos estudos sobre tecnologia financeira* (Vol. 2, pp. 327–361). Almedina.

Geraldes, L. R., & Cardoso, F. S. (2016). Uma revolução chamada Crowdfunding. Em *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista* (pp. 493–512). Almedina.
https://www.mlgts.pt/xms/files/v1/Publicacoes/Artigos/2016/Uma_revolucao_chamada_crowdfunding.pdf

Gomes, J. G. (2022, janeiro 11). *Novas regras sobre o documento de informação fundamental para as PRIIPs*. Sérvulo publications. <https://www.servulo.com/en/knowledge/Novas-regras-sobre-o-Documento-de-Informacao-Fundamental-para-PRIIPs/7780/>

Guerra, J. B. (2021, junho). Crowdfunding, um milagre à espera de acontecer. *Vida Judiciária*, 220, 34–36.

Leal, A. F. (2009). Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português. *Revista de Direito das Sociedades*, I(1), 135–183.
<https://www.revistadedireitodassociedades.pt/Archive/Docs/f310527291177.pdf>

Leal, M. R. (2021, abril). O novo regime europeu dos serviços de financiamento colaborativo (crowdfunding). *Actualidad Juridica Uria Menendez*, 55, 95–113.
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/7435/documento/art04.pdf?id=12263&forceDownload=true>

Lee, A. (2013, novembro 2). *Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar Startups*. TechCrunch. <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>

- Lopes, I. D. (2018). Equity Crowdfunding: A governação da sociedade financiada. *Revista de Direito das Sociedades*, *X*(4), 725–768.
<https://www.revistadedireitodassociedades.pt/Archive/Docs/f134067120047.pdf>
- Lopes, J. C., & Chen, C. (2022). Regime jurídico do financiamento das startups. *Revista Eletrónica de Direito*, 28(2). https://cij.up.pt/client/files/0000000001/3-joana-lopes_1921.pdf
- Marinho, G. M. (2019). *Startups: Conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento* [Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho- Especialização em Direito de Empresas]. ISCTE-IUL.
- Menezes Leitão, L. M. T. de. (1999). *Estudos de direito fiscal*. Almedina.
- Monteiro, P. M. (2020). *Startup: Da inovação tecnológica à conformação jurídica. O caso dos acordos simples para a aquisição futura de participação social* [Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico- Civilísticas, Faculdade de Direito da Universidade do Porto].
[file:///C:/Users/User/Downloads/dISSERTACAO_TOTAL%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/dISSERTACAO_TOTAL%20(1).pdf)
- Moro, A., & Wang, D. (2019, Summer). Fintech Projects and Initial Coin Offerings: A research note. *The journal of Entrepreneurial Finance (JEF)*, 21(1), 24–37.
<https://www.econstor.eu/handle/10419/264404>
- Oliveira, A. P. de. (2015). *Manual de Corporate Finance* (2º edição). Almedina.
- Oliveira, A. P. de. (2019). O papel das startups na Fintech e o ciclo de financiamento de startups. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *Fintech- Desafios da tecnologia: Vol. I* (2º, pp. 255–263). Almedina.
- Oliveira, M. P. de. (2019). As recentes tendências da Fintech: Disruptivas e colaborativas. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *Fintech- Desafios da tecnologia: Vol. I* (2º, pp. 71–81). Almedina.

- Oliveira, M. P. de, & Boura, M. (2023). MiCA e DeFI: onde fica a regulação no caminho da descentralização. Em *MiCA - Estudos sobre a Nova Regulação Europeia de Criptoativos* (pp. 289–332). Almedina.
- Oranburg, S. C. (2015). Bridgefunding: Crowdfunding and the market for entrepreneurial finance. *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 25(2), 397–452.
<http://scholarship.law.cornell.edu/cjlpp/vol25/iss2/3>
- Paulino, E., & Martins, M. C. (sem data). Portugal. Em *Initial Public Offerings Laws and Regulations 2024* (8ª edição, pp. 165–177). GLI- global legal insights.
<https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/>
- Pimentel, A. (2021). *Unicórnios portugueses: A história das startups de mil milhões de dólares* (1ª edição). Lua de Papel.
- Ramos, M. E. (2022). *Direito das sociedades*. Almedina.
- Ramos, M. F. (2017). Capital de Risco e Financiamento bancário: Custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas. Em M. L. Ferreira, M. F. Ramos, S. B. Venda, S. P. Duarte, & A. de A. Costa, *Coleção Estudos Instituto do Conhecimento AB* (Vol. 6, pp. 89–297). Almedina.
[https://abreuadvogados.com/conhecimento/publicacoes/instituto-de-conhecimento/colecao-estudos-instituto-do-conhecimento-abreu-advogados-n-o-6/Reforma do Código dos valores mobiliários](https://abreuadvogados.com/conhecimento/publicacoes/instituto-de-conhecimento/colecao-estudos-instituto-do-conhecimento-abreu-advogados-n-o-6/Reforma%20do%20C%C3%B3digo%20dos%20valores%20mobili%C3%A1rios). (2022, janeiro 5). Cuatrecasas.
<https://www.cuatrecasas.com/pt/portugal/art/portugal-legal-flash-financeiro-reforma-do-codigo-dos-valores-mobiliarios>
- Ries, E. (2011). *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Currency.

- Ritter, T., & Pedersen, C. L. (2022). *An Entrepreneur's Guide to Surviving the "Death Valley Curve"* [Post]. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2022/04/an-entrepreneurs-guide-to-surviving-the-death-valley-curve>
- Rodrigues, A. (2022). *A sua empresa é um cavalo ou um unicórnio?* ISG Business & Economics School- Instituto Superior de Gestão. <https://www.isg.pt/2022/06/07/a-sua-empresa-e-um-cavalo-ou-um-unicornio/>
- Rodrigues, C. F. (2009). *Contrato de colocação com tomada firme* [Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa].
<https://run.unl.pt/bitstream/10362/2671/1/Contrato%20de%20Colocacao%20com%20Tomada%20Firme.pdf>
- Rolo, A. G. (2019). As criptomoedas como meio de financiamento e a qualificação dos tokens de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *FinTech II: novos estudos sobre tecnologia financeira* (pp. 249–298). Almedina.
- Russo, F. C. (2011). Due Diligence e Responsabilidade. Em P. P. de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu, & R. P. Duarte, *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista* (pp. 13–26). Almedina.
- Santos, J. V. dos. (2015). Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades. *Revista Eletrónica de Direito*, 2. <https://cij.up.pt/pt/crowdfunding-como-forma-de-capitalizacao-das-sociedades/>
- Santos, J. V. dos. (2017a). Aspectos Jurídicos das startups. *Revista da Ordem dos Advogados*, 77, 239–277. https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf

- Santos, J. V. dos. (2017b). Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo). *Revista de Direito das Sociedades*, IX(3), 643–676. <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/regime-juridico-do-crowdfunding-financiamento-colaborativo>
- Santos, J. V. dos. (2019). Desafios jurídicos e regulatórios das Initial Coin Offerings. Em A. Menezes Cordeiro, A. P. de Oliveira, & D. P. Duarte, *FinTech II: novos estudos sobre tecnologia financeira* (pp. 299–326). Almedina.
- Santos, J. V. dos. (2021). Financiamento colaborativo e sociedade por quotas. *Revista de Direito das Sociedades*, XIII(2), 177–197. <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-xiii-2>
- Santos, J. V. dos. (2022). *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech—Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Almedina.
- Santos, J. V. dos. (2023). O direito de arrependimento nas ofertas públicas de criptomoedas. Em J. V. dos Santos, G. Maia, M. L. Pires, & J. L. Soares, *MiCA - Estudos sobre a Nova Regulação Europeia de Criptoativos* (pp. 463–474). Almedina.
- Silva, P. alves da, Teixeira, H., & Neves, A. A. (2022). Estrutura de um investimento de Venture Capital/Cláusulas Especiais em venture capital/Private Equity/Etapas do financiamento. Em H. Galvão & Xavier, Luís Barreto, *Direito para startups- Manual prático: Da idealização ao exit* (pp. 109–128). Almedina.
- Silveira, A. (2009). *Princípios de direito da União Europeia: Doutrina e jurisprudência*. Quid Juris.
- Sumba, A. (2022). Crowdinvesting e proteção do investidor: Vantagens e limites do financiamento colaborativo de empresas em portugal. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, LXIII(1 e 2), 237–270. <https://www.fd.ulisboa.pt/wp-content/uploads/2022/12/Armando-Sumba.pdf>

- Teixeira, A. N. (2018). A gestão dos fundos de capital do risco—Conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes. *Revista de Direito das Sociedades*, X(3), 559–587. <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/a-gestao-dos-fundos-de-capital-de-risco-conflitos-de-interesses-entre-a-entidade-gestora-e-os-parti#revista>
- Trabulo, R. (2020). Stock option plans em sociedades por quotas. Impossível ou o desmascarar de um mito. *E-magazine CCA advogados*, 7ª edição, 21–23. <https://www.cca.law/xms/files/EMagazine-Rita-Trabulo-Stock-Options.pdf>
- Trabulo, R. (2021). Simply agreement for future equity- to be safe or not? *E-magazine CCA advogados*, 8ª edição, 44–47. <https://www.cca.law/en/insights-and-media/news/Rita-Trabulo-explains-what-a-SAFE-is/8622/>
- Vasconcelos, P. P. de. (2012). O Acionista de Capital de Risco-Dever de gestão. Em P. P. de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu, & Duarte, Rui Pinto, *II Congresso Direito das Sociedades em Revista* (pp. 157–170). Almedina.
- Vasconcelos, P. P. de. (2014). *Direito Comercial* (Vol. 1). Almedina.
- Vassalo, A., Barbosa, J. D., Galvão, H., & Xavier, L. B. (2022). Financiamento das startups/Friends, Family and Fool's/Seed Money/Business Angels/Crowdfunding/Venture Capital/Private Equity/Etapas do financiamento. Em *Direito para startups- Manual prático: Da idealização ao exit* (pp. 91–107). Almedina.
- Virtuoso, T., Gouveia, A., & Martins, A. (2015, agosto). A união dos mercados de capitais-Análise Crítica. *Boletim Mensal da Economia Portuguesa*, 8, 41–53. <https://www.gpeari.gov.pt/documents/35086/66425/BMEP-agosto2015.pdf/1d87de08-e490-a580-2606-7b5f08faed8d?t=1588869706563>

6 WEBGRAFIA

<https://www.weforum.org/stories/2022/05/how-startups-help-drive-economic-recovery-and-growth/>

<https://exame.com/pme/os-perigos-de-copiar-uma-startup-estrangeira/>

<https://www.pordata.pt/pthttps://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>

<https://www.cbinsights.com/research/venture-capital-funnel-2/>

<https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>

<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

<https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/tecnologias/detalhe/e-vao-sete-tekever-recolhe-investimento-e-atinge-estatuto-de-unicornio>

<https://link.epo.org/web/publications/studies/en-mapping-investors-for-european-innovators.pdf>

<https://inpi.justica.gov.pt/Noticias-do-INPI/Estudo-IEP-identificacao-de-investidores-em-inovacoes-europeias>

<https://startupportugal.com/pt/bem-vindo-a-rni-portugal-incubators/>

<https://startupportugal.com/pt/programs/startup-visa-2/>

<https://www.iapmei.pt/Paginas/StartUP-Visa-pt.aspx>

<https://www2.gov.pt/noticias/-recuperar-portugal-e-o-novo-site-do-plano-de-recuperacao-e-resiliencia>

https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Documentos-Incentivos/AvisoVouchersparaStartupsNovosProdutosDigitais_120.aspx

<https://startupportugal.com/pt/programs/vouchers-para-startups-novos-produtos-digitais-tecnologicos/>

<https://unicornfactorylisboa.com/about-us/>

<https://www.jornaldenegocios.pt/sustentabilidade/detalhe/gil-azevedo-os-unicornios-portugueses-a-certa-altura-tem-de-mudar-a-sua-sede-para-fora-de-portugal>

https://portugal.representation.ec.europa.eu/news/conselho-europeu-da-inovacao-2024-11-18_pt

https://eic.ec.europa.eu/eic-2025-work-programme_en

<https://24.sapo.pt/tecnologia/artigos/farfetch-a-queda-do-primeiro-unicornio-portugues>

<https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/hedge-funds.aspx>

<https://hbr.org/2022/04/an-entrepreneurs-guide-to-surviving-the-death-valley-curve>

<https://ppl.pt/blog/o-crescimento-do-crowdfunding-em-portugal-um-fenomeno-em-expansao>

<https://www.sphericalinsights.com/pt/reports/crowdfunding-market>

<https://www.statista.com/outlook/fmo/capital-raising/digital-capital-raising/reward-based-crowdfunding/worldwide?currency=EUR#key-market-indicators>

<https://www.apcri.pt/capital-de-risco/>

<https://www.iapmei.pt/Paginas/Capital-de-Risco.aspx>

<https://www.iapmei.pt/Paginas/Credenciacao-Business-Angels.aspx>

<https://www.mybusiness.com/company/associacao-apba>

<https://www.eban.org/>

<https://www.businessangelseurope.com/>

<https://www.wellington.com/en-nl/institutional/insights/private-equity-deep-dive>

<https://www.ycombinator.com/about>

<https://www.asf.com.pt/portugal-finlab>

<https://investidor.cmvm.pt/PInvestidor/Content?Input=1B5306AC1C0FFAD483C16AB444AD5C5AF977B0D9A2B60BC71DEA8809E21AC861>

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>

<https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=D4880FCA1283C539BB611E5636BC5B67274E7A2A56260030506B2932EB63D3CB>

<https://investidor.cmvm.pt/PInvestidor/Content?Input=3F0C161FFB21DC09DCC016FDA3A40FA27598C67F19872CF55AC7951833F50124>

<https://www.cuatrecasas.com/pt/portugal/art/portugal-legal-flash-financeiro-reforma-do-codigo-dos-valores-mobiliarios>

https://www.servulo.com/xms/files/00_SITE_NOVO/01_CONHECIMENTO/01_PUBLICACOES_SERVULO/2022/Novas_regras_sobre_o_Documento_de_Informacao_Fundamental_para_PRIIPs.PDF

<https://www.guiadoemitente.pt/3-1-1-1-planeamento/>

<https://www.guiadoemitente.pt/3-1-1-roteiro-completo-do-ipo-ipo-com-prospeto/>

<https://www.euronext.com/pt/regulamento/mercados-regulamentados>

https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/summary/prospectus-to-be-published-when-securities-are-offered-to-the-public-or-admitted-to-trading-on-a-regulated-market.html#keyterm_1