

2ª CICLO DE ESTUDOS

CIÊNCIAS JURÍDICO-CIVILÍSTICAS

**Startup: da inovação tecnológica à
conformação jurídica.**

**O caso dos Acordos Simples para
Aquisição Futura de Aquisição Social.**

Patrícia Magalhães Monteiro

M

2020





**STARTUP: DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA À CONFORMAÇÃO JURÍDICA.
O CASO DOS ACORDOS SIMPLES PARA AQUISIÇÃO FUTURA DE
PARTICIPAÇÃO SOCIAL.**

Dissertação elaborada sob a orientação do Professor Doutor Paulo de Tarso Domingues e da Professora Doutora Mariana Fontes da Costa, conducente à obtenção do grau de Mestre em Direito – Área de Especialização em Ciências Jurídico-Civilísticas.

Patrícia Magalhães Monteiro

outubro de 2020

Resumo

Através do presente trabalho, pretende-se dar a conhecer à comunidade académica e a toda a demais uma nova forma de financiamento em *startups*. Esta “nova” forma de financiamento denomina-se de *SAFE* – Acordos Simples para a Aquisição Futura de Participação Social - e tem a sua origem nos Estados Unidos da América, onde tem vindo a ser utilizada com maior amplitude, nomeadamente no famoso *Silicon Valley*, o berçário e sede de muitas startups de renome e dimensão mundial. Para além de se aludir brevemente à sua origem e ao seu *modus operandi*, falar-se-á , neste trabalho, também na sua eventual aplicação em Portugal à luz da legislação em vigor, atendendo ao possível interesse em replicá-lo entre nós e ao facto de poder haver investidores do outro lado do Atlântico interessados em investir em *startups* portuguesas desta forma.

Assim, crê-se que a temática deste trabalho é, além de pertinente, útil, na medida em que se analisarão aspetos jurídicos relacionados com o *SAFE*, os quais, nessa medida, poderão interessar aos nossos empreendedores e empresários.

Não temos a utópica pretensão de falar de todos os aspetos jurídicos associados, pois que nos encontramos limitados a um número máximo de páginas, mas abordaremos, na medida do que nos for possível, os aspetos que, para nós, merecem, desde logo, especial atenção.

Palavras-chave: startups; financiamento; alternativa a convertíveis; *SAFE*.

Abstract

Through this study, we intend to present to the academic community and to all the others a new form of financing startups. This “new” form of financing is called SAFE – Simple Agreements for Future Equity - and has its origin in the United States of America, where it has been used, namely in the famous Silicon Valley, the nursery and headquarters of many world-renowned startups. In addition to briefly referring to its origin and its modus operandi, this study will also explore the possible use of SAFE in Portugal, given the possible interest in replicating it between us and the fact that there may be investors on the other side of the Atlantic interested in investing in Portuguese startups in this way.

Thus, it is believed that the theme of this study, in addition to being pertinent, useful, as legal aspects related to SAFE will be analysed, may interest our entrepreneurs and businessmen.

We do not have the utopian goal of dissect all of the associated legal aspects since we are limited to a maximum number of pages, but we will address, as far as possible, the aspects that, for us, deserve, special attention.

Keywords: startup; financing; convertible notes alternatives; SAFE.

Agradecimentos

Aos meus orientadores, pela sabedoria que me transmitiram e pela orientação que me deram.

À minha família, a quem devo o que sou.

Ao José, que sempre acreditou que eu conseguiria.

Às minhas amigas e também colegas de Mestrado, que me apoiaram nas incertezas e inseguranças desta Dissertação, quando também elas precisavam deste apoio.

A todos que contribuíram e/ou têm contribuído para a minha formação.

Siglas e abreviaturas

CC Código Civil

CSC Código das Sociedades Comerciais

CVM Código dos Valores Mobiliários

CMVM Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CIRE Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

SVN Sem valor nominal

BA *Business Angels*

CE Comissão Europeia

DL Decreto-Lei

IPO *Initial Public offering*

PME Pequena e média empresa

SA Sociedade anónima

SCR Sociedade de capital de risco

SQ Sociedade por quotas

UE União Europeia

EUA Estados Unidos da América

al(s). alínea(s)

ed. edição

i.e *id est* (isto é)

art(s). artigo(s)

cfr. confronto

o. p. *opus citatum*

v.g. *verbi gratia* (por exemplo)

ss seguintes

n.º número(s)

p., pp. página, páginas

ed. edição

vol. volume

Observação: As disposições legais que forem referidas *infra* sem indicação do respetivo diploma legal pertencem ao Código das Sociedades Comerciais (CSC).

ÍNDICE

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO I - A especialidade das startups

1. Conceito;
2. Estrutura financeira de uma sociedade comercial:
 - 2.1.Capitalização através do aumento de capital por novas entradas;
 - 2.2.Capitalização através de capital alheio;
 - 2.3.Capitalização através de instrumentos híbridos (breve referência);
 - 2.4.Estrutura financeira de uma startup em função das fases do seu ciclo de vida;

CAPÍTULO II – Acordos Simples para Aquisição Futura de Participação Social

1. Origem;
2. Cláusulas típicas:
 - 2.1.*Triggers events*;
 - 2.2.*Valuation cap* e *discount rate*;
 - 2.3.Direitos *pro rata* (*rights offering*);
3. Análise do SAFE à luz das normas e princípios jurídicos do ordenamento jurídico português.....
 - 3.1.Natureza e regime jurídicos;
 - 3.2.Competência para a decisão de celebrar um SAFE;
 - 3.3.Obrigação de entrega de participação social;
 - 3.4.Falta de cumprimento, mora e incumprimento.
4. Considerações finais acerca do SAFE.

CONCLUSÃO

BIBLIOGRAFIA

INTRODUÇÃO

O *SAFE* é acrónimo para *Simple Agreement For Future Equity* - Acordo Simples para a Aquisição Futura de Participação Social (doravante, apenas *SAFE*). Corresponde a um acordo de investimento que vimos ser celebrado lá fora, mormente nos EUA, entre um concreto investidor e uma startup¹ e cujos termos acordados consideramos ser *sui generis*.

Claro que, do acima exposto, não resulta que o *SAFE* seja ou possa ser unicamente usado por/com startups. No entanto, o *SAFE* surgiu num meio de startups para ser por estas utilizado, pelo que é necessário compreender o propósito de algumas das suas cláusulas à luz do paradigma deste tipo de empresa.

Assim, para que nos possamos debruçar mais e melhor no *SAFE*, aludiremos primeiro ao conceito de startup e a algumas das suas particularidades que permitem perceber a sua especialidade relativamente às demais empresas e sociedades comerciais.

Após abordarmos a forma comum às sociedades comerciais de estrutura a sua estrutura de capitais, constaremos que uma das particularidades das startups se prende com o seu típico “ciclo de vida” e a variação da sua estrutura de capitais em função deste.

Chegada a esta fase do trabalho, introduziremos o *SAFE* - Acordo Simples para Aquisição Futura de Participação Social – e, bem assim informaremos a sua origem e descreveremos no que é que o mesmo se distingue relativamente a outros contratos e formas de investimento, isto é, explicando as suas típicas cláusulas.

Depois, analisaremos o *SAFE* à luz das normas e princípios jurídicos aplicáveis à ordem jurídica portuguesa e, por fim, teceremos algumas considerações acerca do *SAFE* enquanto instrumento de financiamento e investimento a poder ser usado entre nós.

¹ “Startup” ou “start-up”? Ambas as formas estão corretas e têm, portanto, o mesmo significado (sem prejuízo da preferência que se possa ter), pelo que se usarão as duas redações indistintamente. Além disso, alerta-se para o facto de que irão ser referidos alguns estrangeirismos ingleses que vêm sendo utilizados na “gíria” económica e das startups, cujos termos não poderão ser literalmente traduzidos, mas serão explicados da melhor forma.

CAPÍTULO I - A especialidade das startups

1. Conceito

A falta de antecedentes históricos dificulta a sua concetualização, mas o termo startup começou a ser utilizado sensivelmente entre 1996 e 2001, aquando da vulgarmente chamada “bolha da internet”, nos EUA, para especificar o fenómeno de um grupo de pessoas que trabalhava numa ideia de negócio/projeto com grande potencial de rápido crescimento, expansão e rentabilidade. Decorridos, entretanto, vários anos, o termo universalizou-se graças ao surgimento de cada vez mais startups, algumas das quais deram origem a empresas de grande renome mundial (v.g. Facebook, Apple, Microsoft). Associado ao seu grande potencial de crescimento, expansão e rentabilidade, está o carácter inovador do projeto, relacionado, normalmente, com a área da ciência e tecnologia². Nesta medida, distinguem-se das empresas cujo objeto de negócio assenta numa base replicativa dos demais existentes.

A par das vezes, têm a sua origem nas faculdades, motivo pelo qual algumas destas atuam como incubadoras ou aceleradoras de startups, ajudando posteriormente a desenvolver o negócio, nomeadamente através da prestação de apoio e disponibilização de recursos³. As startups são interessantes do ponto de vista estadual, pois atraem investimento externo, dinamizam o tecido empresarial e potenciam o crescimento económico do país, daí que, como adiante veremos, existam apoios estatais e comunitários para startups⁴ (nomeadamente, PME⁵).

Não obstante o seu grande potencial, a ideia de negócio não se basta a si só e carece de ser desenvolvida e implementada, por forma a que o inovador produto/serviço chegue e se comercialize, de forma bem sucedida, no mercado. Assim, desde a conceção até à

² Cfr. Santos, João Vieira dos – *Aspetos Jurídicos das Startups*. In Revista da Ordem dos Advogados, ano 77, vol. I/II (2017) – pp. 243 e ss. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL:https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf](https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf) .

³ Na comunidade da Universidade do Porto, temos, desde logo, como exemplo a UPTEC (Parque de Ciência e Tecnologia da Universidade do Porto).

⁴ O art. 107.º do Tratado sobre o Funcionamento da EU contém, no seu n.º 1, uma proibição geral de auxílios estatais que favoreçam certas empresas e, com isso, ameacem falsear a concorrência entre os Estados-Membros. Porém, na alínea c) do seu n.º 3, prevê que a Comissão pode considerar compatíveis com o mercado interno os auxílios estatais destinados a facilitar o desenvolvimento de certas atividades económicas quanto tais auxílios não afetem negativamente as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum.

No DL n.º 33/2019 de 4 de março, afirma-se como estratégia nacional o desenvolvimento do empreendedorismo, criando-se, para o efeito, a “Startup Portugal - Associação Portuguesa para a promoção do Empreendedorismo”. Cfr. DECRETO-LEI N.º 33/2019. D.R.I. série. 44 (19-03-04).

⁵ Os requisitos para a consideração e atribuição do estatuto de PME constam do art. 2.º, n.º 1, do anexo do DECRETO-LEI N.º 372/2007. D.R.I. série. 213 (2007-11-06).

implementação no mercado, sucedem-se várias fases, nas quais se compreendem a definição da ideia, a elaboração do projeto e do plano do negócio, o desenvolvimento do produto/serviço, a testagem do mercado e, bem assim, a constituição da sociedade comercial por meio da qual se venderá o produto/serviço idealizado⁶.

Sucedem-se, todas as *supra* mencionadas fases acarretam custos, custos esses que não se esgotam no momento da constituição da sociedade comercial. Pelo contrário, em ordem a prosseguir o seu objeto social e almejar atingir ser uma *unicorn startup*⁷, a sociedade startup precisará de (mais) dinheiro, nomeadamente para desenvolvimento e melhoria, colocação no mercado, criação de postos de trabalho, assessoria jurídica e contabilística, propriedade intelectual (quer para proteção da sua quer para evitar violações de direitos de outrem)⁸, *marketing* e produção/disponibilização do produto/serviço em massa, dinheiro esse que, na maioria das vezes, não se compadece com o montante investido pelos empreendedores/sócios-fundadores *ab initio* na 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, o que pode implicar elevados montantes de capital.

De facto, a falta de financiamento e/ou escolha de uma forma de financiamento “errada”⁹ são, sem dúvida, fatores que podem conduzir ao atrofamento e “morte” de uma startup¹⁰. Dir-se-ia até que, das que chegam “a ver a luz do dia”, grande parte acaba ou por ser descontinuada e/ou por não ser sustentável ou bem sucedida¹¹.

⁶ Atualmente, são admitidas, entre nós, as sociedades em nome coletivo (cfr. arts.175.º e ss), as sociedades por quotas (cfr. arts. 197.º e ss), as sociedades anónimas (arts. 271.º e ss) e as sociedades em comandita (cfr. arts. 465.º e ss), simples (arts. 474.º e ss) ou por ações (arts. 478.º e ss). Como grande parte das sociedades comerciais, as startups começam por ser micro e pequenas empresas, pelo que a escolha por uma sociedade por quotas pode ser a melhor opção, atendendo a que: (i) o capital social tem de ser, no mínimo, apenas de 1 euro (cfr. art. 219.º, n.º 3), correspondente ao mínimo de valor nominal da quota; (ii) pode ser constituída apenas com um sócio; a responsabilidade do(s) sócio(s) é limitada ao montante da entrada; (iii) têm uma estrutura organizativa mais simples (comparativamente com a das SA).

⁷ Considera-se como tal a startup avaliada em mil milhões de euros. Cfr. Santos, João Vieira dos – *Aspetos Jurídicos das Startups*, op. cit., p. 244 ou GREEN, Joseph e COYLE, John F. - *Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE* . 102 Virginia Law Review Online 168 (2016), UNC Legal Studies Research Paper No. 2830213, p. 172. [Consult.: 2020-16-03] Disponível em WWW.<URL:<https://ssrn.com/abstract=2830213>>

⁸ Através do registo de patentes, marcas, segredos industriais, tutela dos segredos de negócios através do regime da concorrência desleal e acordos de confidencialidade.

⁹ Como melhor veremos, há formas de financiamento que se mostram mais adequadas para certas fases de vida da startup, nas quais se espera que a startup já tenha uma certa solvabilidade e posicionamento no mercado.

¹⁰ Para um estudo acerca deste aspeto, veja-se: SILVA, Francisco Aguiar de Melo e - *Fatores que contribuem para o insucesso das startups : o reverso da "medalha "* . Dissertação de mestrado em Gestão, 2013. Universidade do Minho. [Consult. 2019-09-03]. Disponível em: [WWW.<URL:http://hdl.handle.net/1822/25153>](http://hdl.handle.net/1822/25153)

¹¹ Veja-se o seguinte artigo jornalístico sobre um estudo feito a este respeito: BOURBON, Maria João - *Sete em cada dez startups tecnológicas falham (normalmente 20 meses depois de captarem o primeiro investimento)*. In

Se, por um lado, a sua carência poderá ter aquela consequência; por outro lado, o financiamento adequado, quer na forma quer no montante, possibilitará (idealmente, atendendo a que concorrem aqui outras variáveis, tais como a boa gestão, as condições do mercado e a própria natureza do negócio) a que a startup cresça. Assim, o financiamento é especialmente relevante em startups (não se pondo em causa, claro está, a sua importância em toda e qualquer sociedade comercial), na medida em que o financiamento está simbioticamente ligado ao seu “ciclo de vida”.

Tendo isso como pressuposto, foram individualizadas as seguintes fases do “ciclo de vida” das startups que atendem aos seus diferentes marcos evolutivos¹²:

- *Pre-seed*: conceção da ideia pelo empreendedor; pesquisa de mercado; trabalho numa base individual do empreendedor;
- *Seed*: “instalação” da startup num local com alguns recursos; “recrutamento” de uma pequena equipa de trabalho; testes de mercado, desenvolvimento de protótipo do produto/serviço; constituição da sociedade comercial.
- *Early stage*¹³:
 - Start-up: produto/ serviço pronto; início da distribuição e das vendas; melhoria do desenvolvimento do produto/ serviço;
 - Expansão: nível de vendas aumenta; o negócio é estável; tentativa de expansão do negócio para novos mercados e canais de distribuição.
- Maturidade¹⁴: prevê-se que as vendas não aumentem mais e que comecem progressivamente a diminuir (o que acontece normalmente após um marco de 10 anos de existência); é ponderada a venda da startup ou são procuradas outras oportunidades e financiamentos para recuperação económica.

Expresso [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL:https://expresso.pt/dossies/diario/2019-06-25-Sete-em-cada-dez-startups-tecnologicas-falham--normalmente-20-meses-depois-de-captarem-o-primeiro-investimento->](https://expresso.pt/dossies/diario/2019-06-25-Sete-em-cada-dez-startups-tecnologicas-falham--normalmente-20-meses-depois-de-captarem-o-primeiro-investimento->).

Com efeito, as startups ou terão sucesso ou não terão sucesso. Veja-se: GREEN, Joseph e COYLE, John F. - *Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE* . 102 Virginia Law Review Online 168 (2016), UNC Legal Studies Research Paper No. 2830213, p. 171. [Consult.: 2020-16-03] Disponível em [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=2830213>](https://ssrn.com/abstract=2830213)

¹² PETCH, Neil. *In Entrepreneur Middle East* [Consult. 2019-09-18]. Disponível em [WWW.>URL:https://www.entrepreneur.com/article/271290](https://www.entrepreneur.com/article/271290)

¹³ Cfr. Pollman, Elizabeth, *Startup Governance*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019., Loyola Law School, Los Angeles Legal Studies Research Paper No. 2019-18, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06, pp. 166-168.

¹⁴ *Ibidem*.

Por ser o relevante para o presente trabalho, focaremos de ora em diante a nossa atenção somente para a sociedade-startup, i.e., para a startup já organizada sob a forma de sociedade comercial.

2. Estrutura financeira de uma sociedade comercial

De entre as funções atribuídas ao capital social, encontra-se a função de produção ou de financiamento. De facto, através do capital social, pretendem-se (também) reunir meios para o estabelecimento e desenvolvimento da atividade que será levada a cabo pela sociedade comercial¹⁵.

Atualmente, a exigência legal de um capital social mínimo mantém-se para as SA¹⁶, no valor de € 50.000,00 (cfr. art. 276.º, n.º 5), e para as SQ, no valor de € 1,00 correspondente ao valor nominal mínimo que deve ser atribuído à quota social (cfr. art. 219.º, n.º 3).

No entanto, o montante investido a este título pelos sócios aquando da constituição da sociedade não se afigura habitualmente suficiente para a prossecução contínua do seu objeto social. Este é, aliás, um dos motivos pelos quais a fixação legal de um montante mínimo de capital social é criticável, pois não é possível ao legislador concluir genericamente por um valor ideal de capital social inicial para toda e qualquer atividade social¹⁷. O mesmo sucede com os sócios que, cabendo-lhes a decisão de escolherem, também não são capazes de prever qual o valor de capital social necessário para a concreta atividade que se destinam a prosseguir por meio da sociedade comercial que irão constituir¹⁸.

¹⁵ Vide DOMINGUES, Paulo de Tarso - *Variações sobre o capital social*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2020 – p. 129.

¹⁶ De outra forma não poderia ter sido atendendo a que, por força da imposição que existia nesse sentido na 2.ª Diretiva e que continua a existir, desta feita, no art. 45.º da Diretiva Codificadora, a figura do capital social continua a ser prevista em termos obrigatórios para as SA.

¹⁷ Sendo que tal também restringiria a liberdade de iniciativa económica, conforme é referido em DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.* - p. 101 e pp. 163 e ss.

¹⁸ Acresce que tal escolha também não lhes seria exigível, pois que os sócios se situam, neste âmbito, na sua liberdade de iniciativa económica e já que hoje é doutrinariamente unânime que inexistente um dever, por parte dos sócios, de capitalizarem a sociedade (ressalvamos, nesta parte, os casos de subcapitalização material). Razão pela qual não podem ser forçados a realizar, salvo acordo, outras contribuições para além da entrada que efetuaram, bem como, via de regra, não tem os sócios o dever de votar favoravelmente outras medidas atinentes à recapitalização da sociedade. Mesmo em caso de perda grave do capital social, o art. 35.º do CSC consagra hoje um modelo meramente informativo, não se impondo aos sócios que adotem qualquer solução que vise remediar esta situação (seja alguma das medidas previstas no artigo 35.º, n.º 3 seja qualquer outra), ao contrário do que sucedia com a redação dada àquele preceito pelo DL n.º 162/2002, de 11 de julho, ao abrigo da qual se prescrevia que, se não fossem adotadas medidas que reestabelecessem o equilíbrio patrimonial da sociedade, esta seria

Nesta medida, para se financiar, tradicionalmente, uma sociedade comercial pode optar por recorrer a capital próprio ou a capital alheio¹⁹.

O primeiro diz respeito aos meios de financiamento internos ou inerentes à sociedade²⁰, ou seja: entradas dos sócios (o valor efetivamente pago como contrapartida da subscrição de participação social, o qual inclui o valor nominal da participação social ou o valor de emissão da ação sem valor nominal e, caso haja, o ágio²¹), reservas, resultados de(s) exercício(s), prestações suplementares e prestações acessórias gratuitas²². O capital alheio, por seu turno, consiste na contração de dívida, genericamente através da emissão de papel comercial ou obrigações e da celebração de contratos de mútuo²³ junto de terceiros, como, por exemplo, entidades financeiras e de crédito²⁴ ou os próprios sócios (desde que não esteja em causa uma prestação de suplementar ou acessória gratuita destes).

Falaremos agora dos meios de financiamento por capital próprio e capital alheio mais relevantes para o propósito do presente trabalho.

2.1.Capitalização através do aumento de capital social por novas entradas

O capital próprio, ao contrário do capital alheio, resulta do cumprimento de obrigações dos sócios ou da sociedade que, por força da lei, contrato de sociedade ou de deliberação social, não são pela sociedade reembolsáveis ou remuneráveis.

No aumento de capital social, concretamente, referimo-nos ao cumprimento da obrigação de “entrada” do sócio imposta nos arts. 980.º do CC e 20.º, n.º 1. Claro que o aumento de capital também pode ser concretizado através da incorporação de reservas, mas este, em oposição ao por novas entradas, é um aumento gratuito, porquanto não se acrescentam bens ao património

dissolvida *ope legis* caso a situação de perda grave do capital se mantivesse no final do exercício seguinte àquele em que foi constatada. Cfr. Decreto-Lei n.º 162/2002. D.R.I. série. 158 (02-07-11).

¹⁹ São várias as teorias que económicas que se propõem a explicar as decisões de financiamento societário, de entre os quais se enumeram, exemplificadamente a: de Modigliani-Miller (originário e reformulado) e as teorias *trade off* e *pecking order*. Para melhor esclarecimento acerca destas teorias, veja-se: OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2017, pp. 31 e ss.

²⁰ Não se confunde com o conceito de “capital próprio” que surge referido em algumas disposições do CSC (v.g., nos arts. 32º e 35º) para referir a situação líquida da sociedade (ativo deduzido do passivo).

²¹ No sentido de que a entrada abrange o ágio, vide DOMINGUES, Paulo de Tarso - *O regime das entradas no código das sociedades comerciais*. In: Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto - A. 3 - 2006 - p. 673-723. [Consult. 2020-08-05]. Disponível em: WWW.<URL: <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/23886>>.

²² Sendo onerosas ou restituíveis, já passam a ser contabilizadas como passivo, integrando-se em capital alheio.

²³ Cfr. Arts. 1142.º e ss do CC.

²⁴ O DECRETO-LEI N.º 298/92. D.R.I. série-A. 6º Suplemento 301 (92-12-31). 6056-(24) a 6056-(51) aprova, entre nós, o regime geral das instituições financeiras e de crédito.

societário. Basicamente, consiste este numa operação por meio da qual se aumenta o valor da cifra do capital social no montante equivalente ao das reservas incorporadas e, nessa senda, se atribuem aos sócios, gratuita e proporcionalmente às que detêm, novas participações sociais²⁵. Não obstante, serve o propósito de financiamento, na medida em que, dessa forma, se “libertam” valores que integravam, legal e estatutariamente, as reservas da sociedade e que, por isso, não podiam ser de qualquer modo e para qualquer fim utilizados²⁶.

Como esta modalidade de aumento está dependente da existência de reservas para incorporar, as quais podem não existir em virtude da inexistência de lucros ou em virtude de terem sido utilizadas para dar cobro a prejuízos ou resultados negativos; consideramos ser mais urgente abordar, para o propósito do presente trabalho, o aumento de capital por (novas) entradas, no qual, inelutavelmente, há um efetivo aumento do ativo societário.

A sua deliberação compete aos sócios²⁷, apenas podendo o aumento de capital ser aprovado por, no mínimo, a maioria qualificada prevista na lei²⁸. Relativamente às SA, o CSC admite ainda possibilidade, no seu art. 456.º, de a competência para a deliberação do aumento de capital por entradas em dinheiro ser atribuída pelos sócios, no contrato de sociedade, ao órgão de administração (o denominado “aumento de capital autorizado”). Não obstante ser uma competência limitada aos termos autorizados no contrato de sociedade (cfr. art. 456.º, n.º 2) e cumulativa à dos sócios que podem, sempre e a todo o momento, deliberar qualquer aumento; pretendeu-se com esta figura do “aumento de capital autorizado” permitir que o órgão de administração da SA possa reagir rapidamente a necessidades urgentes de financiamento²⁹ que podem não ser conciliáveis com o normal procedimento previsto no CSC para a deliberação do aumento de capital pelos sócios em assembleia geral, nomeadamente quanto à sua convocatória (cfr. arts. 375.º e 377.º), ao seu quórum constitutivo (cfr. art. 383.º, n.º 2) e à maioria qualificada exigida para a aprovação da deliberação (cfr. art. 386.º, n.º 3)³⁰.

²⁵ Mediante o aumento do seu valor nominal ou do acréscimo de nova participação social.

²⁶ As reservas legais só podem ser usadas para as finalidades previstas no art. 296.º e, relativamente às finalidades previstas nas alíneas a) e b) deste preceito, na medida em que não haja outras reservas para o efeito. As reservas estatutárias estão limitadas ao escopo para o qual foram previstas no contrato de sociedade, sem prejuízo de o mesmo ser alterado, nomeadamente através do procedimento para alteração do contrato de sociedade.

²⁷ Cfr. arts. 85.º, 246.º, para as SQ, e 383.º, n.º 2, para as SA e sem prejuízo de o contrato de sociedade prever uma maioria mais exigente.

²⁸ Nomeadamente no art. 265.º, para as SQ, e nos arts. 383.º, n.º 2 e 386.º, n.º 3, para as SA.

²⁹ Domingues, Paulo de Tarso, *op. cit.*, pp. 396 e ss.

³⁰ Conforme preceitua o art. 373.º, n.º 1, os acionistas podem deliberar sob a forma de deliberações unânimes ou sob a forma de assembleias gerais. Todavia, devido ao eventual elevado número de acionistas e/ou ao tipo de acionistas existentes, poderá ser difícil que se delibere numa SA o aumento de capital social por meio de uma

O aumento de capital ocorre, normalmente, através da emissão de nova participação social³¹.

A este respeito, as ações, devido à sua facilidade de emissão e transmissão³², permitem que elas sejam usadas como instrumento financeiro pelas SA. Contribuiu para que elas fossem dessa forma perspetivadas, a consagração, no ordenamento jurídico português, através do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, da figura das ações sem valor nominal, apesar de estas apenas terem sido admitidas, entre nós e no restante espaço europeu, na sua vertente “imprópria”³³. Como sabemos, o valor nominal obriga a que a participação social seja, no mínimo, por esse valor subscrita. Este é um valor tendencialmente estanque, já que a sua mudança obriga a uma alteração do contrato de sociedade, motivo pelo qual não tem sempre correspondência com o concreto valor real da participação social. Assim, num caso limite, um aumento de capital social poderia resultar “não totalmente subscrito”³⁴, por o valor nominal das ações ser mais alto do que o valor real das ações, nesse momento. Neste caso, a concretização do aumento só seria possível com, por exemplo, a prévia redução do capital social, nomeadamente com a chamada “operação-acordeão”³⁵, operação esta não só rodeada de mais cautelas legais, mas também onerosa para a sociedade.

Deste modo, com as ações SVN, permite-se que o valor de emissão possa ser uno e diferente em cada emissão, conseguindo-se, deste modo, para um dado aumento de capital, adequar o valor mínimo de subscrição das ações ao seu valor real.

Não obstante as críticas que se possam dirigir quanto à pouca inovação que a admissão da figura das ações SVN impróprias possa ter trazido³⁶, diga-se que a consagração desta figura veio, conforme é referido no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, facilitar,

deliberação unânime. Como refere Coutinho de Abreu: *é sabido que em muitas sociedades anónimas é forte o absentismo de acionistas (“ocasionais”, não “empresários”) nas assembleias gerais* (ABREU, Jorge Manuel Coutinho de - *Curso de direito comercial*. 6ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. -. Vol. II, p. 243).

³¹ Nas SQ, se apenas participarem no aumento de capital os sócios, pode, ao invés, o valor nominal das quotas ser simplesmente aumentado.

³² Basta que comparemos o regime de transmissão das ações, previsto no art. 328.º, com o regime da transmissão de quotas, constante dos arts. 225.º e ss.

³³ Remete-se, nesta parte, para o referido na nota de rodapé n.º 14.

³⁴ Veja-se o art. 457.º para os casos de subscrição incompleta de capital social nas SA.

³⁵ Cfr. CUNHA, Paulo Olavo - *Direito das sociedades comerciais*. 7ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019, pp. 865-866.

³⁶ Na medida em que as impróprias, por oposição às ações SVN próprias, representam inevitavelmente uma fração do capital social. Todavia, não poderíamos ter entre nós consagrado a figura das ações SVN próprias, atendendo a que, por força do art. 45.º da Diretiva Codificadora, é imperativo que as SA tenham capital social. Para maior desenvolvimento acerca deste tema, veja-se DOMINGUES, Paulo de Tarso - *As acções sem valor nominal*. Direito das sociedades em revista - A. 2, vol. 4 (2010), pp. 181-214.

relativamente ao regime então vigente e pelas razões acima aduzidas, a realização de aumentos de capital social nas SA. Por outro lado, a possibilidade de criação de categorias especiais de ações (cfr. art. 344.º-A) é também um importante fator para que as ações sejam perspectivadas pelas SA como um instrumento financeiro. São exemplo daquelas as ações preferenciais sem voto, previstas nos arts. 341.º e ss, que se distinguem das ações ordinárias pelo facto de comportarem direitos patrimoniais privilegiados e de não lhes estar normalmente associado direito de voto. Nesta medida, propiciam financiamentos por aumento de capital, pois permitem, por um lado, aos sócios-fundadores manter o domínio da SA e, por outro lado, captar mais facilmente capital de investidores que não estão interessados em ter um papel ativo enquanto acionistas³⁷.

Nas sociedades de capitais³⁸, o cumprimento da obrigação de “entrada” do sócio faz-se com bens e/ou direitos suscetíveis de avaliação económica³⁹. Pelo contrário, nas sociedades comerciais em nome coletivo e em comandita, o sócio e, nesta, o sócio comanditado, podem ainda entrar com “indústria”, i.e., com serviços e/ou o seu trabalho⁴⁰.

³⁷ Ribeiro, Maria de Fátima - *O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário*. In Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa 2015, p. 500.

³⁸ As sociedades comerciais por quotas, as anónimas e as em comandita relativamente ao sócio comanditário.

³⁹ A redação do art. 20.º, n.º 1 alude a *bens suscetíveis de penhora*. Todavia, deverá ser-lhe feita uma interpretação corretiva, no sentido de interpretar que o legislador terá querido dizer *bens suscetíveis de avaliação económica*, em conformidade com o Direito da União Europeia. A este respeito, vide, entre outros, DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 191-192.

⁴⁰ As razões apontadas para a exclusão deste tipo de entradas às sociedades de capitais prendem-se com a sua dificuldade de avaliação económica, o pressuposto de execução continuada e a insusceptibilidade de execução coerciva que não constituiriam garantia para os credores sociais, sendo estas as razões que conduzem a que as entradas em espécie não sejam computadas no capital social das sociedades em nome coletivo. .A este propósito, compartilhamos do entendimento plasmado no Relatório Rickford, (relatório elaborado em Inglaterra por um grupo multidisciplinar liderado por Jonathan Rickford, em maio de 2003, no qual se estudaram os termos de uma eventual reforma do direito societário inglês) acompanhado das críticas que vêm sendo, a este respeito, feitas na doutrina, designadamente por Paulo de Tarso Domingues, de que seria pertinente admitir-se, no ordenamento jurídico português, aquele tipo de entradas também para as sociedades de capitais (o que, relativamente às SA, implicaria que se alterasse o art. 46.º da Diretiva Codificadora). São argumentos a favor desta posição o facto de existirem entradas em espécie igualmente de difícil avaliação económica (v.g., patentes, estabelecimentos comerciais) e também de carácter duradouro (v.g., direito de gozo de um bem) e as críticas que têm vindo a ser feitas relativamente à eficácia da função de garantia dos credores, atribuída ao capital social.

Para as startups, as entradas em espécie seriam especialmente relevantes, dado que os empreendedores nem sempre dispõem de meios financeiros e, nessa medida, poderiam entrar para a sociedade simplesmente com o seu *know-how*. Além disso, é comum, na cultura das startups, remunerarem-se os funcionários com participação social como forma de incentivo, uma vez que nem sempre é possível o pagamento de vencimentos altos ou prémios (neste sentido, cfr. POLLMAN, Elizabeth, *op. cit.*, pp. 171-172.

Aquele autor considera que o *know-how* é uma entrada em indústria, ao passo que Ana Perestrelo de Oliveira considera que o mesmo é, ao invés, uma entrada em espécie. Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso - *Variações sobre o capital social*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2013, p. 195 e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, p. 52.

Podem concorrer ao aumento de capital social os sócios primitivos (espontaneamente ou uma vez que a tal se obrigaram nos termos do contrato de sociedade⁴¹ ou de acordo parassocial) ou terceiros, designadamente investidores ou o público em geral (na subscrição pública).

Relativamente às startups, é comum que participem no aumento de capital investidores de capital de risco. Consideram-se como tais as entidades discriminadas no art. 1.º da Lei n.º 18/2015 de 4 de março⁴², que regula o exercício, em Portugal, da atividade de investimento em capital de risco. Destas entidades, é pertinente distinguir o investidor de capital de risco dos demais investidores. Naquele, temos a chamada figura do *Business Angel*, do investidor “informal” organizado sob a forma de sociedade comercial unipessoal por quotas que se distingue, desde logo, das sociedades e fundos de capital de risco como investidores institucionais organizados em estruturas mais complexas⁴³. Por outro lado, como adiante melhor veremos, estes dois tipos de investidores também se distinguem entre si nos seus investimentos.

Sem prejuízo do direito aos lucros que detêm na qualidade de sócios⁴⁴ (art. 21.º, n.º 1, al. a)), resulta do disposto no n.º 1 do art. 3.º daquela lei, que os investidores de capital de risco procuram valorizar os instrumentos de capital próprio ou alheio que subscrevem ou adquirem de modo a que possam obter mais-valias⁴⁵ com a sua alienação futura. É um investimento temporário por natureza⁴⁶, pois os investidores pretendem o seu retorno a curto e médio prazo (no espaço máximo de, normalmente, 7 anos⁴⁷), mas, anteriormente, também assim o era por imposição legal. Com efeito, no anterior diploma que regia o investimento em capital de risco em Portugal - o DL n.º 375/2007, de 8 de novembro, assim como na primeira redação da

⁴¹ Pode, por exemplo, ser uma obrigação de prestação acessória, possível nas SQ e nas SA.

⁴² A Lei n.º 18/2015 de 4 de março resultou da transposição parcial das Diretivas n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho (DGFIA) e a n.º 2013/14/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio e é regulamentada pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015, de 3 de novembro.

⁴³ Os investidores institucionais organizam-se sob a forma de SA ou de fundos. Ora, estas estruturas são naturalmente mais complexas na sua organização e funcionamento que as sociedades por quotas unipessoais por meio das quais os BA se organizam. Acresce a isso o facto de a referida Lei n.º 18/2015, de 4 de março, para o exercício da atividade de capital de risco, estabelecer, quanto àqueles, mais condições.

⁴⁴ Concretamente, ao recebimento dos lucros que forem distribuíveis.

⁴⁵ Para efeitos fiscais, o conceito de mais-valias consta do art. 46.º do Código de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas.

⁴⁶ Até porque também os fundos de capital de risco têm uma duração limitada (cfr. 38.º, n.º 1 da mencionada Lei n.º 18/2015, de 4 de março).

⁴⁷ O período médio máximo de 7 anos é referido pelo IAPMEI (cfr. IAPMEI, I.P. - Agência para a Competitividade e Inovação, [Consult. 2020-04-15]. Disponível em WWW:URL:<https://www.iapmei.pt/Paginas/Capital-de-Risco.aspx>).

referida Lei n.º 18/2015, de 4 de março, impunha-se uma *duração limitada* a estes investimentos que não podiam exceder o período máximo, seguido ou interpolado, de 10 anos⁴⁸. Todavia, na sua redação atual, a Lei n.º 18/2005 de 4 março não define qualquer prazo para este efeito.

Nesta medida, os investidores de capital de risco procuram, desde início, definir os termos do seu “desinvestimento”, o que fazem através de contratos complementares ao contrato de investimento⁴⁹, nos quais se consagram as opções de alienação da sua participação social, quer por decurso do tempo estipulado para o investimento quer estrategicamente, como plano de saída antecipada quando seja financeiramente vantajoso, para potenciar ganhos, ou financeiramente necessário, para contenção de perdas. Referimo-nos aqui aos acordos parassociais que versam sobre a transmissão de participações sociais, nos quais o investidor acorda com os sócios a futura venda das suas ações aos sócios primitivos a outro(s) investidor(es) ou em mercado regulamentado através de oferta pública inicial.⁵⁰ Pretende-se com este tipo de cláusulas atenuar os riscos associados a este tipo de investimento.

O “risco” advém do facto de estes investidores, ainda que com as diligências prévias à decisão de contratar puderem perder a totalidade do seu investimento, isto é, o de, pelo menos⁵¹, perderem o valor que efetivamente pagaram pela aquisição da participação social no caso de a sociedade comercial não ser bem sucedida⁵². Com a menção a diligências prévias referimo-nos aos atos preparatórios que têm lugar na fase pré-contratual e que se destinam a preparar o investimento⁵³. Bem sabemos que, genericamente, durante a fase de negociação, não há,

⁴⁸ Podia ser excecionalmente renovado se assim fosse autorizado pela CMVM.

⁴⁹ Cfr. ANTUNES, José Engrácia - *Direito dos contratos comerciais*. Coimbra : Almedina, 2017, p. 106.

⁵⁰ Através de mecanismos de *buy back*, *tag along*, *drag along*, *put option*, entre outros. Para maior desenvolvimento e o relacionamento deste tema com o dos conflitos no governo societário, veja-se Sequeira, Manuel - *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*. In *Revista de Direito das Sociedades*, ano X, n.º 4 (2018) – pp. 800 e ss. [Consult. 2020-09-15]. Disponível em [WWW.<URL: http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-x-4>](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-x-4)

⁵¹ Podem também perder eventuais pagamentos de prestações acessórias onerosas ou de suprimentos que tenham feito.

⁵² Sem prejuízo de os sócios assumirem pessoalmente a responsabilidade por obrigações da sociedade e do instituto da desconsideração da personalidade coletiva, é este o limite da responsabilidade dos sócios nas sociedades de capitais.

⁵³ O período negocial pode estender-se, nalguns casos, durante meses ou até anos, a envolver numerosos atos preparatórios de natureza material (v.g. reuniões; estudos; orçamentos; viagens) e de natureza jurídica (v.g. minutas; atas de reunião; correspondências). Habitualmente, ocorre também a formalização de acordos pré-contratuais de carácter preliminar, instrumental ou complementar relativo ao contrato mercantil principal, como salientado por: ANTUNES, José Engrácia - *Direito dos contratos comerciais*. Coimbra : Almedina, 2017, pp. 94 e ss.

ressalvadas as regras gerais da boa fé negocial⁵⁴, um dever legal de informação, pelo que cada uma das partes tem o ónus de se informar dos aspetos necessários ou pertinentes à contratação⁵⁵. Porém, atenta à *complexidade dos interesses em jogo, da crescente internacionalização e plurilocalização das partes contratantes e da própria magnitude económica dos bens e serviços negociados*⁵⁶, de entre aqueles atos preparatórios, podem incluir-se a realização de auditorias financeiras e jurídicas à sociedade por forma a diminuir a assimetria informativa existente entre as partes e, bem assim, o risco do investimento.

Os diferentes momentos e fins do investimento na sociedade comercial, se num estágio inicial desta e para desenvolvimento ou se num estágio mais desenvolvido e para reestruturação societária, é o que motiva a doutrina anglo-saxónica a diferenciar, naquele e neste caso, entre, respetivamente, *venture capital* e *private equity*.⁵⁷ Porém, entre nós, estas duas vertentes estão conjunta e indistintamente albergadas sob o conceito geral de capital de risco, encontrando-se, portanto, ambas as vertentes reguladas pela mencionada Lei n.º 18/2005 de 4 de março. No desenvolvimento da atividade de capital de risco que temos vindo a observar em Portugal, assume especial relevância a vertente de *private equity*, ainda que a de *venture capital* tenha vindo a ganhar maior relevo nos últimos anos⁵⁸.

Consubstanciando uma alteração ao contrato de sociedade, o aumento de capital social, para além das normas especiais de cada tipo de sociedade comercial, encontra-se sujeito ao regime dos arts. 85.º a 93.º. A partir da entrada em vigor do DL n.º 76-A/2006, de 29 de março, que alterou vários preceitos do CSC e do Código do Registo Comercial, deixou de ser obrigatória a sua concretização através de escritura pública outorgada perante notário e o seu registo⁵⁹ na Conservatória de Registo Comercial onde se encontrava matriculada a sociedade. Hoje, basta a fotocópia certificada da ata da assembleia geral em que se aprovou o aumento de capital social (art. 85.º, n.º 3), podendo o seu registo ser requerido e feito em qualquer

⁵⁴ **Cartas de intenção**

⁵⁵ Antunes, José Engrácia - *Direito dos contratos comerciais*. Coimbra : Almedina, 2017, pp. 93 e ss.

⁵⁶ *Ibidem*, p. 94.

⁵⁷ Oliveira, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2017, pp. 71 e ss.

⁵⁸ Assim nos demonstra o Relatório da CMVM de 2018 sobre a atividade de capital de risco em Portugal. Cfr. Comissão de Mercado de Valores Mobiliários - *Relatório sobre a atividade de capital de risco - 2018*, p. 20 [Consult. 2020-09-15] Disponível em WWW.<URL:http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg>

⁵⁹ Sendo o aumento de capital social um ato cuja inscrição no registo comercial, por transcrição, é, por forma a surtir efeitos perante terceiros, obrigatória conforme o disposto na al. r) do n.º 1 do art. 3.º do Código do Registo Comercial, aprovado pelo DECRETO-LEI N.º 403/86. D.R. I. série. 278 (86-12-03).

Conservatória do Registo Comercial e, inclusive, *online*. A admissão e negociação de ações em mercado regulamentado⁶⁰, pressupõe que sejam também respeitados os preceitos do CVM, dos quais decorre outras formalidades e obrigações, das quais se salienta a exigente obrigação de prestação de informação; e tem, por outro lado, outros custos fixos associados (desde comissões a intermediadores, taxas, emolumentos...).

A subscrição de participações sociais por investidores de capital de risco nem sempre se mostra apelativa para os sócios-fundadores por tal implicar a diminuição da sua participação social e, bem assim, do seu *status soccii*. Sendo que o sócio fundador (no qual se inclui o empreendedor) não estará preocupado com a diminuição da proporção do seu direito aos lucros na startup, mas sim com o relevo da posição societária que aqueles investidores irão adquirir e, bem assim, preocupado com o surgimento de eventuais divergências quanto a decisões relativas à sociedade comercial⁶¹.

2.2.Capitalização através de capital alheio

Como já referido, os capitais alheios consistem, grosso modo, na contração de dívida por parte da sociedade.

Os sócios podem ser credores da sociedade quando realizem a seu favor prestações acessórias onerosas⁶², prestações suplementares (na medida em que a sua restituição seja possível), suprimentos⁶³ ou quando sejam titulares de um crédito sobre aquela de outra natureza. São todos contabilisticamente considerados como passivo da sociedade, mas apresentam regimes legais de reembolso diferentes e, em caso de insolvência, são sempre dívida subordinada, na medida em que, nos termos do disposto nos arts. 48.º, 49.º e 177.º do CIRE, são pagos depois dos demais credores (não subordinados) da massa insolvente. Como os montantes a este título disponibilizados à startup pelos sócios podem não ser capazes de fazer face às suas necessidades de financiamento e, uma vez que, como já vimos, inexistente um dever

⁶⁰ “Mercado” aqui referido em *lato sensu*, de forma a abranger os vários locais autorizados para transacionar valores mobiliários: sistemas de negociação centralizada, internalização sistemática e mercados regulamentados (cfr. art. 198.º CVM). Sendo que, de ora em diante, sempre que utilizar a expressão “mercado regulamentado” deverá a mesma ser entendida desta forma.

⁶¹ Veja-se quanto a esta temática: RIBEIRO, Maria de Fátima - *O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário*. In Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa 2015.

⁶² Cfr. Art. 209.º.

⁶³ Cfr. Arts. 243.º e ss.

geral dos sócios de capitalizarem a sociedade (cfr. nota de rodapé n.º 16) não lhes dedicaremos mais atenção.

Por outro lado, a sociedade pode contrair dívida junto de instituições financeiras e de crédito, como bancos e, nesse caso, optar pelo comum mútuo bancário ou outros tipos de crédito, como *overdrafts* (descobertos em conta), *leasing*, *confirming*; *factoring*⁶⁴; como pode ainda emitir títulos representativos de dívida a investidores ou ao público em geral.

Tendo a startup sido recentemente constituída ou encontrando-se estabelecida no mercado há pouco tempo, ser-lhe-á difícil, devido ao risco alto de incumprimento (associado, entre outros, à inexistência de fluxos de caixa e de ativo tangível passível de ser dado como garantia), aceder a elevados montantes de capital através de financiamento bancário⁶⁵. Por parte destes credores, há “reticência” em disponibilizar tais montantes, dado que inexistem ainda historial no mercado e dados financeiros bastantes que permitam assegurar, com alguma segurança quanto ao seu retorno, a decisão de concessão de crédito. Essa “reticência” agudizou-se depois da crise financeira *Subprime* de 2007 e 2008⁶⁶, tendo, desde então, vindo a ser impostos aos bancos⁶⁷ a observância de rácios de solvabilidade mais exigentes para a adequação do seu capital próprio. Por conseguinte, a obtenção de crédito bancário pode estar dependente da prestação de garantias⁶⁸ e da cobrança de taxas de juro altas. Além disso, são liquidadas pelos bancos outras quantias a título de despesas e comissões, quantias essas que decorrem normalmente das condições (cláusulas) gerais do tipo de crédito contratado, mas cujos termos da cobrança nem sempre são esclarecidos de antemão à sociedade, pelo que, *a final*, o custo total do crédito pode revelar-se superior ao expectável⁶⁹. Também nesta sede há uma fase pré-

⁶⁴ Para uma análise destes e outros contratos de crédito, veja-se, entre outros, VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *Direito bancário*. 2ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. (Manuais universitários), pp. 163 e ss.

⁶⁵ Cfr. SANTOS, João Vieira dos – *Aspetos Jurídicos das Startups*. In Revista da Ordem dos Advogados, ano 77, vol. I/II (2017) – pp. 241-279. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL:https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf>](https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf) e POLLMAN, Elizabeth, *op. cit.* 170.

⁶⁶ Sobre a origem e desenvolvimento desta crise, cfr. CÂMARA, Paulo - *Manual de direito dos valores mobiliários*. 4ª ed. . Coimbra : Almedina, 2018, pp. 131 e ss.

⁶⁷ Para maior desenvolvimento acerca deste tema, veja-se MENESES, Álvaro Silveira - *E (quase) tudo a crise levou: Basileia III aproveita os ensinamentos que ficaram?*, in Revista de Direito das Sociedades, VI, 3-4, Coimbra: Almedina (2014), p. 793-807. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL: http://www.concorrenca.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista_CR/Documents/Revista%20C_R%2029.pdf >](http://www.concorrenca.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista_CR/Documents/Revista%20C_R%2029.pdf)

⁶⁸ Para um estudo acerca dos diferentes tipos e instrumentos de garantias das obrigações, veja-se VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *Direito das garantias*. 3ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019, pp. 79 e ss.

⁶⁹ Acerca da temática das cláusulas contratuais gerais no direito bancário, veja-se CORDEIRO, António Menezes - *Direito bancário*. 6ª ed. rev. atualizada . Coimbra : Almedina, 2016, pp. 490 e ss.

contratual, na qual se negociam e decidem as condições do crédito a conceder e, bem assim, também podem ser efetuadas avaliações de risco de crédito⁷⁰.

Dos títulos representativos de dívida de uma sociedade comercial, são mais comuns as obrigações. Genericamente, podem emitir obrigações, nos termos do art. 348.º, as SA e também as SQ de acordo com o DL n.º 160/87 de 3 de abril, que veio esclarecer as dúvidas que existiam a este propósito⁷¹. A deliberação de emissão de obrigações compete aos sócios, apesar de o contrato de sociedade poder autorizar que ela seja deliberada pelo conselho de administração (cfr. 350.º, n.º 1). Atualmente, existem várias modalidades de obrigações com características especiais, de que são exemplo as identificadas no art. 360.º, distinguindo-se as mesmas entre si, porquanto podem ter ou não ter “cupão” e, se sim, a uma taxa fixa ou variável; prever o direito a prémio de emissão; ter diferentes maturidades; estarem combinadas com outros valores mobiliários ou instrumentos derivados financeiros ou terem ou não terem garantias associadas⁷². Devido à diversidade das suas modalidades e ao facto de o risco ser compartilhado entre os vários subscritores, que, numa mesma emissão, detêm iguais direitos de crédito sobre a sociedade emitente, as obrigações são um instrumento frequentemente utilizado para financiamento e investimento. Como valores mobiliários, podem ainda ser admitidas e negociadas em mercado regulamentado, o que, por sua vez, acarreta a observância e o cumprimento de outras formalidades e deveres, nomeadamente informativos (de que é exemplo a apresentação de prospeto) e tem, por outro lado, como já referido em cima, custos fixos associados (desde comissões a intermediadores, taxas, emolumentos...).

2.3.Capitalização através de instrumentos híbridos financeiros (breve referência):

⁷⁰ Cfr. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2017, p. 125 Com estes credores institucionais (ditos “fortes”) e por forma a melhor acautelar os seus interesses, tem vindo a revelar-se comum, nos contratos de concessão de crédito, o estabelecimento de cláusulas que proíbem ou impõem, de um ponto de vista jurídico e/ou financeiro, à mutuária a observância de determinados comportamentos (*convenants*) e *cláusulas de garantia ou segurança*. Para desenvolvimento da temática do primeiro tipo de cláusulas referidas, veja-se VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *Direito bancário*. 2ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. (Manuais universitários) – pp. 191 e ss. Quanto ao segundo tipo de cláusulas de que falámos: VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *Direito das garantias*. 3ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019 – pp. 691 e ss.

⁷¹ Há outras entidades autorizadas a emitir obrigações, de entre as quais as sociedades em comandita por ações (cfr. art. 478.º), mas, como já referimos, focar-nos-emos apenas nas SA e SQ, por serem os tipos societários mais representativos em Portugal, como comumente se sabe.

⁷² Quanto às modalidades de obrigações existentes, veja-se, entre outros, ANTUNES, José Engrácia – *Os instrumentos financeiros*. 4.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2020, pp. 147 e ss.

Existem também mecanismos de financiamento, designadamente os instrumentos híbridos⁷³, que reúnem em si características tanto de capital próprio como de capital alheio, conferindo, nessa medida, flexibilidade financeira à estrutura de capitais de uma sociedade comercial⁷⁴.

São produto da autonomia privada, pelo que não há um elenco taxativo, mas, da prática dos mercados financeiros, tem sido possível identificar os seguintes exemplos destes instrumentos financeiros⁷⁵: as ações preferenciais sem voto; *tracking stock*; obrigações convertíveis; obrigações com *warrant*, obrigações perpétuas; obrigações ou empréstimos subordinados; obrigações ou empréstimos participantes; empréstimos *payment in kind*; valores mobiliários condicional e obrigatoriamente convertíveis e valores mobiliários condicionados por eventos de crédito (*credit linked notes*).

Uma vez que o SAFE - ao qual dedicaremos a segunda parte deste trabalho – é apresentado como sendo-lhes uma alternativa⁷⁶, iremos brevemente abordar alguns dos instrumentos financeiros híbridos que, com ele, mais se assemelham⁷⁷:

- Obrigações convertíveis: São obrigações representativas de direitos de crédito sobre a sociedade emitente que conferem o direito, a esta⁷⁸ ou ao titular, de optar entre o reembolso do valor nominal da obrigação e a sua conversão em ações da sociedade emitente (cfr. arts. 360.º, n.º 1, al. c) e 365.º).
- Obrigações contingentemente convertíveis⁷⁹ (“CoCos”): neste tipo de obrigações, a conversão em ações representativas do capital social da emitente não está dependente de

⁷³ Também chamado de financiamento *mezzanine*. Cfr. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2017, p. 151.

⁷⁴ São instrumentos financeiros interessantes para as instituições bancárias que, obrigadas a observar certos rácios de solvabilidade, conseguem, através deles, absorver perdas. Apresentam, além disso, vantagens fiscais.

⁷⁵ Para um estudo acerca destes e outros instrumentos financeiros, cfr. ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pp. 120 e ss.

⁷⁶ Cfr. COYLE, John F. e GREEN, Joseph - *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts*. 103 Minnesota Law Review Headnotes 42 (2018), UNC Legal Studies Research Paper, pp. 103-104. [Consult. 2020-15-03]. Disponível em: [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=3230352>](http://www.ssrn.com/abstract=3230352)

⁷⁷ Diferentemente do que sucede com as obrigações simples, estes instrumentos financeiros não podem ser emitidos por SQ, dado que, por força do disposto no n.º 7 do art. 219.º, não podem ser emitidos títulos representativos de quotas.

⁷⁸ São as denominadas *reverse convertibles* que o art. 360.º, n.º 2, al. b) faz sujeitar ao regime das obrigações. São objeto de regulação especial no Regulamento n.º 15/2002 da CMVM.

⁷⁹ Cfr. ANTUNES, José Engrácia - *Os valores mobiliários : conceito, espécies e regime jurídico*. In Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto - A. 5 – 2008 - p. 140. [Consult. 2020-06-13]. Disponível em: [WWW.<URL:https://sigarra.up.pt/fdup/pt/web_gessi_docs.download_file?p_name=F755746337/A.5%20%282008%29%20p.87-142.pdf>](http://www.sigarra.up.pt/fdup/pt/web_gessi_docs.download_file?p_name=F755746337/A.5%20%282008%29%20p.87-142.pdf). Acerca da importância dos “CoCos” na recapitalização bancária, veja-se: PINTO,

um ato de vontade, mas sim da ocorrência de uma condição, i.e., da ocorrência de um evento, de verificação futura e incerta, previamente acordado (o evento de contingência). O(s) evento(s) acordado(s) é (são) usualmente um rácio contabilístico, um critério de mercado ou, no caso de instituições bancárias, uma decisão da entidade supervisora.

- Obrigações obrigatoriamente convertíveis: a conversão ocorre em termos necessários, i.e., na data de vencimento, a sociedade emitente terá, como forma de reembolso, de entregar ações ao subscritor, nos termos fixados na deliberação de emissão (o aumento de capital ocorre, portanto, em termos diferidos) (cfr. art. 360.º, n.º 2, al. b).
- Obrigações com *warrant*: a este tipo obrigações é associado um direito independente de subscrição de ações (cfr. art. 372.º-A e 373.º-B), ou seja, exercido o direito de subscrição nos termos fixados aquando da emissão, designadamente em determinada data e por um certo valor, o subscritor mantém a sua qualidade de obrigacionista, mas passa a ser igualmente acionista da emitente.

Estas modalidades de obrigações têm em comum o facto de serem valores mobiliários, pelo que, como tal, as condições oferecidas para uma dada emissão (prazo de maturidade, taxa e periodicidade de juros, preço e prazo para solicitar a conversão, entre outros), são, desde logo, determinadas aquando da deliberação de emissão, sendo as mesmas iguais para todos os que as subscrevam nessa emissão; e podem, além disso, ser admitidas e negociadas em mercado regulamentado.

Sem prejuízo de regulação autónoma e especial em Regulamento da CMVM, são-lhes aplicáveis, nos termos gerais, as disposições do CSC relativas às obrigações e obrigações convertíveis.

2.4.Estrutura de capital de uma startup em função das fases do seu ciclo de vida

Concretamente quanto ao paradigma das startups, podemos dizer, de uma forma genérica, que a estrutura financeira se vai complicando no avançar do seu ciclo de vida em função do

Alexandre Mota - Os «Cocos» e a Recapitalização do Sistema Bancário Português. In Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 32 (2012) - p. 117-119. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em WWW.<URL: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277>>.

recurso a formas e montantes de financiamento, respetivamente, mais diversificados e elevados⁸⁰.

Nas fases pre *seed* e *seed*, antes de a startup se organizar sob a forma de sociedade comercial, os empreendedores recorrem a poupanças e expedientes próprios (*bootstrapping*); a amigos, família e colegas (“3 F’s: friends, family and fools”)⁸¹; aos recursos, serviços e apoios

⁸⁰ Cfr. POLLMAN, Elizabeth, *op. cit.* 165.

Também com vista a colmatar esta lacuna de acesso ao financiamento, têm sido lançados apoios e incentivos públicos de origem estadual e/ou comunitária. O interesse estadual nas startups, além de fundamentado no art. 86.º da Constituição da República Portuguesa, reside no facto de estas atraírem investimento externo e de, como PME, serem representativas de grande parte do tecido empresarial português e, por conseguinte, de contribuírem para a criação e manutenção de muitos postos de trabalho. Acresce ao estadual, o interesse comunitário de desenvolvimento do mercado interno e promoção da liberdade de circulação (de pessoas, serviços e capitais), da coesão económica e social e da cooperação transfronteiriça, desideratos estes instituídos no direito primário da União Europeia. Com especial relevância para as startups, é consagrado no art. 179.º do Tratado de Funcionamento da União Europeia que *a União tem por objetivo reforçar as suas bases científicas e tecnológicas, através da realização de um espaço europeu de investigação no qual os investigadores, os conhecimentos científicos e as tecnologias circulem livremente, fomentar o desenvolvimento da sua competitividade, incluindo a da sua indústria, bem como promover as ações de investigação consideradas necessárias ao abrigo de outros capítulos dos Tratados*. Neste âmbito, a União Europeia, através do seu direito derivado, tem vindo: a densificar regras para eliminação dos obstáculos à concorrência (Direito da Concorrência) e para impulsionamento do mercado de capitais europeu; a criar programas para financiamento direto de empresas (como o Programa Horizonte 2020) e a conceder aos Estados-Membros fundos estruturais e de investimento. No quadro da nossa estratégia nacional para o empreendedorismo e desenvolvimento económico, esses fundos têm vindo a ser canalizados para programas de apoio como o COMPETE, o StartUP Visa e o StartUP Voucher. Os pedidos de estes e de outros apoios são geridos e tramitados pelo IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação, I.P., um instituto público ao qual foram atribuídas competências no plano da promoção e crescimento empresarial (cfr. art. 3.º do DL n.º 266/2012, de 28 de dezembro). Também a abertura de linhas de crédito bonificadas, concedidas por instituições bancárias em protocolo e com garantia de sociedades de garantia mútua, a micro e pequenas empresas constitui um incentivo. De igual forma, a instituição de benefícios fiscais, como a possibilidade de dedução por lucros retidos e reinvestidos, a redução de tributação das mais-valias resultantes da alienação de participações sociais em micro e pequenas empresas, o regime fiscal dos residentes não habituais, entre outros.

Por outro lado, a participação pública (indireta) em incubadoras e fundos de capital de risco, este último através da gestão pela *Portugal Ventures*, uma sociedade de capital de risco com capital público.

Por último e de forma indireta, a própria simplificação legislativa no que concerne, por exemplo, ao procedimento para aumento de capital social (v.g. “desnecessidade” de escritura pública, facilitação do processo de registo, entre outros). Acerca dos incentivos públicos, veja-se SANTOS, João Vieira dos – *Aspetos Jurídicos das Startups*, pp. 263 e ss. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em WWW.<URL:https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf

Para uma súmula acerca dos incentivos fiscais vigentes: [https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/apoio_contribuinte/Folhetos_informativos/Documents/Folheto Investime nto em Portugal.pdf](https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/apoio_contribuinte/Folhetos_informativos/Documents/Folheto_Investime nto em Portugal.pdf)

⁸¹ Cfr. Cfr. POLLMAN, Elizabeth, *op. cit.*, p. 165, p. 171.

disponibilizados por *fablabs*, *coworking spaces*, incubadoras⁸² e aceleradoras⁸³ e, inclusive, a *crowdfunding*⁸⁴ para obterem financiamento.

Nas fases *seed* e da *start-up*, quando a sociedade comercial foi já constituída, para além dos meios e recursos acima mencionados, a startup pode também vir a receber financiamento dos denominados *Business Angels*. Estes são definidos pela associação portuguesa *Business Angels Club* como: “investidores individuais⁸⁵ que investem, directamente ou através de sociedades veículo, no capital de empresas com potencial de crescimento e valorização”. Além do investimento monetário, aportam também aos projectos empresariais conhecimentos técnicos ou de gestão bem como redes de contactos”⁸⁶, motivo pelo qual representam o chamado *smart money*. Investem, concretamente, através de subscrição de obrigações (sobretudo, convertíveis) e de participação social. Pelo facto de, para eles, o investimento não ser só uma forma de maximizar o retorno financeiro, mas ser também um projeto pessoal (razão pela qual têm uma atitude *hands-on*, como demonstrado na citação *supra*), são mais propícios a investirem em estádios iniciais da startup, em que há maior risco por, como já se disse, a mesma se encontrar estabelecida há pouco tempo no mercado. Não só acrescentam valor à startup, como, através deles, também se conseguem montantes de financiamentos que, atenta a fase inicial em que tendencialmente investem, não se conseguiriam obter de outra forma, nomeadamente com outros investidores ou recurso à banca⁸⁷.

⁸² As incubadoras são, maioritariamente, associações de direito privado sem fins lucrativos que disponibilizam um conjunto de serviços básicos como espaço para instalação; acesso à internet e demais recursos; assistência na modelagem básica do negócio, na contabilidade, gestão financeira, técnicas de apresentação (*pitch*) e *marketing* e facilitam o acesso a parceiros estratégicos e a investidores, com os quais se encontram, muitas vezes, associados. Uma vez que numa só incubadora podem existir várias, as startups partilham entre si conhecimento, fomentando a inovação. Cfr. Ferrão, Sara - *Empreendedorismo e Empresas Startup: uma nova visão estratégica como motor da empregabilidade jovem*. In Boletim de Sociologia Militar, n.º 4, Centro de Psicologia Aplicada do Exército, Lisboa (2013) – p. 9-26. [Consult. 2020-04-24]. Disponível em: [WWW.<URL:http://labcom.ubi.pt/publicacoes/20140721846-bsm_4_2013.pdf>](http://labcom.ubi.pt/publicacoes/20140721846-bsm_4_2013.pdf)

⁸³ As aceleradoras têm um propósito diferente das incubadoras, pois pretendem dar um acompanhamento mais direcionado para o lançamento para o mercado, costumando escolher as startups que apoiam através de programas como *bootcamps*.

⁸⁴ Ou financiamento colaborativo, regulado pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto. São exemplos de plataformas digitais de *crowdfunding*: Novo Banco Crowdfunding, Pantreon, Kickstarter, Raize. O aumento destas plataformas e do seu uso é resultado do fenómeno da *sharing economy*. Veja-se, a este respeito, o seguinte artigo: COSTA, Mariana Fontes da - *Sharing economy : from B2C to P2P and back*. In *The sharing economy: legal problems of a permutations and combinations society* - 2019 - p. 14-32.

⁸⁵ Por força do disposto no art. 14.º da Lei n.º 18/2015 de 4 de março, estes investidores têm de constituir sob a forma de sociedades comerciais unipessoais por quotas.

⁸⁶ Business Angels Club, [Consult. 20-08-26]. Disponível em [WWW.URL:<http://www.businessangels.pt/club/cod_conduta_BAC.pdf>](http://www.businessangels.pt/club/cod_conduta_BAC.pdf)

⁸⁷ Sendo que o recurso ao mercado de capitais pode ainda não ser uma opção nesta fase.

Quando a startup se encontra já mais desenvolvida - na fase de expansão, podem aí intervir investidores institucionais, *maxime* sociedades e fundos de capital de risco. Investem mais tarde relativamente aos BA não só devido à sua capacidade para financiamento de montantes mais elevados, mas também porque, nessa altura, haverá expectavelmente menor risco e maior rendibilidade associados ao investimento. Este concretiza-se mediante a subscrição de obrigações (sobretudo, convertíveis) e de ações preferenciais nas rondas de emissão particulares que a startup leva a cabo durante esta fase⁸⁸. Nesta fase, também poderá a startup, caso assim o entenda, recorrer à banca para a contração de empréstimos, visto que, nesta fase, já existirão mais “garantias” que permitam aos bancos e a outras instituições financeiras conceder crédito.

Na fase de maturidade, tendo sido até aí bem sucedida e visionando-se ser ainda mais, a startup normalmente ambiciona ser vendida ou ser “cotada em bolsa”⁸⁹. Com a aquisição ou o recurso aos mercados regulamentados, expurgam-se da startup os sócios-investidores que participaram nas anteriores rondas de aumentos de capital e cujo objetivo sempre foi o de deter temporariamente participação social por forma a maximizar o seu valor para uma alienação futura – “desinvestindo”, deste modo⁹⁰. Tornar-se uma sociedade aberta é ainda uma forma de a startup aumentar liquidez e angariar montantes ainda mais altos de financiamento, mas também de simplificar a sua estrutura societária. Na verdade, continuar como sociedade fechada a realizar demais rondas de emissão de ações ou obrigações convertíveis, acarretaria problemas a nível de governo societário atenta a diversidade de sócios – fundadores, empresários e investidores – que existiriam simultaneamente na startup⁹¹. Sócios estes com, possivelmente, direitos diferentes e interesses desalinhados entre si e com os quais poderia ser difícil acordar os termos de futuros aumentos de capital e de outras decisões societárias⁹². Não obstante isso, o desenvolvimento do capital de risco tem vindo a provar que a cotação em “bolsa” não é o caminho óbvio para a startup, na medida em que, também daquela forma, podem ser obtidos elevados montantes de capital.

⁸⁸ Cfr. POLLMAN, Elizabeth, *Startup Governance*, *op. cit.*, 160. Claro que, emitindo obrigações convertíveis e ações preferenciais, a startup já tem de estar organizada sob a forma de SA.

⁸⁹ Cfr. *Ibidem*, p. 164.

⁹⁰ Cfr. *Ibidem*, p. 169.

⁹¹ Cfr. *Ibidem*, p. 162.

⁹² Acerca da categorização dos diferentes tipos de sócios e dos eventuais conflitos de interesses entre eles, veja-se RIBEIRO, Maria de Fátima - *O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário*. In Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa 2015, p. 500 e pp. 508- 534. Concretamente quanto às startups: *ibidem*, pp. 176 e ss.

A saída da startup dos mercados regulamentados tende a ocorrer através de aquisição tendente ao domínio total⁹³ ou da perda da qualidade de sociedade aberta, de acordo com, respetivamente, os arts. 194.º e 27.º do CVM⁹⁴, se as normas deste diploma forem as aplicáveis. De acordo com o art. 3.º do CVM, as suas normas são aplicáveis às situações, atividades e atos que tenham conexão relevante com o território português (o n.º 2 descreve, para estes efeitos, o que se deve entender ser esta conexão), pelo que, se outra for a lei aplicável, poderá esta prever outros ou diferentes mecanismos de saída dos mercados regulamentados.

Depois de chegado a este ponto, a startup poderá enfrentar um ponto crítico de inflexão (*turnaround*) na sua vida – normalmente, após 10 anos⁹⁵ – podendo aí necessitar de mais financiamento. Desta feita, o financiamento não se destina ao seu crescimento e desenvolvimento, mas à sua reestruturação e, eventualmente, recuperação económica. Nesta sede, intervêm investidores institucionais, designadamente outro tipo de sociedades e fundos de capital de risco, direcionados para este tipo de investimentos que são também de risco, desta feita por a sociedade visada, apesar de mais desenvolvida e completamente estabelecida no mercado, se poder encontrar numa situação económica e financeira débil.

CAPÍTULO II – Acordos Simples para Aquisição Futura de Participação Social

1. Origem

O *SAFE* é acrónimo para *Simple Agreement for Future Equity*⁹⁶ - Acordo Simples para a Aquisição Futura de Participação Social - e foi criado em 2013, no *Y Combinator*, uma aceleradora de startups sediada em Silicon Valley (o berçário e sede de muitas startups de renome e dimensão internacional) no Estado da Califórnia, nos EUA, como uma alternativa rápida, simples e pouco dispendiosa de as startups obterem financiamento na sua fase *early stage*⁹⁷.

⁹³Cfr. art. 490.º.

⁹⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2017, p. 97-98.

⁹⁵ Cfr. POLLMAN, Elizabeth, *Startup Governance*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019., Loyola Law School, Los Angeles Legal Studies Research Paper No. 2019-18, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06, pp. 157. [Consult. 2020-04-24]. Disponível em: [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=3352203>](https://ssrn.com/abstract=3352203)

⁹⁶ Minuta disponível em: <https://www.ycombinator.com/documents/>

⁹⁷ GREEN, Joseph e COYLE, John F. - *Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE* . 102 Virginia Law Review Online 168 (2016), UNC Legal Studies Research Paper No. 2830213, p. 171. [Consult.: 2020-16-03] Disponível em WWW.<URL:<https://ssrn.com/abstract=2830213>> e COYLE, John F. e GREEN, Joseph - The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts (August 13, 2018). 103 Minnesota Law Review

De um modo genérico, é um contrato celebrado entre o investidor e a startup, cujos efeitos dependem da ocorrência de eventos “da vida” da startup aí determinados, sendo que as obrigações que daí decorrem para a startup diferem entre si consoante o evento que ocorra. No SAFE, estipulam-se e definem-se o que se consideram ser os *trigger events*, assim como se concretizam em que termos será devido o reembolso do investimento ou o direito a subscrição de participação na startup. A verificação única e primeira de qualquer um daqueles eventos faz caducar⁹⁸ a vigência do SAFE.

A utilização do SAFE vulgarizou-se em Silicon Valley com a padronização deste tipo de investimento através da disponibilização destes contratos-formulários, nos quais somente variam os valores da *valuation cap* e *discount rate* que são individualmente negociados entre a startup e o concreto investidor, normalmente os acima estudados BA.

Não obstante se ter constatado virem a ser usadas outras variantes do SAFE⁹⁹, iremos centrar o nosso estudo no modelo originário do SAFE e nas suas cláusulas típicas.

2. Cláusulas típicas:

2.1. *Triggers events*

2.1.1. Obtenção de financiamento através da emissão de ações (*equity financing*)

Mostra-se importante enquadrar, primeiro, que, no Estado da Califórnia, onde se remonta a origem do SAFE, não há imposição legal de capital social mínimo ou, melhor dizendo, não há imposição legal geral de estabelecimento de um capital social mínimo e de valor nominal da participação social, que, na *corporation*, o tipo societário mais adotado nos EUA (o equivalente cá às SA), se divide em ações¹⁰⁰.

Não é qualquer emissão de ações que é capaz de despoletar a produção de efeitos do SAFE. Usualmente, é acordado que o preço total das ações a emitir (o *issued share capital*) é de um certo valor, valor esse normalmente situado entre 2 a 15 milhões de dólares (tendo por

Headnotes 42 (2018), UNC Legal Studies Research Paper, p. 105. [Consult. 2020-15-03]. Disponível em: [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=3230352>](http://www.ssrn.com/abstract=3230352)

⁹⁸ Caducidade como modo de extinção dos negócios jurídicos e não como um modo de extinção de um direito pelo não exercício durante certo prazo.

⁹⁹ Atualmente, há um novo: KISS - *Keep It Simple Security*. Veja-se o seguinte artigo acerca do SAFE e do KISS: COYLE, John F. e GREEN, Joseph - *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts*. 103 Minnesota Law Review Headnotes 42 (2018), UNC Legal Studies Research Paper. [Consult. 2020-15-03]. Disponível em: [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=3230352>](http://www.ssrn.com/abstract=3230352)

¹⁰⁰ Cfr. *California Corporation Code*, title 1.

referência o paradigma dos investimentos feitos nos EUA), correspondente aos montantes usualmente conseguidos pela startup em rondas de financiamento da série A; e que, além disso, serão emitidas ações preferenciais.

Assim, numa emissão nestes termos, ao investidor deverá ser-lhe, por conseguinte, atribuído o número de ações preferenciais que resulte da divisão entre o montante que o mesmo investiu e o “preço pelo SAFE”¹⁰¹. Este corresponderá, por sua vez, ou ao *safe price* ou ao *discount price*, consoante a fórmula da qual resulte maior número de ações a atribuir ao investidor.

Por outro lado, o investidor obrigar-se-á a todos os demais termos acordados e relacionados com a emissão das demais ações preferenciais, à exceção de quaisquer cláusulas de *drag-along*¹⁰², limitações à responsabilidade da startup ou obrigações de indemnização a cargo do investidor.

2.1.2. “Liquidação” (*liquidity event*)

Prevê o SAFE que se integram neste *trigger event* a *change of control* ou a *initial public offer*, i.e., as operações das quais decorre uma alteração significativa na estrutura de controlo societária e se transmite indiretamente a empresa^{103 104}. Consideramos ser aqui de enquadrar, nomeadamente, as fusões, aquisições, os *managements buy-in* e *buy-out* ou a oferta pública inicial (*initial public offer*, por meio da qual a startup emite em massa, com o objetivo de subscrição pelo público em geral, as suas ações).

O investidor poderá optar, assim, entre receber o montante do seu investimento ou ser-lhe atribuído o número de ações que resultar do cálculo da divisão entre o montante do investimento

¹⁰¹ Designação que decidimos criar para aludir ao valor pelo qual o investidor adquirirá ações na startup, nos termos do SAFE. Usar “preço de conversão” não nos se afigurou correto, dado que, no SAFE, não se converte dívida em participação social.

¹⁰² Cfr. nota de rodapé n.º 50 que contém bibliografia a este respeito.

¹⁰³ Nas transmissões indiretas, o adquirente obtém a titularidade económica da empresa através da aquisição de uma posição de controlo sob o capital social e sob governo da sociedade titular da empresa que se pretende adquirir, apesar de não obter a titularidade jurídica (propriedade). Cfr. Antunes, José Engrácia – *A empresa como objeto de negócios: “Asset Deals Versus “Shares Deals”* In Revista da Ordem dos Advogados, vol. II/III, n.º 68 (2008), p. 715-793. [Consult. 2020-08-05]. Disponível em [WWW.<URL:https://portal.oa.pt/upl/%7B93b87892-4d63-4648-9016-fdcc362c9e3f%7D.pdf>](https://portal.oa.pt/upl/%7B93b87892-4d63-4648-9016-fdcc362c9e3f%7D.pdf).

Jorge Manuel Coutinho de Abreu refere que para a equivalência venda de participações sociais à venda de empresa é suficiente a aquisição de participações que proporcionem a maioria absoluta dos votos, não sendo exigível a aquisição na totalidade, pois só assim pode o sócio controlar algumas alterações estatutárias e reorganizações da sociedade (ABREU, Jorge Manuel Coutinho de - *Curso de direito comercial*. 6ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. -. Vol. II, p. 401, nota de rodapé n.º 419).

¹⁰⁴ Como não estamos em face da liquidação que o CSC prevê e regula nos seus arts. 146.º e ss, referir-nos-emos a este evento sempre com aspas.

e o “preço de liquidação”. Caso o investidor escolha o reembolso do seu investimento, o mesmo será devido pela startup imediatamente antes ou concorrentemente à concretização do evento. Se a startup não conseguir, por falta de capital próprio¹⁰⁵ disponível, ressarcir totalmente o investidor e os titulares de outros SAFEs vigentes (caso os mesmos existam), então deverão estes ser rateadamente pagos, com igual prioridade, com o capital próprio disponível de acordo com a proporção dos seus investimentos. O excedente não pago (de todos os investimentos por SAFEs vigentes), deverá, conseqüentemente, ser convertido em ações ordinárias, sendo o número de ações a atribuir calculado segundo a fórmula: montante do crédito não satisfeito/preço de liquidação.

2.1.3. Dissolução (*dissolution event*)

Indo a startup ser, voluntária ou involuntariamente, dissolvida, será devido ao investidor o montante do investimento, o qual deverá, antes de finalizada a dissolução, ser pago pela startup prioritariamente a qualquer pagamento a que os sócios tenham direito nessa qualidade. Se, antes da consumação da dissolução, o capital próprio da startup não for suficiente para reembolsar o investidor e os titulares de outros SAFEs vigentes, deverá, por conseguinte, o capital próprio disponível da startup ser-lhes distribuído, com igual prioridade e de forma rateada, de acordo com a proporção dos seus investimentos.

2.2. *Valuation Cap* e *Discount rate*

Correspondem a constantes fixas que, no cálculo do SAFE, fazem diminuir o valor do preço das ações a atribuir ao investidor. Recorde-se, no entanto, que apenas se atenderá ou à *valuation cap* ou ao *discount rate*, consoante aquele através do qual resulte mais ações a atribuir ao investidor.

O *valuation cap* é uma constante fixa da fórmula para cálculo do preço e número de ações a atribuir ao investidor e corresponde ao limite máximo de avaliação da startup que irá ser naqueles considerado.

A avaliação da startup é de máxima importância, porquanto, só emitindo as ações a um preço que se aproxime do seu valor venal, poder-se-á concretizar o aumento de capital. De outro modo, emitindo as ações a um preço superior ao que resultaria do mercado naquele

¹⁰⁵ Capital próprio aqui usado na aceção de situação líquida da sociedade.

momento, dificilmente haverá quem as subscreveva, caindo, deste modo, “por terra” a ronda de financiamento. Pelo contrário, emitir as ações a um preço mais baixo, ainda que disso resulte, permita-se a redundância, a subscrição completa das ações emitidas, trará prejuízo para a startup, na medida em que se adquirirão as ações a um preço inferior ao que elas valem.

Pretende o investidor, com isto, impedir que a participação social que venha a adquirir resulte diluída na eventualidade de a startup se ter, entretanto, valorizado para além daquele limite. Note-se que o investidor, até ao *trigger event* ao abrigo do qual se torne sócio, não deve ter qualquer ingerência na startup, pelo que se compreende que queira acautelar desta forma o seu (eventual) futuro *status socii* na startup.

O modelo originário do SAFE tinha por referente a avaliação da startup em momento anterior ao dos *triggers events* (*pre-money*), mas os novos modelos atendem, ao invés, à avaliação que resulta depois da ocorrência daqueles (*post money*), pelo que atendem, nomeadamente, ao valor das entradas que entra no património social após o aumento de capital.

Por outro lado, o *discount rate* (expresso em percentagem) representa o desconto que será aplicado ao valor das ações, de modo a que, pelo SAFE, as ações a atribuir ao investidor sejam subscritas a um menor preço. Pretende-se, com a previsão de *discount*, recompensar o investidor pelo risco de ter investido na startup numa fase ainda inicial da sua “vida”.

2.3.Direitos *pro rata* (*rights offering*)

Tipicamente, inserem-se no SAFE cláusulas através das quais se confere ao investidor o direito a subscrever, em futuras ofertas particulares de subscrição, as novas ações emitidas na proporção das ações já detidas. Compreende-se a limitação às ofertas particulares, já que, nas ofertas públicas, o investidor poderá livremente concorrer com o demais público à subscrição. Realce-se que, relativamente às ações que decida adquirir ao abrigo deste direito, o investidor já não poderá beneficiar do *valuation cap* ou *discount* acordados na SAFE.

Também este consiste num mecanismo que se destina a impedir a diluição da participação societária do investidor. Embora o modelo originário do SAFE permita o exercício deste direito na ronda de emissões de ações que despoleta a produção de efeitos, as novas variantes do SAFE,

conferem ao investidor o direito à subscrição na ronda seguinte de financiamento por emissão de ações¹⁰⁶.

3. Análise do SAFE à luz das normas e princípios jurídicos do ordenamento jurídico português

3.1. Natureza e regime jurídicos

Do já exposto se conclui que o SAFE, à primeira vista, se assemelha a alguns dos instrumentos híbridos que acima aludidos. Contudo, apresenta características diversas daqueles, pelo que urge primeiro perceber se estamos em face de um novo valor mobiliário.

No local da sua origem, os EUA, o SAFE não é um valor mobiliário. Com efeito, o SAFE não é perspectivado e usado como tal, pois não são, desde logo, cumpridos os requisitos prescritos para tal impostos no *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 (lei federal dos EUA) de registo da operação da emissão junto da U.S. *Securities and Exchange Commission* e de divulgação de informação¹⁰⁷. Além disso, o SAFE, como já referido, apresenta-se como uma alternativa aos valores mobiliários convertíveis, pretendendo a startup, através dele, manter a flexibilidade financeira que as características daqueles instrumentos lhe conferem, mas eximir-se à observância e aos custos daqueles procedimentos que, para ela, só oneram a captação de financiamento.

Entre nós, embora se suscitasse inicialmente dúvidas, é hoje consentâneo que o elenco de valores mobiliários que resulta do art. 1.º, n.º 1 do CVM não é taxativo e que inexistente um princípio de tipicidade legal¹⁰⁸. Assim, os agentes económicos detêm, atualmente, dentro dos limites legais, liberdade para criação de novos valores mobiliários. Considerar-se-ão como tal *os documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado* (al. g) do n.º 1 do art. 1.º do CVM)¹⁰⁹.

De facto, o SAFE pode obrigar ao reembolso da soma pecuniária investida ou à atribuição de participação social, mas não é, em si mesmo, um título que represente, desde logo, um

¹⁰⁶ As rondas B, C e D....

¹⁰⁷ *Securities Act* de 1933, secção 5.

¹⁰⁸ O DECRETO-LEI N.º 66/2004, D.R. I série. 71 (04-03-24) 1788-1794 eliminou as dúvidas que existiam a este respeito.

¹⁰⁹ ANTUNES, José Engrácia - *Os valores mobiliários : conceito, espécies e regime jurídico*. In Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto - A. 5 – 2008 - p. 87-142. [Consult. 2020-06-13]. Disponível em: [WWW.<URL:https://sigarra.up.pt/fdup/pt/web_gessi_docs.download_file?p_name=F755746337/A.5%20%282008%29%20p.87-142.pdf>](https://sigarra.up.pt/fdup/pt/web_gessi_docs.download_file?p_name=F755746337/A.5%20%282008%29%20p.87-142.pdf).

daqueles direitos - I.e., o investidor, com a celebração do SAFE, não terá imediatamente direito à restituição do montante investido ou a participação social na startup. Acresce que o SAFE não se destina à subscrição indistinta de terceiros, como o público em geral, ou a ser transacionado em mercado regulamentado, mas antes se destina a ser objeto da negociação e contratação individual da startup com um dado investidor (sem prejuízo da possibilidade de cessão da posição contratual, nos termos do disposto nos arts. 424.º e ss do CC). Aliás, quem decide investir através de SAFEs são, normalmente, investidores de capital de risco (principalmente BA), os quais, como já vimos, são propícios a realizarem investimentos mais arriscados, nomeadamente em estádios mais iniciais da vida startup. Por seu turno, são startups nas fases de *seed* e *early stage* que contratam por SAFE, as quais, precisamente, não pretendem ou não se encontram ainda em condições de recorrer ao mercado de capitais¹¹⁰.

Assim, temos de concluir que o SAFE se trata de um acordo entre as vontades do investidor e da startup, *rectius*, de um contrato cuja celebração e teor decorre do pleno exercício das suas autonomias privadas (cfr. art. 405.º do CC)¹¹¹.

Sendo um contrato, encontra-se, desde logo, sujeito aos requisitos gerais concernentes a todo e qualquer objeto negocial (cfr. art. 280.º e ss do CC), sendo o SAFE, quanto a este aspeto, válido. A obrigação que caberá à startup em resultado de se ter vinculado com o investidor através do SAFE resultará determinada aquando da ocorrência de um dos *triggers events* acordados, momento a partir do qual o SAFE também adquire eficácia. Com efeito, com a celebração do SAFE, o credor torna-se credor de uma dada prestação que só surgirá determinada aquando e dependendo do *trigger event* que ocorra.

São configurados como *triggers events*: o “aumento de capital social qualificado”¹¹², a “liquidação” e a dissolução. Como tivemos oportunidade de perceber no capítulo I deste

¹¹⁰ Como acima vimos, o recurso ao mercado de capitais implica, desde logo, a (i) observância do procedimento para a admissão e negociação dos valores mobiliários, (ii) custos fixos associados aos mercados e (iii) e uma elevada dispersão dos valores mobiliários emitidos.

¹¹¹ É assim que o SAFE também é perspetivado nos EUA.

¹¹² Em cima, aquando da análise individual de cada um dos *triggers events* previstos no SAFE, utilizamos a expressão “obtenção de financiamento através da emissão de ações”, uma vez que ainda não nos encontrávamos a analisar o SAFE da perspetiva da sua aplicação em Portugal. Como, entre nós, consagramos a figura do capital social em termos obrigatórios para as SA, usaremos, nesta parte do trabalho, a expressão “aumento de capital qualificado” para aludir ao aumento de capital social relevante para o SAFE, visto que a sua eficácia do SAFE não depende de todo e qualquer aumento de capital social, mas só daquele que cumpra os termos estipulados, sobretudo, quanto ao valor do aumento.

Como vimos na primeira parte deste trabalho, o aumento de capital social pode realizar-se, entre nós, mediante a realização de novas entradas ou mediante a incorporação de reservas. Atendendo ao propósito subjacente no SAFE

trabalho, todos estes eventos são amplamente representativos da vida (volátil) de uma startup, sendo, portanto, qualquer um deles provável de acontecer.

Em suma, a startup tem, para com o investidor, a obrigação principal de reembolsar o montante investido ou lhe atribuir participação social na startup. Quanto à primeira, não pensamos que existam muitas questões a colocar; já quanto à segunda, não podemos dizer o mesmo, como veremos.

Assim, o que faremos agora é perceber se o conteúdo do SAFE se coaduna com o teor das normas jurídicas aplicáveis no nosso ordenamento ao tipo societário das SA. Ainda que o seu uso em SQ não esteja liminarmente excluído¹¹³ pelo facto de o modelo do SAFE que analisámos estar preparado em função do tipo societário equivalente a, entre nós, às SA (nomeadamente, quanto às fórmulas para atribuição de ações), teremos de focar a nossa análise, de ora em diante, somente nestas.

3.2. Compatibilidade com as normas jurídico-societárias

As normas jurídico-societárias nacionais vigentes são, na sua maioria, reflexo do Direito da UE.

Concretamente através das suas diretivas, tem-se harmonizado os direitos nacionais dos Estados-Membros quanto a regras mínimas de matérias como a proteção dos interesses dos acionistas e dos seus direitos; a ofertas públicas de aquisição para as sociedades anónimas; a publicidade das sucursais; a fusões e cisões; a sociedades de responsabilidade limitada com um único sócio e a exigências de informação financeira, de contabilidade e de publicidade¹¹⁴.

de (cremos) o investidor querer participar no aumento de capital ao abrigo do qual a startup se financie, o aumento de capital qualificado será por novas entradas.

¹¹³ A SA encontra-se associada a formas mais complexas de financiamento e a montantes mais elevados devido à facilidade de dispersão, por emissão ou transmissão, das ações, motivo pelo qual também apresenta uma estrutura organizativa mais complexa, comparativamente com as SQ (veja-se a norma constante do art. 278.º que impõe que a fiscalização da SA seja levada a cabo ou por um Revisor Oficial de Contas ou por um Conselho Fiscal; ao passo que, nas SQ, a revisão legal por uma daquelas figuras só é imposta nos casos previstos no n.º 2 do art. 262.º).

¹¹⁴ Para informação acerca dos diplomas vigentes: Parlamento Europeu - *Fichas temáticas sobre a União Europeia, O Direito das Sociedades* [Consult. 2020-09-15] Disponível em [WWW.<URL:https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/35/o-direito-das-sociedades>](https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/35/o-direito-das-sociedades)

Acerca do tema de desenvolvimento do Direito Europeu das Sociedades, veja-se CORDEIRO, António Menezes, *Evolução do direito europeu das sociedades*. In Revista da Ordem dos Advogados, ano 66, n.º 1 (2006). [Consult. 2020-09-15]. Disponível em [WWW.<URL:https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-i-jan-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-evolucao-do-direito-europeu-das-sociedades/](https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-i-jan-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-evolucao-do-direito-europeu-das-sociedades/)

Assim, na medida em que estas nos são, ao abrigo dos princípios gerais da aplicabilidade direta e do primado, aplicáveis (ainda que mediatamente no caso das diretivas), o respeito pelas normas jurídico-societárias nacionais pressupõe o respeito pelas normas da UE.

3.3.Competência para a decisão de celebrar um SAFE

Nos EUA, a competência para um e outro tipo de financiamento cabe normalmente ao *board of directors*¹¹⁵.

Diferentemente, entre nós, a decisão acerca do financiamento societário mediante capitais próprios cabe, via de regra, aos sócios; ao passo que a decisão de financiamento através do recurso a capitais alheios compete, em princípio, ao órgão de administração. A esta “regra”, exceciona-se, porém, a emissão de obrigações (que, como vimos, são títulos representativos de dívida) e de outros valores mobiliários convertíveis ou com direito de subscrição¹¹⁶, cuja deliberação de emissão competirá aos sócios a menos que o contrato de sociedade autorize o órgão de administração a deliberar nesse sentido (cfr. arts. 350º, n.º 1 e 360.º, n.º 1, als. c) e d)). Esta solução propugnada pelo legislador, de atribuir a competência aos sócios justifica-se atendendo a que estamos em face de valores mobiliários e, portanto, a sua emissão deve ser rodeada de mais cautelas, não só para tutela dos próprios sócios da sociedade, como também para tutela dos terceiros subscritores(veja-se quanto a este ponto, por exemplo, as normas dos arts. 355.º e ss). Por outro lado, atendendo a que se trata de um “aumento de capital condicionado”, também se compreende que a competência seja dos sócios, já que a deliberação envolverá, pelo menos implicitamente, a deliberação acerca do aumento de capital social inerente à emissão daqueles valores mobiliários (motivo pelo qual a maioria necessária para a emissão há-de ser, pelo menos, a exigida para o aumento ordinário de capital)¹¹⁷.

Assim, pelo facto de o SAFE não ser um valor mobiliário convertível ou com direito de subscrição, a competência para a decisão da sua celebração integra-se, pois, no âmbito da competência atribuída ao órgão de administração das SA - de gestão (cfr. art. 405.º). Além disso, veja-se que, ao contrário do que sucede com os valores mobiliários convertíveis, a

¹¹⁵ Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 394.

¹¹⁶ O que será possível apenas nas SA, quer tenham caráter aberto ou fechado, desde a reforma do DECRETO-LEI N.º 76-A/2006. D.R. I série-A. 63 1º Suplemento (06-03-29). 2328(2-186).

¹¹⁷ Nos termos do art. 366.º, n.º 1. Sobre o “aumento de capital condicionado”, veja-se Domingues, Paulo de Tarso, *op. cit.*, pp. 414 e ss.

Não vemos impedimento a que no contrato de sociedade seja estipulada uma maioria mais exigente para a emissão de valores mobiliários convertíveis ou com direito de subscrição.

deliberação de decisão de celebração do SAFE não poderá contemplar a deliberação de aumento de capital. Tal conclusão só faria sentido porque, na sequência da “liquidação”, cabe ao investidor a escolha da obrigação da startup, podendo este optar entre o reembolso do montante investido ou a que lhe seja atribuído um determinado número de ações ordinárias (não nos referimos ao aumento de capital qualificado, porque este deverá ser autónoma e independentemente decidido e realizado pela startup, dando o investidor, no SAFE, à startup margem para isso)¹¹⁸. Neste caso, a obrigação da startup depende da ocorrência de “liquidação” e depende do exercício do direito de subscrição do investidor. Sucede que, à altura da contratação, a “liquidação” é um evento de realização tão “incerta” quanto o aumento de capital qualificado, desconhecendo-se qual o que acontecerá primeiro (e se). Acresce que, no momento de deliberação da celebração de um SAFE, não se verificariam os requisitos previstos no art. 87.º para a deliberação, ainda que implícita, de aumento de capital social, pois que, nesse momento, não seria ainda possível prever o montante do aumento de capital, o valor nominal ou de emissão e o número de ações a atribuir (veja-se que, para a liquidação, uma das variáveis da fórmula para cálculo do preço das ações a atribuir ao investidor depende da situação económica da startup aquando desse *trigger event*). Logo, mesmo quanto à “liquidação”, a decisão de celebração de um SAFE não poderá implicitamente abranger a deliberação de aumento de capital social, a qual sempre teria de ser casuisticamente feita; razão esta pela qual a competência para a decisão de celebração do SAFE se deverá manter no órgão de administração.

Bem sabemos que, a este respeito, podem surgir conflitos de agência entre o órgão de administração e os sócios, nomeadamente por poderem, por aquele, vir a ser descuidadamente celebrados outros SAFEs, que comprometam, por conseguinte, a posição dos então acionistas (desde logo, porque não pode ocorrer um aumento de capital qualificado sem que sejam atribuídas ações ao investidor)¹¹⁹. No entanto, cremos que, quanto àqueles conflitos, a ordem jurídica contempla mecanismos de tutela, nomeadamente¹²⁰.

¹¹⁸ De acordo com a interpretação que fazemos do SAFE, cremos que as ações ordinárias que devem ser atribuídas na sequência da “liquidação” podem ser emitidas numa operação de aumento de capital social para o efeito de cumprimento neste aspeto do SAFE ou pela venda de ações próprias da sociedade.

¹¹⁹ Num caso limite, pode suceder que o aumento de capital necessário ao cumprimento do SAFE, que foi celebrado pelo órgão de administração no âmbito da sua competência, não seja depois aprovado pelos sócios.

¹²⁰ Para maior desenvolvimento deste tema, veja-se, entre outros: OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de governo das sociedades*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2017. (Manuais universitários). ISBN 9789724068466.

Tomada aquela decisão, também caberá ao órgão de administração encetar todas as diligências tendentes e necessárias à celebração do SAFE, bem como representar a startup neste ato (cfr. arts. 259.º e 409.º n.º 1).

3.4. Obrigação de entrega de participação social

Como referido, dependendo do *trigger event*, a startup obriga-se a reembolsar o montante investido ou a atribuir participação social na startup. A obrigação de atribuir participação social decorre do aumento de capital qualificado ou da “liquidação”, neste caso, se o investidor assim o determinar. Ora, é precisamente quanto a esta obrigação que iremos, de seguida, apresentar as nossas preocupações.

Vejamos, o investidor não detém, desde logo, um direito de crédito sobre a startup. Logo, a atribuição de participação social ao investidor não se fará com a conversão de um direito de crédito¹²¹.

Pelo contrário, constituirá a entrada do investidor o montante por ele *ex ante* investido¹²², do qual, segundo a fórmula prevista no SAFE se aferirá do número de ações a lhe atribuir.

Quanto a este aspeto, a primeira questão que levantamos tem que ver com o facto de, ao aumento de capital que ocorra (por novas entradas em dinheiro) e, ao abrigo do qual sejam nos termos do SAFE atribuídas ações ao investidor, não haver, nesse momento, correspondência entre o montante de aumento de capital social (pela participação social do investidor que será imputada a capital social) e o património societário. Como já referido, de acordo com a lei e, bem assim, com o princípio da exata formação do capital social, o sócio tem a obrigação de entrar para a startup com bens suscetíveis de avaliação económica. Nos termos do art. 26.º, a sua entrada deverá ser realizada *até ao momento da celebração do contrato*, devendo-se entender, no caso de aumento de capital social, que a entrada deverá ser realizada até à emissão da declaração prevista no art. 88.^{o123}. Ora, no SAFE, devendo ser atribuídas ações ao investidor,

¹²¹ Se tal fosse o caso, aquando da conversão, o direito de crédito deveria ser objeto de verificação através de avaliação por Revisor Oficial de Contas independente, pois que estaríamos em face de uma entrada em espécie (cfr. art. 28). Recorde-se, a este respeito, que o art. 50.º, n.º 1 da Diretiva Codificadora dispensa a referida avaliação quando a entrada consiste num valor mobiliário (v.g., no caso das obrigações convertíveis)

¹²² Investindo com dinheiro, ficará este sujeito à inflação e deflação.

¹²³ A operação de aumento de capital social por novas entradas só se tem concluída aquando da emissão dessa declaração. Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 409.

a entrada deste será o montante por ele *ex ante* investido aquando da celebração¹²⁴. Deste modo, atendendo a que, entre a celebração do SAFE e a ocorrência de um dos *triggers events*, pode decorrer um período de tempo mais ou menos variado, haverá discordância, aquando do aumento de capital nos termos deste, entre o valor que será imputado a capital pelas ações atribuídas ao investidor e o património societário, que deveria, por conseguinte, ter um correspondente aumento. Bem sabemos que o contrato de sociedade pode permitir que o valor nominal, ou de emissão no caso das ações SVN, seja diferido¹²⁵ até ao limite máximo de 70% do seu valor¹²⁶ e até ao limite máximo temporal de 5 anos¹²⁷, caso em que também não haverá uma exata correspondência, aquando do aumento, entre o que é imputado a capital e o montante de aumento do património societário. Sucede que, neste caso, ao contrário daquele, os credores terão a expectativa de que esses valores ingressarão no património social¹²⁸, podendo até, para tutela dos seus interesses, fazerem-se valer da faculdade prevista no art. 30.º, n.º 1, al. b). Pelo contrário, no caso do SAFE, a expectativa de aumento do ativo societário que os credores porventura tenham sairá frustrada, dado que, tornando-se o investidor acionista nos seus termos, nada mais lhe é devido à startup a título de entrada. É que, ao contrário do que sucede (e bem) com as obrigações convertíveis, cuja emissão é sucedida de registo comercial¹²⁹, no SAFE não há nenhum ato de publicidade. Nesta medida, a função de garantia atribuída ao capital social¹³⁰ resulta inquinada.

Por outro lado, é necessário alertar que, por cada ação que lhe caiba, não pode resultar que, com o montante que investiu, o investidor tenha pagado menos do que o seu valor nominal ou o seu valor de emissão, no caso de ações SVN¹³¹. Em exceção a esta regra, a lei permite, no art. 298.º, n.º 2, unicamente para as tomadas firmes, que a instituição de crédito intermediadora

¹²⁴ Por meio do SAFE, a startup dá quitação ao montante recebido do investidor, pelo que, nesta medida, a menos que tenha havido simulação do negócio, o investidor nunca incumprirá a sua obrigação de entrada.

¹²⁵ Realçamos que o diferimento é possível apenas para o valor nominal ou de emissão e não já para o ágio que também integra a entrada do acionista (cfr. art. 277.º, n.º 2, *in fine*).

¹²⁶ Cfr. Art. 277.º, n.º 2.

¹²⁷ Cfr. Art. 285.º, n.º 1.

¹²⁸ Expectativa essa decorrente da atribuição ao capital social da função de garantia relativamente aos credores.

¹²⁹ Além do registo necessário junto da CMVM, registo comercial, por força do disposto no art. 351.º, n.º 1.

¹³⁰ Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 564.

¹³¹ Assim dispõe o art. 298.º, n.º 1, de acordo com o princípio da formação real do capital social. Em todo o caso, o valor nominal ou de emissão da ação não poderá ser inferior a € 0,01. Recorde-se que a SA apenas poderá ter uma ou outra modalidade, sem prejuízo de decidir converter uma na outra. O valor de emissão é fixado pela administração, sendo hoje consensualmente admitida a interpretação de que este poderá ser inferior aos valores anteriores de emissão de ações. Acontece que, neste caso, a administração terá de justificar aos acionistas a fixação de um valor inferior, nos termos do disposto do art. 298.º, n.º 3.

possa adquirir as ações emitidas a um preço inferior ao de emissão para dedução das despesas de colocação¹³².

Ora, a fórmula do SAFE contempla critérios próprios para aferir do número de ações a atribuir ao investidor e, bem assim, do preço que se considera que este pagou por cada uma através do montante que havia investido.

No que concerne às ações com valor nominal, não pode resultar ser esse preço inferior ao seu valor nominal. Acontece que a fórmula do SAFE, não foi criada para um sistema como o nosso que ainda prevê, em termos obrigatórios, as figuras do capital social e do valor nominal. Logo, da fórmula do SAFE irá inelutavelmente resultar, em algum momento, a entrega de ações ao investidor a um preço inferior ao seu valor nominal. A única forma de obviar a isto seria reduzir o valor nominal das ações em consonância (o que implicaria uma prévia redução de capital social, a qual é, relativamente ao aumento de capital social, uma operação rodeada de mais cautelas¹³³).

Por outro lado, no que tange às ações SVN, ainda que as ações possam ser adquiridas por preços diferentes (podem haver diferentes valores de ágio), terão estes de ser sempre superiores ao seu valor de emissão (i.e., o valor que será imputado a capital, dado que, entre nós, como já vimos, consagramos a versão imprópria deste tipo de ações), que é único para uma dada operação de aumento. Logo, a startup terá, para definir o valor de emissão, de efetuar previamente os cálculos de acordo com o SAFE, pois que o valor de emissão não poderá ser inferior ao valor que o investidor pagará por cada ação que adquira. De outra forma, ficará o investidor responsável, para com a startup, pelo pagamento do excedente, de acordo com o art. 25.º, n.º 3¹³⁴.

Ora, recorde-se que o propósito das ações SVN é o de, precisamente, facilitar a realização de aumentos de capital de forma a que se possa adequar, para um dado aumento, o valor de emissão ao valor real das ações. *In casu*, esse propósito fica prejudicado, visto que o SAFE utiliza, como constantes na sua fórmula, os seguintes limites para o preço das ações: um valor

¹³² Acerca da subscrição indireta do capital social, cfr. 461.º e 339.º CVM.

¹³³ Vejam-se os requisitos constantes dos arts. 94.º e ss.

¹³⁴ Que, pese embora, se refira às entradas em espécie, dever-se-á também considerar aplicável aos casos em que o valor nominal ou de emissão da entrada a realizar em dinheiro não é completamente liberada.

máximo de avaliação da startup (*valuation cap*) ou o *discount rate*¹³⁵. Ressurgem, deste modo, as preocupações associadas à definição do valor de emissão, as quais contendem com o princípio da igualdade de tratamento dos sócios na sua vertente de contribuição equitativa. Recorde-se que esta questão se levantou aquando da consagração, entre nós, da figura das ações SVN, uma vez que, permitir que sejam fixados valores de emissão diferentes, significa que os acionistas não pagarão o mesmo para serem titulares de participações sociais e direitos idênticos. Embora se tenha concluído que o sobredito princípio da igualdade não seria posto em causa se a variação dos preços de emissão assentasse em critérios objetivos, como o da (des)valorização das ações, impôs-se, no art. 298.º, n.º 3, o dever de o conselho de administração elaborar e apresentar aos acionistas um relatório justificativo do valor de emissão fixado e descritivo das consequências financeiras para eles decorrentes¹³⁶.

É certo que, por um lado, se espera que o valor real das ações, aquando da produção de efeitos do SAFE, esteja, em resultado da expectável valorização da startup, à partida mais alto, pelo que, nessa medida, os novos acionistas sempre adquirirão as ações a um preço superior ao pago pelos acionistas pré-existentes. Por outro lado, dir-se-á que, na base das constantes, variáveis e fórmula do SAFE estão critérios económicos e contabilísticos com resultados já demonstrados¹³⁷, de modo a que o SAFE não só cumpra todas as normas que são aplicáveis (neste caso, nos EUA), mas que também seja financeiramente razoável do ponto de vista do investidor e da startup. No entanto, diga-se que, mesmo assim, haverá a par das vezes um desfasamento relativamente ao valor real das ações decorrente da aplicação ou do limite de avaliação ou do desconto.

Claro que se, informados dos concretos termos daquele aumento do capital social, mormente do número de ações a atribuir ao investidor e do relatório acerca do preço de emissão e das consequências financeiras (o referido no art. 298.º, n.º 3), os acionistas votarem unanimemente a favor do aumento de capital social, considerar-se-á que os mesmos consentem

¹³⁵ Havíamos dito que ou se aplicará o *valuation cap* ou o *discount rate* consoante aquele do qual resulte maior número de ações a atribuir ao investidor.

¹³⁶ Além disso, os sócios que se considerem prejudicados com uma deliberação de aumento de capital nesses termos, podem, relativamente àquela, fazer-se valor do regime previsto nos arts. 58.º e ss para arguirem algum vício gerador da sua anulabilidade.

¹³⁷ O SAFE atende ao seguinte critério para fixar o preço das ações: rácio entre os capitais próprios da sociedade e o número total de ações. Este é, quanto às sociedades não cotadas, um critério possível para determinar o valor real das ações, o qual, todavia, não é isento de crítica, sendo a principal o facto de, com este critério, não se atender ao passivo societário. Sobre os critérios subjacentes à determinação do valor real das ações de sociedades cotadas e não cotadas, *vide*, a título de exemplo, o Relatório Winter, págs. 88-89.

nesta eventual violação do princípio da igualdade e que afastam qualquer problema de agência quanto ao preço de emissão fixado pela administração. Diferente caso será os dos acionistas que minoritariamente votem contra, em relação aos quais, poderá ser difícil venderem as suas ações por um justo preço quando as mesmas estão a ser emitidas a um preço inferior ao real¹³⁸.

Quanto a esta questão, diga-se que a igualdade dos acionistas resulta acautelada pelo direito de preferência legal imposto pelo art. 72.º, n.º 1 da Diretiva Codificadora e consagrado, entre nós, no art. 458.º, n.º 1 para os aumentos de capital social por entradas em dinheiro¹³⁹.

No caso em apreço, os sócios só poderiam efetivamente exercer o seu direito de preferência quando soubessem os concretos termos em que poderiam preferir, o que aconteceria, não aquando da celebração do SAFE (como já vimos), mas aquando da deliberação de aumento de capital social nos termos deste.

Sucede que, por forma a que se cumpra o acordado no SAFE, os sócios da startup não poderão exercer, relativamente às ações que devem ser atribuídas ao investidor, o seu direito legal de preferência. A este respeito, relembre-se que o direito de preferência pode ser, para um dado aumento de capital e desde que o interesse social o justifique¹⁴⁰, suprimido pela assembleia geral ao abrigo do disposto no art. 460.º, n.º 2¹⁴¹ ¹⁴²; assim como também poderá o acionista prescindir de exercer o seu direito de preferência desde que o faça por referência a um dado aumento de capital deliberado¹⁴³.

¹³⁸ O mesmo sucede quando, nas sociedades cotadas, as ações estão a ser negociadas no mercado primário a um valor inferior ao que estão a ser negociadas no mercado secundário.

¹³⁹ Cfr. ALBUQUERQUE, Pedro de - *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas : comentário ao código das sociedades comerciais*. Coimbra : Almedina, 1993, p. 20.

A Diretiva de Capital (agora integrada na Diretiva Codificadora), não impunha a restrição somente a aumentos de capital por novas entradas, mas compreende-se a solução, entre nós e na generalidade dos ordenamentos europeus consagrada, de o direito legal de preferência apenas ter sido positivado para as entradas em dinheiro. Todavia, a Alemanha admite este direito legal de preferência também para as entradas em espécie. Cfr. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, pp. 475-477.

¹⁴⁰ Acerca do requisito substantivo do interesse social, nomeadamente quanto à discussão se o mesmo se trata de um requisito positivo ou negativo; ao ónus da prova e à (in)suscetibilidade de controlo de mérito desse interesse social pelo Tribunal, veja-se: ALBUQUERQUE, Pedro de - *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas : comentário ao código das sociedades comerciais*. Coimbra : Almedina, 1993, pp. 353 e ss.

¹⁴¹ Possibilidade permitida pelo art. 72.º da Diretiva Codificadora.

¹⁴² A questão do direito de preferência não se colocaria se o investidor contribuísse com um bem (caso em que, por outro lado, seria exigível um relatório de avaliação, nos termos do art. 28.º, n.º 1). Todavia, os investidores – de capital de risco – não investem usualmente desta forma.

¹⁴³ E não, desde logo, quando é celebrado o SAFE, pois o acionista não pode renunciar antecipada e absolutamente deste direito para todo e qualquer aumento. ALBUQUERQUE, Pedro de, *ibidem*, pp. 303 e ss.

Por outro lado, vimos que, em caso de aumento de capital social qualificado, serão conferidas ao investidor ações preferenciais. No nosso ordenamento e à semelhança do que se verifica nos EUA, as ações preferenciais são uma categoria de ações especiais que conferem aos seus titulares, nos termos dos arts. 341.º e seguintes, pelo menos, o direito ao recebimento prioritário de dividendo (não inferior a 1% do valor nominal ou do valor de emissão, deduzido de eventual prêmio de emissão, das ações detidas¹⁴⁴) e da quota respetiva do saldo de liquidação. Normalmente, às ações preferenciais, não está associado o direito de voto se não nos termos do n.º 2 do art. 342.º. No entanto, nada impede que o contrato de sociedade preveja uma categoria de ações preferenciais que compile aqueles direitos patrimoniais (ou outros) e o direito de voto¹⁴⁵. Tal seria pertinente, na medida em que, como já tivemos oportunidade de referir, os BA têm uma atitude *hands-on* nos seus projetos de investimento, pelo que podem estar interessados em ter um papel ativo dentro da startup e, bem assim, direito de voto. Assim, atenta a esta possibilidade, ao equacionar-se o uso do modelo do SAFE entre nós, deveria nele constar expresso se as ações preferenciais a atribuir contemplam ou não direito de voto. No caso de deverem ser ações preferenciais sem direito de voto, deverá a startup, todavia, atender ao limite máximo para a sua emissão constante do art. 341.º, n.º 1, só podendo as mesmas ser emitidas até ao montante representativo de metade do capital social¹⁴⁶.

Ainda, o SAFE distingue entre *safe preferred stock* e *standard preferred stock*., porquanto integra numa categoria especial as ações preferenciais atribuídas ao investidor. Todavia, não partilhamos do mesmo entendimento, pois não consideramos que, às ações atribuídas por meio de um SAFE, sejam atribuídos (outros) direitos especiais que importem a sua delimitação em relação às comuns ações preferenciais (sendo que uma categoria de ações com tais direitos também teria de estar prevista no contrato de sociedade)¹⁴⁷. Com efeito, o *valuation cap* e *discount rate* não são aqui, para o efeito, relevantes, dado que não são relativos à participação social que o investidor venha eventualmente a adquirir na startup, não versando sobre o

¹⁴⁴ Pode, no contrato de sociedade, atribuir um dividendo prioritário superior a 1% e permitir um dividendo adicional (cfr. art. 341.º, n.º 3).

¹⁴⁵ Cfr. art. 344.º-A.

¹⁴⁶ Limite este fixado com o objetivo de obviar a que sejam emitidas ações ao ponto de um pequeno grupo de acionistas, com direito de voto e com um investimento relativamente baixo ficar encarregue do domínio da sociedade.

¹⁴⁷ Enfatize-se que a prioridade de reembolso acordada no SAFE para a dissolução, já se verifica relativamente a credores sociais e sócios.

conteúdo dos direitos e deveres societários lhe associados¹⁴⁸. Note-se que as contingências previstas no SAFE para a “liquidação” e dissolução, nomeadamente para a consideração de outros titulares de SAFEs vigentes (para efeitos de reembolso do investimento), não contendem com os direitos societários da participação do investidor (que, aliás, ainda não existirá), mas sim com os termos e modo de cumprimento da obrigação da startup na sequência da verificação desses eventos.

Por outro lado, referentemente às obrigações convertíveis¹⁴⁹ ou com *warrant* e a partir da sua emissão, impedem sobre a sociedade emitente algumas restrições de atuação, particularmente as estabelecidas no art. 368.º (aplicável às obrigações com *warrant* por via do art. 372.º-B, n.º 5)¹⁵⁰, com as quais se pretende tutelar a posição dos titulares daqueles valores mobiliários e potenciais futuros acionistas, de modo a que, após a emissão, se conserve a situação societária por forma a evitar a diluição e desvalorização económica da participação social que aqueles venham a adquirir, garantindo, também dessa forma, a igualdade de tratamento relativamente aos acionistas pré-existentes¹⁵¹. Atendendo a que o SAFE não é um valor mobiliário, não se justifica defendermos a aplicação deste regime, visto que, por esse motivo, não há especiais razões a ponderar, nomeadamente para tutela dos sócios ou de terceiros. Além disso, ao contrário daqueles valores mobiliários, o SAFE não tem prazo de vencimento ou maturidade, pelo que, também por este motivo, não nos parece justificável defender-lhe a aplicação daquelas restrições, pois que, com isso, se limitaria indefinida e ilegitimamente a liberdade de atuação da startup. Relembre-se que o investidor, ao contratar, assumiu pessoalmente o risco adveniente daquelas eventuais situações e acautelou-se, de alguma forma, mediante o convénio das já faladas cláusulas anti-diluição. Sendo que, em caso de insolvência da startup, cremos que o investidor sempre poderá fazer valer os seus direitos, designadamente reclamando o montante investido ou da indemnização que considere que tenha direito pela mora ou o incumprimento, na qualidade de, nos termos e para os efeitos do CIRE (cfr. art. 50.º), crédito comum sob condição (dependente da condição de a startup ser dissolvida

¹⁴⁸ Sendo que os direitos especiais se conferem às ações e não aos acionistas, conforme o menciona, nomeadamente, Paulo Olavo Cunha em: CUNHA, Paulo Olavo - *Direito das sociedades comerciais*. 7ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019, p. 110.

¹⁴⁹ Estas cautelas aplicam-se igualmente aos *reverse convertibles*, i.e., às obrigações cuja conversão dependa da escolha do emitente – cfr. art. 360.º, n.º 2, al. b) do CSC.

¹⁵⁰ Em alternativa, podem ser acordadas cláusulas de reajustamento automático da relação de conversão – cfr. art. 368.º, n.º 5 do CSC.

¹⁵¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de governo das sociedades*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2017. (Manuais universitários) – pp. 163-170.

no processo de insolvência e de, quanto à indemnização, o seu direito estar reconhecido em ação própria para o efeito).

3.5.Falta de cumprimento, mora e incumprimento

Sendo o SAFE um contrato, da sua celebração decorrem deveres obrigacionais que vinculam ambas as partes (sobretudo, a startup), pelo que se lhe aplicam as disposições normativas do CC, nomeadamente as relativas ao seu incumprimento.

Desde logo, afigura-se-nos dizer que a ocorrência ou não ocorrência dos *triggers events* irá depender da startup. De facto, pelo SAFE, a startup não deverá ficar condicionada na sua atuação, não estando obrigada a, por exemplo, caso apareça um investidor interessado em subscrever participação social na startup pelo montante necessário, a realizar o aumento de capital qualificado. Com efeito, são várias razões que levam a que a startup pondere cada escolha de meio de financiamento, pelo que a recusa de um investimento naquelas condições pode ser completamente legítima (em oposição a se, na base da decisão de recusa desse financiamento pela startup, estiver o intuito de prejudicar o investidor do SAFE). O mesmo sucede com os outros *triggers events*, se não, vejamos, por exemplo, que a startup: se pode apresentar a processo de insolvência no decorrer do qual seja encerrada a sua atividade e dissolvida, sendo que, nesta hipótese, o investidor não goza de prioridade de reembolso relativamente aos demais credores¹⁵²; pode deixar de cumprir com as suas obrigações e, com isso, motivar os seus credores a requerem a sua insolvência; pode ser deliberada voluntária e espontaneamente, pelos sócios, a sua dissolução ou até pode a startup revogar a deliberação de aumento do capital social que iria despertar a eficácia do SAFE¹⁵³.

Com efeito, o investidor assumiu o risco de contratar independentemente destas possibilidades, impondo-se, portanto, a boa-fé das partes também na execução do SAFE.

O incumprimento do SAFE só se verifica quando, ocorrido um dos *triggers events*, a startup não cumprir com as obrigações que para si decorrem na sua sequência. Em relação a estas, o prazo para cumprimento pela startup é o de “imediatamente antes ou concomitantemente à

¹⁵² Com efeito, tal só aconteceria se existisse a seu favor garantia ou privilégio, nos termos do art. 47.º, n.º 4, al. a) do CIRE.

¹⁵³ Acerca da revogação da deliberação social de aumento de capital, vide DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, pp. 407 e ss.

ocorrência do *trigger event*”¹⁵⁴, pelo que julgamos que, nestas condições, a startup poderá cumprir a todo o momento¹⁵⁵.

Certo é que, mostrando-se completamente concluída a operação que motivou a eficácia do SAFE¹⁵⁶ e não tendo a startup cumprido, a mesma se constituirá em mora se interpelada pelo investidor (cfr. art. 805.º, n.º 1 do CC)¹⁵⁷.

A este respeito, questionamos se o investidor se poderá valer da execução específica para a realização coativa da prestação de a startup lhe conferir, nos termos do SAFE, participação social (ao abrigo do disposto no art. 830.º, n.º 1, *in fine* do CC). Cremos que a resposta deverá ser negativa, uma vez que a deliberação de aumento de capital social é, geralmente¹⁵⁸, o resultado do exercício do direito societário de voto dos sócios.

Poder-se-ia equacionar a execução específica caso o SAFE consistisse num acordo parassocial omnilateral celebrado também com (todos) os acionistas ou se, paralelamente ao SAFE, o investidor celebrasse um acordo parassocial com os acionistas cuja representatividade do direito de voto das ações que titulam seja a necessária para a aprovação do aumento¹⁵⁹, por meio do qual estes se tivessem individualmente obrigado a votar favoravelmente aquele aumento de capital¹⁶⁰. Ora, a doutrina diverge quanto à suscetibilidade de execução específica nos acordos parassociais quando os mesmos versem sobre o exercício do direito de voto. Nos acordos parassociais celebrados somente entre alguns sócios ou com estes e terceiros (a segunda hipótese apontada), pende-se para a insusceptibilidade, argumentando-se, sobretudo, que a

¹⁵⁴ Expressão que colocamos entre aspas porquanto a traduzimos literalmente do modelo originário do SAFE.

¹⁵⁵ Recordamos apenas que, num cenário de liquidação, a obrigação será alternativa (cfr. art. 513.º do CC), cabendo a escolha da prestação ao investidor.

¹⁵⁶ I.e. o aumento de capital qualificado, a “liquidação” e a “dissolução”.

¹⁵⁷ Cremos que, por exemplo, amora não será imputável à startup se, por exemplo, a mesma não tiver cumprido com a obrigação de atribuição de ações ou pagamento por causa, respetivamente, de uma providência cautelar arresto ou de suspensão de deliberações sociais. Por outro lado, sendo a mora imputável e estando em causa a obrigação pecuniária de reembolso do investimento, vencer-se-ão juros de mora, nos termos do art. 806.º, n.º 1 do CC e estando em causa uma obrigação comercial, vencer-se-ão juros comerciais. Quanto a este ponto, veja-se Antunes, José Engrácia - *Direito dos contratos comerciais*. Coimbra : Almedina, 2017, pp. 232 e ss.

¹⁵⁸ Salvo o caso em que possa ser deliberado pelo órgão de administração, como já vimos.

¹⁵⁹ Estamos aqui a aludir à possibilidade levantada por parte da doutrina de os acordos parassociais puderem ser celebrados com terceiros e com a própria sociedade. Neste sentido, veja-se que admite essa possibilidade no exemplo que consagra em: ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *op. cit.* - p. 156, Admite-se, deste modo, que os acordos parassociais sejam celebrados entre todos ou alguns sócios e o investidor, somente entre sócios ou também com o investidor e a startup. Quando nele estejam presentes todos os sócios, estaremos em face de “acordos omnilaterais”, os quais têm sido recentemente desenvolvidos por: Frada, Manuel A. Carneiro da - *Acordos parassociais omnilaterais : um novo caso de desconsideração da personalidade jurídica?*. In Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida - vol. 4 – 2011, pp. 121-161.

¹⁶⁰ Respeitando-se as limitações ao seu conteúdo, impostas desde logo pelo art. 17.º.

substituição do acionista pelo Tribunal para a manifestação de voto num dado sentido seria extravasar a eficácia relativa destes acordos¹⁶¹. Concretamente, quanto aos referidos acordos omnilaterais nos quais se convence o voto, há doutrina que admite a sua eficácia *supra* partes e, bem assim, admite o recurso à execução específica em caso de incumprimento.

Todavia, vimos já que no SAFE apenas intervêm a startup e o investidor, motivo pelo qual iremos concluir, pelas razões acima expostas, pela não possibilidade de cumprimento coativo da obrigação de atribuir participação social pela startup ao investidor, através do mecanismo da execução específica previsto no art. 830.º do CC.

Se a startup, mesmo interpelada para o efeito, não cumprir ou se o investidor, devido à mora, tiver, entretanto, perdido o interesse no cumprimento, considerar-se-á que houve incumprimento definitivo do SAFE, podendo o investidor resolvê-lo nos termos legais.

A este respeito, coloca-se a questão de saber quando se considerará não haver culpa por forma a ilidir a presunção que existe a este respeito na responsabilidade civil contratual. Ora, não haverá culpa no incumprimento sempre que a obrigação se torne objetiva ou subjetivamente impossível (cfr. arts. 790.º e 791.º do CC). Estando em causa a obrigação de pagamento e sendo possível o seu cumprimento através de terceiro, esta nunca será absolutamente impossível. Quanto ao incumprimento da obrigação de conferir participação social ao investidor, visionamos como causas de exclusão da culpa, por exemplo, a startup ter sido administrativamente dissolvida ou declarada insolvente (caso em que a gestão societária não se mantém nos mesmos termos¹⁶²). Todavia, mesmo nestes casos, poder-se-á questionar se o incumprimento não lhe é, de certo modo, imputável, pois que, naquele caso, a startup poderá ter incumprido com as normas legais aplicáveis e, neste caso, terá incumprido com as suas obrigações vencidas.

¹⁶¹ Cujas eficácia meramente relativa decorre desde logo, do exposto no art. 17.º, n.º1. Para um pequeno estudo acerca desta matéria, veja-se a Dissertação da colega MOREIRA, Carina Filipa dos Santos - *Acordos parassociais : os acordos relativos ao exercício do direito de voto*. Porto : [Edição do autor], 2014. Dissertação de mestrado em Direito . Ciências jurídico-privatísticas , 2014 . Universidade do Porto. Faculdade de Direito . [Consult. 2020-09-04]. Disponível em: [WWW.<URL:https://catalogo.up.pt/F/?func=full-set-set&set_number=000415&set_entry=000001&format=999>](https://catalogo.up.pt/F/?func=full-set-set&set_number=000415&set_entry=000001&format=999).

¹⁶² No âmbito do processo de insolvência, podem os credores aprovar um plano de insolvência que contemple um aumento de capital nos termos do SAFE (cfr. art. 198.º do CIRE) como também podem os mesmos acordar na liquidação e dissolução da startup (cfr. art. 156.º, n.º 2 do CIRE). Quanto à primeira hipótese, Paulo de Tarso Domingues realça que a mesma viola o Direito da UE. Cfr. Domingues, Paulo de Tarso, *op. cit.*- p. 403.

Resolvendo o SAFE, o investidor terá direito à restituição do montante de dinheiro que investiu e, verificando-se os demais requisitos da responsabilidade civil, ao ressarcimento dos danos causados pelo incumprimento. Questiona-se quais serão os danos patrimoniais a tutelar: se os apurados relativamente à violação do interesse contratual negativo ou ao interesse contratual positivo^{163 164}. cremos que, no caso em apreço, mas sem prejuízo de ponderação casuística à luz do princípio da boa-fé, mormente para apurar se dessa indemnização pode resultar um desequilíbrio grave para o devedor ou um benefício injustificado para o credor, deverá relevar o interesse contratual positivo.

Isto porque, no interesse contratual negativo, consideramos que não se possa nomeadamente atender aos danos eventualmente resultantes da circunstância de o investidor ter preterido investir numa outra startup que veio entretanto a ser melhor sucedida (com a qual até porventura rompeu as negociações pré-contratuais para celebrar o SAFE com a startup devedora¹⁶⁵).

Todavia, também no interesse contratual positivo, se nos colocam questões, nomeadamente se, relativamente ao incumprimento da obrigação de conferir participação social e uma vez que se pretende colocar o investidor na situação patrimonial em que estaria se o SAFE tivesse sido cumprido, dever atender ao valor (preço) que o SAFE atribui às ações que seriam atribuídas ao investidor; ao valor de emissão¹⁶⁶ ou nominal das ações ou ao valor real destas (como acima vimos, poderá haver um desfasamento). Quanto a este ponto, consideramos que deverá prevalecer o valor real e efetivo das ações, pois que seria esta a medida da sua utilidade económica, nomeadamente para efeitos de venda.

Por forma a limitar a responsabilidade civil da startup, nos termos e para os efeitos dos arts. 810.º e seguintes do CC, sempre poderia, a este respeito, ser estipulada uma cláusula penal no

¹⁶³ Os desenvolvimentos mais recentes na doutrina e na jurisprudência têm vindo a maioritariamente a admitir a compatibilidade entre a resolução do contrato e o pedido de indemnização pelo interesse contratual positivo. Todavia, este pedido não é cumulável com o interesse contratual negativo. Entre outros, veja-se: Cordeiro, António Menezes - *Tratado de direito civil português*. Direito das Obrigações. Vol IX. 3ª ed. reimp. Coimbra : Almedina, 2017 – pp. 937-949.

¹⁶⁴ Pelo interesse contratual negativo, visa-se colocar o lesado na situação patrimonial em que estaria se o contrato tivesse sido pontualmente cumprido; ao passo que, com o interesse contratual negativo, se pretende colocá-lo na situação patrimonial em que o mesmo estaria se o contrato não tivesse sido celebrado. *Ibidem*.

¹⁶⁵ Acerca da problemática da responsabilidade civil pré-contratual, veja-se FRADA, Manuel A. Carneiro da - *Teoria da confiança e responsabilidade civil*. reimp. Coimbra : Almedina, 2020. Tese de doutoramento em ciências jurídicas apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. ISBN 9789724021225 e COSTA, Mariana Fontes da - *Ruptura de negociações pré-contratuais e cartas de intenção*. Coimbra : Coimbra Editora, 2011. Dissertação de mestrado em Ciências Jurídico-Civilísticas, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009.

¹⁶⁶ Aqui entendido como valor contabilístico. Para a noção deste valor, veja-se DOMINGUES, Paulo de Tarso, *op. cit.*, p. 182-183.

SAFE. Contudo, atendendo a que a medida da indemnização resultaria desde logo fixada, o investidor poderá preferir que não se contemple tal cláusula com o receio de a startup mais facilmente ponderar incumprir o SAFE (saliente-se que, para o tipo de investidores que utiliza o SAFE – os BA, o ingresso como sócio na startup poderá ser também um projeto pessoal). Como, pelo contrário, poderá a estipulação do SAFE surtir o efeito de compelir o seu cumprimento.

Terminámos, deste modo, a nossa análise jurídica, cabendo-nos agora tecer algumas considerações quanto ao estudado.

3.6.Considerações finais acerca do SAFE

É inegável que, lá fora, se atribuem ao SAFE algumas vantagens, tais como:

- a) Conferir flexibilidade financeira e não aumentar “o risco de insolvência”, desde logo, porque o investimento ao abrigo do SAFE não é, *a priori*, retratável como passivo, pois não tem, desde logo, data de vencimento ou plano de reembolso ou acarreta o vencimento de juros;
- b) Relegar, para momento posterior, a definição do valor da avaliação económica da startup (vimos já a sua importância), quando, na altura da contratação do SAFE, inexistem ainda dados financeiros que a permitam fixar, ao que, de todo o modo, provavelmente, os empreendedores e os investidores dela, provavelmente discordariam, o que condicionaria, por seu turno, o montante de financiamento conseguido;
- c) Permitir ser uma forma simples e célere de formalizar investimento, especialmente tendo em conta que, numa fase relativamente inicial de startups, estas pretendem, sobretudo, diminuir custos (como já tivemos oportunidade de referir, os SAFEs começaram a ser mecanicamente utilizados pelas startups de *Silicon Valley*, pelo que, neste domínio, poderão ter deixado de recorrer a juristas ou a advogados para assessoria na contratação);
- d) Conjugam os dois desejos dos sócios empreendedores quando procuram financiamento em estádios iniciais da startup: o de não abdicarem (logo) de participação social e de não se obrigarem ao reembolso de crédito num determinado prazo;
- e) Sem prejuízo da celebração de acordos parassociais complementares (sobretudo, aquando da entrada do investidor como acionista), definir, desde logo, os termos do investimento e da relação entre o investidor e a startup;

- f) Serve o propósito de *bridge financing*, i.e., de conferir financiamento num momento em que, normalmente, não é possível obtê-lo ou gerá-lo, designadamente entre uma fase relativamente inicial da sua vida e uma fase mais desenvolvida, em que a startup já espera estar “cotada em bolsa”.
- g) Permitir relegar a entrada do investidor como sócio da startup para um momento em que seja mais oportuno, mas não prescindir o investidor de obter o retorno *in natura* do seu investimento.

No entanto, o SAFE apresenta muitos outros inconvenientes, designadamente:

- i) Desde logo, o de o modelo do SAFE originário, devido aos obstáculos legais que enfrenta entre nós, não poder ser usado de uma forma mecânica e generalizada, pois que não foi preparado tendo-os em conta;
Ultrapassando isto,
- ii) Conduz à dificuldade prática de compreender como opera, i.e, quais são e como funcionam os critérios e cálculos contabilísticos para aferir do número e preço das ações;
- iii) É um mecanismo complicado, no qual é difícil de prever qual a participação que poderá ser adquirida pelo investidor;
- iv) Dificulta, principalmente, o processo de aumento de capital;
- v) Na prática, o investidor pode querer intrometer-se na gestão ou governo da startup e pressionar a ocorrência de um dos *trigger events*.

Por fim, não diretamente relacionado com o SAFE, mas sim com a forma como se constata que ele tem vindo a ser utilizado (de uma forma mecânica e generalizada), equaciona-se se ele poderá começar a ser unilateralmente apresentado pelos investidores às startups que, necessitando de financiamento, mais facilmente poderão aceitar um investimento nestes termos.

Vimos já que, não obstante ser apresentado como uma alternativa às obrigações convertíveis e com *warrant*, o SAFE só lhes assemelha quanto ao facto de poder igualmente conferir flexibilidade na estrutura de capitais de uma sociedade comercial. De resto, delas distingue-se porquanto não é o mesmo instrumento nem outro tipo de valor mobiliário - não se lhe aplicando, ou devendo aplicar, por conseguinte, as várias disposições previstas no CVM e no CSC para a emissão daqueles valores mobiliários, nomeadamente quanto à competência para a deliberação de emissão; a necessidade de registo; a inexistência de direito de preferência, entre outros.

É, portanto, um instrumento da autonomia privada das partes, mas que, entre nós, encontra os obstáculos acima referidos, de entre os quais o mais premente é, sem dúvida, a dificuldade de compatibilização com o nosso regime legal de capital social, o qual, nesta medida, poderá ser um entrave ao financiamento¹⁶⁷.

De facto, a necessidade de respeito, em cada aumento de capital, do valor nominal ou de emissão, no caso das ações SVN¹⁶⁸, impede que o SAFE seja por nós usado da mesma forma que o é nos EUA, em que este regime não existe ou em que existe, mas não de forma tão vinculada (em alguns Estados).

Se, nesse domínio, nos temos de conformar, diga-se, no entanto, que, ao abrigo da autonomia privada, poderá o SAFE ser alterado ou, melhor dizendo, adaptado a esta nossa realidade. Desde logo, ou se retirando do contrato a fórmula nele prevista ou descobrindo-se uma fórmula que permita, em cada caso, i.e., em cada aumento de capital de uma sociedade comercial, respeitá-la (o que desconhecemos sequer se é possível fazer). Claro que, a acontecer isto, as vantagens que em cima invocamos para o SAFE, poderão resultar de certa forma prejudicadas, o que acontecerá sobretudo na primeira hipótese que colocámos.

Com efeito, com a exclusão da fórmula do contrato do SAFE, os termos do investimento não resultarão logo definidos (sendo esta uma das vantagens ao SAFE associadas enquanto um mecanismo simples de formalizar investimento/financiamento), sendo, por conseguinte, necessário que, aquando do *trigger event* que acarrete o cumprimento da obrigação da startup de conferir participação social ao investidor, se negoceiem e se definam os termos da mesma, i.e. qual (e que) participação social a atribuir-lhe. No entanto, não consideramos que esta eventualidade complique e “onere” em demasia a relação do investidor com a startup e, bem assim, atrapalhe os objetivos do SAFE, dado que, como já tivemos oportunidade de referir, aquando da entrada do investidor como sócio numa sociedade comercial, são também celebrados, normalmente só entre os sócios, acordos parassociais destinados a regular, entre eles, determinadas questões da vida societária. Acordos estes que, mesmo com o SAFE, seriam celebrados.

¹⁶⁷ A hipótese de o capital social ser um entrave ao financiamento é levantada por DOMINGUES, Paulo de Tarso - *O capital social como entrave ao financiamento das sociedades : os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?*. Direito das sociedades em revista - A. 1, vol. 2 (2009) - p. 175-200.

¹⁶⁸ A respeito da pouca inovação que a consagração da figura das ações SVN trouxe entre nós, remetemos para a bibliografia indicada na nota de rodapé n.º 36.

Assim, não vemos impedimento a que se postergue para o momento de ocorrência do *trigger event*, a definição, com a startup, dos concretos termos da participação social a atribuir ao investidor, i.e, o preço e a medida da mesma.

Bem sabemos que a fórmula constante do SAFE permite ao investidor prevenir a diluição da sua eventual e futura participação social na startup. Todavia, como forma de salvaguarda do investidor a este respeito, uma vez que apenas se retiraria do contrato do SAFE a fórmula para cálculo do preço e número de ações (mantendo-se tudo o resto), sugeríamos que se nele incluísse uma cláusula de *best efforts*¹⁶⁹.

Através desta cláusula, ambas as partes reconheceriam, no contrato do SAFE, a necessidade de o investidor vir, em caso da verificação de um *trigger event*, a deter uma posição societária relevante e significativa e, bem assim, a startup se comprometeria, nesse caso, a encetar ativamente esforços para que o investidor venha a adquirir a “melhor participação social possível”.

De outra forma, alternativamente ao proposto, sempre poderá a startup conformar-se com os meios e formas de financiamento já conhecidos, alguns dos quais referimos no presente trabalho.

¹⁶⁹ Veja-se, quanto a este ponto: COSTA, Mariana Fontes da - *Ruptura de negociações pré-contratuais e cartas de intenção*, op. cit., p. 109.

CONCLUSÃO

Desde logo, percebemos a atratividade do SAFE para as startups, enquanto alternativa às obrigações convertíveis e às comuns formas e meios de investir-obter financiamento. Na verdade, o SAFE necessita de ser compreendido e interpretado à luz do contexto em que surgiu: num ecossistema próprio de startups em que a necessidade de financiamento é tão premente como a inovação, ecossistema esse que se encontra, por sua vez, integrado num ecossistema maior que é o dos EUA, onde o mercado de investimento é muito mais fluído.

Todavia, decorre de tudo o quanto discorrido neste trabalho, que a transposição, entre nós, do SAFE *tale et quale* é aplicado nos EUA, nos levanta muitas e sérias dúvidas, sobretudo devido ao regime de capital social vigente entre nós. Com efeito, não nos parece que se trate de um mecanismo nem *simple* nem *safe* e que, a ser aplicado, entre nós, carece de ser devidamente ajustado às normas e princípios aplicáveis.

Face a isto, no âmbito da autonomia privada – em que o SAFE também surgiu - propomos uma solução para ajustamento do SAFE ao nosso ordenamento jurídico e manutenção das vantagens que lhe associam e, sobretudo, para tutela e salvaguarda do investidor, a qual perpassa pela inserção, no contrato, de uma cláusula de *best efforts*.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de - *Curso de direito comercial*. 6^a ed. . Coimbra : Almedina, 2019. -. Vol. II: 616 p. ISBN 9789724078403

ANTUNES, José Engrácia - *Direito dos contratos comerciais*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2019. ISBN 9789724039350

ANTUNES, José Engrácia – *Os instrumentos financeiros*. 4.^a ed. . Coimbra : Almedina, 2020. ISBN 9789724082691

ANTUNES, José Engrácia - *Os valores mobiliários : conceito, espécies e regime jurídico*. In Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto - A. 5 – 2008 - p. 87-142. [Consult. 2020-06-13]. Disponível em: [WWW.<URL:https://sigarra.up.pt/fdup/pt/web_gessi_docs.download_file?p_name=F755746337/A.5%20%282008%29%20p.87-142.pdf>](https://sigarra.up.pt/fdup/pt/web_gessi_docs.download_file?p_name=F755746337/A.5%20%282008%29%20p.87-142.pdf).

ANTUNES, José Engrácia – *A empresa como objeto de negócios: “Asset Deals Versus “Shares Deals”* In Revista da Ordem dos Advogados, vol. II/III, n.º 68 (2008), p. 715-793. [Consult. 2020-08-05]. Disponível em WWW.<URL:<https://portal.oa.pt/upl/%7B93b87892-4d63-4648-9016-fdcc362c9e3f%7D.pdf>>

ALBUQUERQUE, Pedro de - *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas : comentário ao código das sociedades comerciais*. Coimbra : Almedina, 1993. ISBN 9724007251

BOURBON, Maria João - *Sete em cada dez startups tecnológicas falham (normalmente 20 meses depois de captarem o primeiro investimento)*. In Expresso [Consult. 2020-09-13]. Disponível em WWW.<URL:<https://expresso.pt/dossies/diario/2019-06-25-Sete-em-cada-dez-startups-tecnologicas-falham--normalmente-20-meses-depois-de-captarem-o-primeiro-investimento->>>

CÂMARA, Paulo - *Manual de direito dos valores mobiliários*. 4^a ed. . Coimbra : Almedina, 2018. (Manuais universitários). ISBN 9789724068138

CÂMARA, Paulo – *Crise Financeira e Regulação*. In Revista da Ordem dos Advogados, ano 69, vol. III/IV (2009) – p. 697-728. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL:https://portal.oa.pt/upl/%7B7bffdad7-33e3-4d00-b301-bfbc5f8dfefd%7D.pdf](https://portal.oa.pt/upl/%7B7bffdad7-33e3-4d00-b301-bfbc5f8dfefd%7D.pdf)>

CÂMARA, Paulo - *O novo regime jurídico do capital de risco em Portugal na DL n.º 56/2018, de 9 de julho*. In *Revista Española de Capital Riesgo*, n.º 1 (2019) – p. 39-46 [Consult. 2020-08-05] Disponível em WWW.<URL:https://www.servulo.com/xms/files/00_SITE_NOVO/01_CONHECIMENTO/01_PUBLICACOES_SERVULO/2019/Paulo_Camara_Revista_CR_n_1-2019_para_web-4.pdf>

COSTA, Mariana Fontes da - *Ruptura de negociações pré-contratuais e cartas de intenção*. Coimbra : Coimbra Editora, 2011. Dissertação de mestrado em Ciências Jurídico-Civilísticas, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009. ISBN 9789723219258

COSTA, Mariana Fontes da - *Sharing economy : from B2C to P2P and back*. In *The sharing economy: legal problems of a permutations and combinations society* - 2019 - p. 14-32.

CORDEIRO, António Menezes - *Direito bancário*. 6ª ed. rev. atualizada . Coimbra : Almedina, 2016. ISBN 9789724067933

CORDEIRO, António Menezes - *Da preferência dos accionistas na subscrição de novas acções : exclusão e violação*. In *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 50, n.º 2 (1990).« - p. 345-362. [Consult. 2020-09-03]. Disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B723d08cd-2fe9-4271-a832-ab20f8f9942b%7D.pdf>

CORDEIRO, António Menezes - *Tratado de direito civil português*. Direito das Obrigações. Vol IX. 3ª ed. reimp . Coimbra : Almedina, 2017. ISBN 9789724069272

CORDEIRO, António Menezes, *Evolução do direito europeu das sociedades*. In *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 66, n.º 1 (2006). [Consult. 2020-09-15]. Disponível em WWW.<URL:<https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-i-jan-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-evolucao-do-direito-europeu-das-sociedades/>>

COYLE, John F. e GREEN, Joseph - *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts* (August 13, 2018). 103 Minnesota Law Review Headnotes 42 (2018), UNC Legal Studies Research Paper. [Consult. 2020-15-03]. Disponível em: WWW.<URL:<https://ssrn.com/abstract=3230352>>

CUNHA, Paulo Olavo - *Direito das sociedades comerciais*. 7ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. ISBN 9789724079646

DOMINGUES, Paulo de Tarso - *As acções sem valor nominal*. In *Direito das sociedades em revista* - A. 2, vol. 4 (2010) - p. 181-214. ISBN: 9789724043364

DOMINGUES, Paulo de Tarso - *Variações sobre o capital social*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2020. ISBN 9789724085142

DOMINGUES, Paulo de Tarso - *O capital social como entrave ao financiamento das sociedades : os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?*. Direito das sociedades em revista - A. 1, vol. 2 (2009) - p. 175-200.

DOMINGUES, Paulo de Tarso - *O regime das entradas no código das sociedades comerciais*. In: Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto - A. 3 - 2006 - p. 673-723. [Consult. 2020-08-05]. Disponível em WWW.<URL: <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/23886>>.

FERRÃO, Sara - *Empreendedorismo e Empresas Startup: uma nova visão estratégica como motor da empregabilidade jovem*. In Boletim de Sociologia Militar, n.º 4, Centro de Psicologia Aplicada do Exército, Lisboa (2013) – p. 9-26. [Consult. 2020-04-24]. Disponível em: WWW.<URL:http://labcom.ubi.pt/publicacoes/20140721846-bsm_4_2013.pdf>

FRADA, Manuel A. Carneiro da - *Acordos parassociais omnilaterais : um novo caso de desconsideração da personalidade jurídica?*. In Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida - vol. 4 - 2011 - p. 121-161. ISBN 9789724043210.

FRADA, Manuel A. Carneiro da - *Teoria da confiança e responsabilidade civil*. reimp. .Coimbra : Almedina, 2020. Tese de doutoramento em ciências jurídicas apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. ISBN 9789724021225

MOREIRA, Carina Filipa dos Santos - *Acordos parassociais : os acordos relativos ao exercício do direito de voto*. Porto : [Edição do autor], 2014. Dissertação de mestrado em Direito . Ciências jurídico-privatísticas , 2014 . Universidade do Porto. Faculdade de Direito . [Consult. 2020-09-04]. Disponível em: WWW.<URL:https://catalogo.up.pt/F/?func=full-set-set&set_number=000415&set_entry=000001&format=999>.

MENESES, Álvaro Silveira - *E (quase) tudo a crise levou: Basileia III aproveita os ensinamentos que ficaram?*, in Revista de Direito das Sociedades, VI, 3-4, Coimbra: Almedina (2014), p. 793-807. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em WWW.<URL: [http://www.concorrencia.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista CR/Documents/Revista%20CR%2029.pdf](http://www.concorrencia.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista_CR/Documents/Revista%20CR%2029.pdf) >

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de Corporate Finance*. 2.ª ed. . Coimbra : Almedina, 2017. ISBN 9789724061238

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de - *Manual de governo das sociedades*. reimp. . Coimbra : Almedina, 2017. (Manuais universitários). ISBN 9789724068466

PINTO, Alexandre Mota - *Os «Cocos» e a Recapitalização do Sistema Bancário Português*. In Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 32 (2012) - p. 117-119. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL: http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277>](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277).

POLLMAN, Elizabeth - *Startup Governance* (2019). University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019., Loyola Law School, Los Angeles Legal Studies Research Paper No. 2019-18, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06. [Consult. 2020-04-24]. Disponível em: [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=3352203>](https://ssrn.com/abstract=3352203).

RIBEIRO, Maria de Fátima - *O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário*. In Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa 2015

VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *Direito bancário*. 2ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. (Manuais universitários). ISBN 9789724081229

VASCONCELOS, Miguel Pestana de - *Direito das garantias*. 3ª ed. . Coimbra : Almedina, 2019. ISBN 978972450928

VENTURA, Raúl - *Alterações do contrato de sociedade : comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. 2ª ed. . Coimbra : Almedina, 1996. ISBN 9724000133

SALAMZADEH, Aidin e KAWAMORITA Kesim, Hiroko. *Startup Companies: Life Cycle and Challenges* (2015). 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), Belgrade, Serbia, 2015. [Consult. 2020-06-13]. Disponível em: [WWW.<URL:https://ssrn.com/abstract=2628861>](https://ssrn.com/abstract=2628861).

SANTOS, João Vieira dos – *Aspetos Jurídicos das Startups*. In Revista da Ordem dos Advogados, ano 77, vol. I/II (2017) – pp. 241-279. [Consult. 2020-09-13]. Disponível em [WWW.<URL:https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf>](https://portal.oa.pt/media/130403/joao-vieira-dos-santos_roa_i_ii_2017-9.pdf)

SEQUEIRA, Manuel - *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*. In Revista de Direito das Sociedades, ano X, n.º 4 (2018) – p. 771-836. ISBN: 9780100111059. [Consult. 2020-09-15]. Disponível em [WWW.<URL:http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202018-04%20\(771-](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202018-04%20(771-)

[833\)%20-%20Governo%20das%20Sociedades%20-%20Manuel%20Sequeira%20-%20Acordos%20parassociais%20e%20mecanismos%20indiretos%20de%20controle.pdf](#)

SILVA, João Soares da - *A propósito de corporate governance e de direito das sociedades e dos valores mobiliários* : escritos vários. Coimbra : Almedina, 2018. (MLGTS). ISBN 97897240-75341

GREEN, Joseph e COYLE, John F. - *Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE* (August 25, 2016). 102 Virginia Law Review Online 168 (2016), UNC Legal Studies Research Paper No. 2830213, [Consult.: 2020-16-03] Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2830213>

IAPMEI, I.P. - Agência para a Competitividade e Inovação, [Consult. 2020-04-15]. Disponível em WWW:<URL:<https://www.iapmei.pt/Paginas/Capital-de-Risco.aspx>>

Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCRI), Glossário. [Consult. 2020-02-27]. Disponível em WWW.<URL:apcri.pt/capital-de-risco/glossario/>

CMVM, Glossário. [Consult. 2020-02-27]. Disponível em:WWW.<URL:<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Informa%C3%A7%C3%A3oInvestidor/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx#l>>

Autoridade Tributária e Aduaneira- *Incentivos fiscais ao investimento em Portugal* (2020). [Consult. 2020-04-25] Disponível em WWW.<URL:https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/apoio_contribuinte/Folhetos_informativos/Documents/Folheto_Investimento_em_Portugal.pdf>

RAMOS, Marta Fernandes – *Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas*. In Coleção Estudos, n.º 6. Instituto do Conhecimento AB (2017) – p. 92-297. [Consult. 2020-05-17] Disponível em WWW.<URL:<https://abreuadvogados.com/media/q5tnofdo/capital-de-risco-e-financiamento-banc%C3%A1rio.pdf>>

Comissão de Mercado de Valores Mobiliários - *Relatório sobre a atividade de capital de risco-2018* [Consult. 2020-09-15] Disponível em WWW.<URL:http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg>

Parlamento Europeu - *Fichas temáticas sobre a União Europeia, O Direito das Sociedades*
[Consult. 2020-09-15] Disponível em
WWW.<URL:<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/35/o-direito-das-sociedades>>

Business Angels Club, [Consult. 20-08-26]. Disponível em
WWW.URL:<http://www.businessangels.pt/club/cod_conduta_BAC.pdf>

PETCH, Neil. *In Entrepreneur Middle East* [Consult. 2019-09-18]. Disponível em
WWW.>URL:<https://www.entrepreneur.com/article/271290>>

Legislação

LEI N.º 18/2015. *D.R. I série*. 210 (15-03-04) 1281-1302.

DECRETO-LEI N.º 66/2004. *D.R. I série*. 71 (04-03-24) 1788-1794.

DECRETO-LEI N.º 76-A/2006. *D.R. I série-A*. 1º Suplemento 63 (06-03-29). 2328(2-186).

“TRATADO SOBRE O FUNCIONAMENTO DA UNIÃO EUROPEIA”. *Jornal Oficial da União Europeia*, C 326/01 (2012-10-26)

DECRETO-LEI N.º 49/2010. *D.R.I série*. (10-05-19) 1722-1728

DECRETO-LEI N.º 372/2007. *D.R.I. série*. 213 (2007-11-06)

DECRETO-LEI N.º 33/2019. *D.R.I. série*. 44 (19-03-04)

DECRETO-LEI N.º 162/2002. *D.R.I. série*. 158 (02-07-11)

DECRETO-LEI N.º 403/86. *D.R. I. série*. 278 (86-12-03)

DECRETO-LEI N.º 298/92. *D.R.I. série-A*. 6º Suplemento. 301 (92-12-31) 6056-(24) a 6056-(51)

LEI N.º 102/2015. *D.R.I. série*. 164 (15-08-24) 6249-6252.