



Financiamento das *Start-ups* em Portugal

(Versão Final Após Defesa)

Rúben Alexandre Rosinha Simões

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em

Economia

(2º ciclo de estudos ou mestrado integrado)

Orientador: Prof^a. Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro Teixeira

Maio de 2023

Folha em branco

Declaração de Integridade

Eu, Rúben Alexandre Rosinha Simões, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição M10721 de Economia da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade da Beira Interior, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior, Covilhã 22/05/2023

Rúben Alexandre Rosinha Simões

(assinatura conforme Cartão de Cidadão ou preferencialmente
assinatura digital no documento original se naquele mesmo formato)

Folha em branco

Agradecimentos

A realização e conclusão deste trabalho não teriam sido possíveis sem a colaboração de algumas pessoas neste processo. Manifesto, assim, o meu agradecimento às pessoas que, diretamente ou indiretamente, contribuíram para a apresentação final desta dissertação.

À Professora Doutora Zélia Serrasqueiro, minha orientadora, que me acompanhou ao longo desta jornada e que sempre se mostrou disponível para esclarecer dúvidas, dar opiniões e apoiar as alterações neste trabalho.

À minha família, que sempre me apoiou e mostrou interesse pelo meu trabalho. Foram eles que sempre me ouviram e apoiaram, nos momentos de desânimo.

Aos meus amigos, pelo apoio, ajuda e paciência que tiveram comigo ao longo deste trabalho.

Folha em branco

Resumo

Criar e desenvolver um bom ecossistema empreendedor, para que as *start-ups* possam ter sucesso, é de extrema importância no contexto económico, pois estas assumem-se como grandes impulsionadoras do desenvolvimento económico, criando produtos e serviços inovadores ao mesmo tempo que contribuem para a diminuição do desemprego.

As decisões de financiamento são conhecidas por determinarem o sucesso de uma *start-up* e, por isso, a questão do financiamento assume uma enorme importância na atualidade.

A presente investigação procurou compreender as decisões de financiamento das *start-ups* em Portugal. Para isso, realizou-se um questionário destinado às empresas composto por perguntas de resposta aberta e fechada, procurando chegar ao maior número possível de *start-ups* de diferentes setores de atividade. De seguida os questionários recebidos foram alvo de tratamento de dados através da folha de cálculo Excel.

Este estudo apresenta como principal conclusão que as decisões de financiamento de uma *start-up* são uma condição para o seu sucesso. Numa fase inicial a preferência recai sobre o financiamento dos fundadores, recorrendo ao *Bootstrapping*, nas fases seguintes é notório a preferência do financiamento interno, sendo que só em último caso recorrem ao financiamento externo, confirmando a aplicabilidade da Teoria da *Pecking Order*.

Palavras-chave

Start-up; Financiamento; Empreendedorismo; Portugal

Folha em branco

Abstract

Creating and developing a good entrepreneurial ecosystem, so that start-ups can be successful, is extremely important in the economic context, as they are major drivers of economic development, creating innovative products and services while contributing to reduce unemployment.

Financing decisions are known to determine success, and therefore the issue of financing is one of the most important topics on these days.

This research main objective is to understand the financing decisions of start-ups in Portugal. To this end, we conducted a questionnaire for companies that had open and closed questions, trying to reach the largest possible number of start-ups from different sectors of activity. The questionnaires received were then subject to a data analysis process using Excel.

The main conclusion of this study is that the financing decisions of a start-up are a condition for its success. In an initial phase the preference is for using the resources from the founders, using Bootstrapping, and in the following phases there is a clear preference for internal funding, and only in the last case do they resort to external funding, confirming the applicability of the Pecking Order Theory.

Keywords

Start-up; Financing; Entrepreneurship; Portugal

Folha em branco

Índice

Agradecimentos	v
Resumo	vii
Palavras-chave	vii
Abstract	ix
Keywords	ix
Índice.....	xi
Lista de Figuras.....	xii
Lista de Gráficos	xiii
Lista de Tabelas	xiv
Lista de Acrónimos, Siglas e Abreviaturas	xv
1. Introdução	1
2. Decisões de financiamento.....	3
2.1. Estrutura de capital.....	3
2.2. Teoria Modigliani e Miller (1958)	3
2.3. Teoria Modigliani e Miller (1963)	4
2.4. Teoria do <i>Trade off</i>	5
2.5. Teoria da <i>Pecking Order</i>	5
3. Financiamento das <i>Start-ups</i>	6
3.1. Conceito e Desenvolvimento das <i>Start-ups</i>	6
3.2. Fontes de financiamento das <i>Start-ups</i>	9
3.2.1. Financiamento Próprio.....	11
3.2.2. Financiamento Alheio.....	11
3.2.3. Ecosistema e Financiamento das <i>Start-ups</i> em Portugal	14
4. Metodologia.....	16
4.1. Objetivos e contextualização do estudo.....	16
4.2. Recolha de informação e amostra	16
4.3. Análise e Interpretação de Resultados	17
5. Discussão de resultados.....	23
6. Conclusão.....	25
7. Apêndice A.....	27
8. Apêndice B.....	32
9. Bibliografia	36

Lista de Figuras

Figura 1 - Caminho para o sucesso (caso de um produto)	8
--	---

Lista de Gráficos

Gráfico 1- Fases da start-up.....	10
Gráfico 2- Características procuradas no recrutamento	18
Gráfico 3- Fase da vida da start-up	19
Gráfico 4- Razões para a criação da start-up	20
Gráfico 5- Dificuldades sentidas na criação da start-up	20
Gráfico 6- Financiamento para a criação da start-up	21
Gráfico 7- Motivo do pedido de novo financiamento.....	21
Gráfico 8- Tipo de investidor que a start-up prefere.....	22
Gráfico 9- Preferências dos fundadores vs. tipos de financiamento.....	22
Gráfico 10- Principais dificuldades no acesso a financiamento	23

Lista de Tabelas

Tabela 1- Ano de criação da start-up	17
Tabela 2- Localização geográfica.....	17
Tabela 3- Forma jurídica das start-ups da amostra.....	18
Tabela 4- N° de colaboradores da start-up.....	19

Lista de Acrónimos, Siglas e Abreviaturas

OECD Organization for Economic Co-operation and Development

IAPMEI Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

CEO *Chief Executive Officer*

MM Modigliani e Miller

1. Introdução

Numa época marcada pela inovação e pela mudança, o empreendedorismo apresenta-se como um conceito que potencia a criação/desenvolvimento de produtos e serviços inovadores capazes de dinamizar a economia (Klein *et al.*, 2020). Levados por esta ideia do empreendedorismo, são cada vez mais os jovens que escolhem criar os seus próprios negócios, desenvolvendo as suas ideias e os seus projetos, criando assim as chamadas *start-ups*.

Na literatura existe a opinião generalizada que estas jovens empresas desempenham um papel crítico na estimulação das economias, aumentando a produtividade e consequentemente contribuem para a criação de postos de trabalho e criação de riqueza. Por isso, contribuir para este desenvolvimento e para o sucesso destas empresas é algo cada vez mais visto como objetivo pelas diferentes economias (Söderblom & Samuelsson, 2014).

As *start-ups*, dado ao seu carácter inovador e de alto risco, são suscetíveis de insucesso, como é possível verificar no estudo de Kalyanasundaram (2018) que esta percentagem é de 90%. Este insucesso pode dever-se a vários fatores, sendo o acesso a financiamento aquele de maior destaque na literatura. O acesso a financiamento é um assunto de enorme importância para estas empresas, uma vez que frequentemente estas lutam para sobreviver com lucros muito baixos ou nulos e sem rendimentos nos primeiros anos.

Dada a importância da problemática do acesso a financiamento, esta é uma das questões mais discutidas entre os académicos no contexto das *start-ups* associado às escolhas feitas pelos empreendedores nas fases mais iniciais da vida das empresas. Os empreendedores têm uma visão estratégica da sua ideia e do seu produto ou serviço, mas muitas vezes não sabem qual o tipo de financiamento mais adequado de modo a concretizarem as suas empresas e a terem sucesso. Ter um bom conhecimento sobre todos os tipos de financiamentos que existem, de forma a optar pelo mais adequado para a *start-up*, é de extrema importância.

É também relevante mencionar que após a fase inicial das *start-ups* os empreendedores deparam-se com a mesma problemática do financiamento, sendo que a empresa começa a apresentar alguns lucros e, por isso, existe um maior leque de opções de financiamento para a mesma. Torna-se então necessário que a empresa pondere entre o uso do capital próprio e/ou do capital alheio para se financiar, tendo como o principal objetivo financiar-se ao menor custo possível (Gallina & Araújo, 2018). Várias são as

teorias que pretendem explicar as decisões de estrutura de capital das empresas, sendo as mais conhecidas na literatura clássica a teoria de Modigliani & Miller, teoria do *Trade-off* e a teoria da *Pecking Order*.

De maneira a ultrapassar esta dificuldade no acesso a financiamento por parte das *start-ups* é necessário que os governos contribuam para a criação de condições e incentivos para estas empresas. Um exemplo relevante em Portugal é a estratégia do Governo português para o empreendedorismo, destacando-se o programa *StartUp Portugal*.

Dada a pertinência da temática da presente investigação foi então desenvolvido este estudo que apresenta como principais objetivos:

- Averiguar se o financiamento é um fator determinante do sucesso das *start-ups*;
- Identificar o financiamento utilizado pelas *start-ups* ao longo do seu ciclo de vida;
- Verificar a aplicabilidade das teorias da estrutura de capitais em contexto de *start-ups*.

Relativamente à organização deste trabalho, primeiramente foi realizado um capítulo introdutório, de seguida é feito um enquadramento teórico do tema na literatura existente, pretendendo-se abordar os temas de maior destaque na mesma. Em seguida é apresentada a metodologia de investigação, descrevendo como foi realizada a recolha de dados para este estudo exploratório. Segue-se a apresentação e a discussão de resultados. Por fim, foi realizado o capítulo das conclusões em que é feita uma síntese das principais conclusões retiradas desde estudo.

2. Decisões de financiamento

2.1. Estrutura de capital

O tema da estrutura de capital e o seu impacto no valor de uma empresa tem sido alvo de muita atenção e debate sobretudo na área das finanças empresariais. Existe uma concordância entre a maioria dos autores de que as decisões relativamente ao financiamento das empresas são de extrema importância, pois uma utilização eficiente das diferentes fontes de financiamento à disposição de uma empresa leva à redução do custo do seu financiamento e consequentemente ao aumento do seu valor.

A estrutura de capital representa a forma como uma empresa se financia, que pode ser por capitais próprios e/ou alheios, sendo que uma escolha eficiente quanto às fontes de financiamento leva a uma redução dos custos financeiros e à maximização do valor de mercado de uma empresa (Teixeira, 2017; Khan, 2020; Mahajan, 2020). Apesar dos estudos que incidem sobre este tema, esta problemática ainda não é clara e por isso várias foram as teorias que ao longo dos anos foram desenvolvidas com o objetivo de explicar e encontrar uma estrutura de capital ótima.

Segundo Tilehnoei (2014) e Jarallah (2018), a teoria da estrutura de capital moderna teve como base a teoria de Modigliani & Miller (1958) e mais tarde apareceram outras teorias importantes como a teoria do *Trade-Off* e a teoria da *Pecking Order*.

2.2. Teoria Modigliani e Miller (1958)

Ao falarmos do tema da estrutura de capital é inevitável fazer referência a MM. Para diversos autores como Rebelo (2016), Abeywardhana (2017) e Silva (2018) o estudo de MM, que deu origem ao artigo “*The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*”, foi o ponto de partida daquilo que é hoje a moderna teoria financeira sobre a estrutura de capitais e decisões de financiamento.

No seu estudo, MM (1958) apresentaram um modelo baseado em vários pressupostos como a existência de um mercado de capitais perfeito onde não existem atritos para as empresas recorrerem ao financiamento querendo isto dizer que não existem impostos, custos de agência, custos de falência, custos de transação ou assimetria de informação. Outros pressupostos são de que a empresa apenas pode emitir

dois tipos de títulos, as obrigações e as ações e que os investidores têm expectativas homogêneas sobre a rentabilidade futura.

Segundo Peixoto (2017) e Aljamaan (2018), o estudo de MM (1958) prova que, perante estes pressupostos, a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante para o valor da empresa.

2.3. Teoria Modigliani e Miller (1963)

O artigo de MM (1958) foi, nos anos seguintes à sua publicação, alvo de várias críticas, nomeadamente por parte da comunidade académica, que contestaram os seus resultados obtidos devido ao pouco realismo dos pressupostos da teoria (Costa, 2015; Neto, 2019; Ogieva & Ogiemudia, 2019). No mundo real existem impostos, custos de falência, custos de agência e assimetria de informação.

De modo a ultrapassar as limitações do trabalho anterior, MM desenvolveram um novo estudo, “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”, em 1963. Neste artigo os autores reconhecem que existem benefícios fiscais associados ao financiamento por capital alheio, pois os juros pagos podem ser deduzidos no apuramento da carga fiscal à qual a empresa está sujeita. Os autores MM (1963), reconheceram assim que a estrutura de capital é importante para o valor da empresa e concluem que a estrutura de capital ótima de uma empresa deve ser constituída por 100% capital alheio (Vergas *et al.*, 2015; Cardozo, 2015; Stančić *et al.*, 2016). Esta teoria não é defendida pelos autores em geral pois uma empresa optando por se endividar vai gerar poupança fiscal, mas se esta se endividar em níveis muito altos, vai deixar de estar numa situação ótima e vai começar a ter prejuízo uma vez que não vai conseguir pagar os reembolsos e os juros provenientes da dívida (Cardozo, 2015; Rebelo, 2017; Neto, 2019).

Estas teorias de MM deram origem a vários estudos de diversos autores sobre a estrutura de capital, uns que corroboravam as suas teorias e outros que discordavam. Estes estudos impulsionaram ainda o surgimento de novas teorias como a teoria do *Trade-off* e a teoria da *Pecking Order*.

2.4. Teoria do *Trade off*

A teoria do *Trade-off* foi desenvolvida por Kraus & Litzenberger (1973) a partir dos estudos de MM (1958;1963) e segundo Myers (1984) tem como base a relação entre os custos e os benefícios que advêm do uso de dívida no financiamento das empresas.

Esta teoria analisa os custos e benefícios provenientes de dívida, indicando a existência um nível ótimo de endividamento em que os benefícios associados à dívida igualam os custos provenientes da dívida (Adair & Adaskou, 2015; Hadi *et al.*, 2017; Kannadhan, 2018). Neste ponto ótimo, os autores MM (1963) concluem que o endividamento é benéfico para as empresas pois este pode gerar poupança fiscal à empresa. No entanto, este endividamento pode originar custos de falência, uma vez que um nível de endividamento que vá para além do nível ótimo aumenta a possibilidade de a empresa entrar em incumprimento e, por isso, acabe por falir (Stein, 2013; Neto, 2014; Rodrigues, 2017).

De acordo com esta teoria, podemos dizer que o valor de uma empresa é determinado pelo equilíbrio entre os custos provenientes da dívida e os benefícios fiscais associados à dívida e que quando este equilíbrio é atingindo, estamos perante o ponto ótimo, obtendo assim a estrutura de capital ótima.

2.5. Teoria da *Pecking Order*

Esta teoria foi desenvolvida por Myers (1984) e Myers & Majluf (1984), é considerada uma oposição à teoria do *Trade-Off*, no sentido em que a Teoria da *Pecking Order* não tem como objetivo encontrar uma estrutura de capital ótima que maximiza o valor da empresa mas diz-nos que o valor da empresa é consequência das decisões de financiamento tomadas segundo uma ordem hierárquica com vista a minimizar os custos do financimanto (Rebelo, 2017; Agyei *et al.*, 2020; Nguyen *et al.*, 2020).

De acordo com Yildirim & Çelik (2020), a Teoria da *Pecking Order* é uma das teorias da estrutura do capital que tem sido alvo de diversos estudos na literatura económica. Esta teoria diz-nos que existe uma hierarquia quanto às escolhas e financiamento de uma empresa afirmando que quando é necessário um novo investimento as empresas dão preferência primeiramente às fontes de financiamento internas e só depois a fundos externos. Esta é a primeira parte da Teoria da *Pecking Order*. A segunda parte é que quando as necessidades de financiamento não são

satisfeitas por fundos internos as empresas vêm-se obrigadas a procurar fontes de financiamento externas. Esta diz-nos que quando as empresas escolhem financiamento externo, as empresas optam por dívidas de baixo risco e só em último caso recorrem à emissão de ações junto de novos investidores.

Podemos afirmar que a Teoria *Pecking Order* é importante para explicar as decisões de estrutura de capital de uma empresa, principalmente na presença de informação assimétrica. Esta teoria explica também a razão pela qual empresas bem sucedidas têm rácios de endividamento baixos (Rosário 2019; Nguyen *et al.*, 2020; Agyei *et al.*, 2020).

3. Financiamento das *Start-ups*

3.1. Conceito e Desenvolvimento das *Start-ups*

Nos últimos anos a palavra *start-up* passou a ser utilizada com mais frequência, devido ao crescente número de empresas fundadas por jovens empreendedores e ao sucesso que algumas dessas empresas têm conseguido obter.

As *start-ups* têm tido um papel fundamental para as economias dos países em geral, uma vez que, além de criarem produtos e serviços inovadores também contribuem para a criação de emprego (Roosta *et al.*, 2019; Sopjani, 2019; Konno, 2021). Ao longo das últimas décadas vários foram os autores que tentaram definir uma *start-up*, no entanto, não existe consenso sobre a sua definição.

Segundo Sopjani (2019), uma *start-up* é uma empresa recente que tem a intenção de criar um plano de negócios viável com o objetivo de satisfazer as necessidades da sociedade através de ideias inovadoras. O autor diz ainda que as *start-ups* encaixam melhor em países em desenvolvimento pois estes têm como objetivo reduzir a pobreza e estimular o crescimento económico sustentado através de soluções inovadoras.

O autor Slávik (2019), define *start-up* como sendo uma experiência empresarial em que são empresas muito recentes que têm a oportunidade de desenvolver e implementar ideias inovadoras e arriscadas, de modo a satisfazer as necessidades atuais da população ou descobrir novas necessidades. Estas empresas são caracterizadas pelo elevado potencial de crescimento, mas também pela grande possibilidade de fracasso.

Segundo Santos (2019), uma *start-up* consiste numa empresa que está diretamente ligada à inovação e à criação de novos produtos e serviços tendo como objetivo criar um modelo de negócio que a consiga fazer crescer cada vez mais. O autor refere ainda que estas empresas são muitas vezes criadas em ambiente de grande incerteza e de grande risco.

Podemos então concluir que apesar de não haver uma definição concreta do conceito de *start-up*, esta pode ser definida como sendo uma empresa jovem, de pequena dimensão, que espera satisfazer uma necessidade ou criar um serviço de uma forma inovador. As *start-ups* têm um modelo de negócio escalável¹ e de rápido crescimento, com enorme impacto no desenvolvimento e na economia dos países, na medida em que contribuem fortemente para a criação de emprego.

O processo de lançamento de uma *start-up* é caracterizado por vários desafios e sujeito a uma enorme probabilidade de fracasso. Segundo Miski (2014), Kalyanasundaram (2018) e Roshanzamir *et al.*, (2019), apenas uma em cada dez empresas consegue ter sucesso o que significa que 90% das *start-ups* acabam por falhar na sua fase inicial. O sucesso ou insucesso destas empresas pode acontecer devido a diversos fatores como a falta de financiamento, equipa/ recursos humanos, plano de negócios, problemas de mercado, estratégia entre outros (Miski, 2014 e Oliveira, 2019).

Sendo assim, é fundamental perceber como se pode criar uma *start-up* de modo que esta alcance o sucesso. A figura seguinte ilustra o caminho para o sucesso.

¹ Modelo de negócio escalável: É um modelo em que a empresa cresce sem haver um aumento de custos proporcional.

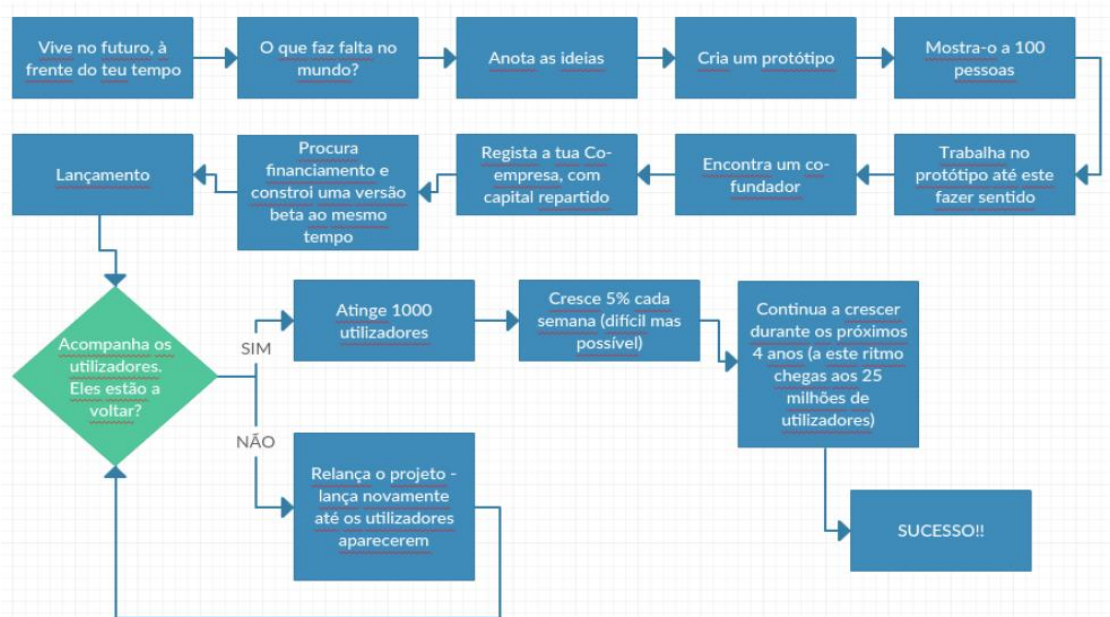


Figura 1 - Caminho para o sucesso (caso de um produto)

Fonte: Bessa (2015)

De acordo com Bessa (2015), tudo começa pela capacidade de se viver no futuro. De seguida é importante refletir o que faz falta no mundo, ou seja, aquilo que faz falta ao consumidor. Depois é essencial anotar as ideias, criar um protótipo e mostrá-lo a cerca de 100 pessoas, idealmente amigos, conhecidos e desconhecidos de modo a obter um vasto leque de *feedbacks*. Obter *feedbacks* e trabalhar no protótipo de modo a torná-lo o mais otimizado possível. É importante também encontrar outra pessoa que partilhe da mesma ideia e que tenha a mesma vontade de avançar e fazer crescer o projeto. Após fazer o registo do negócio, deve-se elaborar a versão beta² do produto e procuram novos investidores. Por fim, é lançado o produto e em caso de *feedback* positivo, a empresa terá tudo para continuar a crescer e ser um sucesso. Em caso de *feedback* negativo, deve ser dado um passo atrás, repensar o que pode ser mudado e relançar novamente o produto até que o *feedback* dos consumidores seja positivo.

O caminho para o sucesso de uma *start-up* é extremamente desafiante e é preciso estar preparado para estar constantemente a ultrapassar desafios, tomar decisões, despender tempo, esforço, empenho e ter capital disponível para investir (Roshanzamir *et al.*, 2019; Geocking *et al.*, 2020).

² A versão beta é a versão de um produto que ainda está na sua fase de desenvolvimento, mas que é disponibilizado para que os consumidores possam dar o seu *feedback*.

3.2. Fontes de financiamento das *Start-ups*

O financiamento é fundamental para o desenvolvimento e crescimento das empresas. A temática do financiamento sobretudo, em contexto de *start-ups*, tem sido alvo de muito interesse por parte da comunidade científica. Segundo Čalopa *et al.*, (2014) e Vaznyte & Andries (2019) as decisões de financiamento tomadas pelas *start-ups* são de tal importância que na maioria das vezes podem determinar o sucesso ou o insucesso destas empresas. Segundo Baltazar *et al.*, (2018) e Colombo *et al.*, (2021) é necessário a economia financiar estas *start-ups* pois devido às suas características estas empresas têm elevado potencial de crescimento e de criação de emprego, o que por sua vez irá levar ao desenvolvimento dos países e das suas economias.

Assim, no momento da tomada de decisão acerca do tipo de financiamento a escolher, os empreendedores devem ter conhecimento das fontes de financiamento existentes. No entanto também é importante o empreendedor saber em que fase do ciclo de vida se encontra a *start-up*, o que se repercute na escolha das fontes de financiamento (Silva, 2015; Baltazar *et al.*, 2018; Klein, 2020).

Sobre o ciclo de vida das *start-ups* não existe um consenso entre os autores quanto ao número de fases do ciclo de vida de uma *start-up*, uns argumentam que existem três fases, outros quatro e ainda há quem argumente que existem cinco fases. Autores como Čalopa *et al.*, (2014) afirmam que existem três fases, a primeira a *Problem/Solution Fit*, a segunda *Product/Market Fit* e a terceira *Scale*. Vohora *et al.*, (2004) defendem que existem cinco etapas, começando na pesquisa, oportunidade, pré-organização, reorientação e por fim o crescimento sustentável. Condessa *et al.*, (2018) indicam a existência de cinco fases: a Semente, *Startup*, *Early Stage*, *Expansão/Maturidade* e *Declínio/Revitalização*. Silva (2015) e Klein (2020) argumentam que existem quatro fases da vida de uma *start-up*: *Semente/Seed*, *Startup*, *Early Stage*, *Expansão/Maturidade*. Para este estudo, este foi o ciclo de vida adotado.

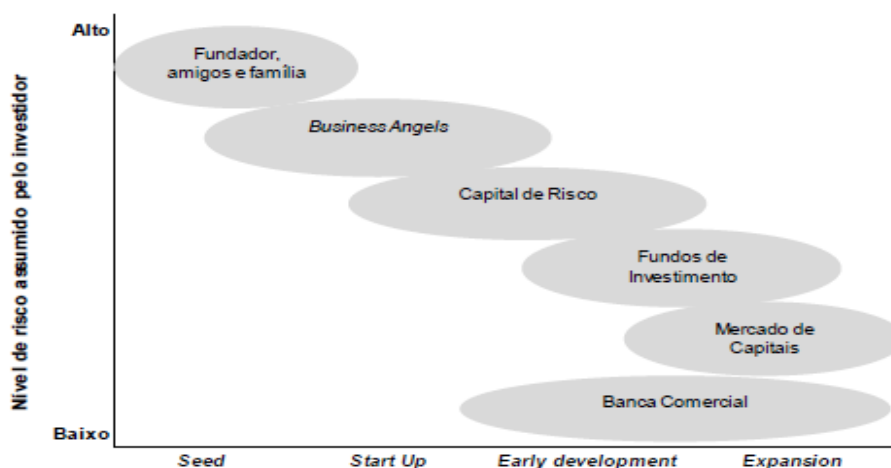


Gráfico 1- Fases da start-up

Fonte: Silva (2015)

De acordo com o gráfico 1, a *Seed* é a fase da ideia de negócio. Durante esta fase os níveis de assimetria de informação são mais elevados e tratando-se de empresas jovens, na medida em que não existe histórico contabilístico, estas não têm capacidade de endividamento pois não têm património para dar como garantias. Então na fase inicial, uma grande parte das *start-ups* têm como principal fonte de financiamento o capital dos fundadores, amigos e família (Soetanto & Geenhuizen, 2015; Rishabh *et al.*, 2016; Oranburg, 2020). A fase *start up* é a fase onde são desenvolvidos os diversos produtos, mas ainda sem início da atividade comercial. Esta é uma fase onde os custos aumentam por isso torna-se necessário começar a recorrer a fontes de financiamento externas (Klein, 2020). *Early development/stage* é a fase em que a empresa inicia a comercialização do produto, sendo que muitas vezes nesta fase a empresa não apresenta lucros. Na Expansão as empresas atingem a maturidade e pretendem continuar a desenvolver-se. Nesta fase a empresa apresenta lucros e, por isso, já se consegue financiar através do capital próprio (Silva, 2015; Condessa *et al.*, 2018; Colombo *et al.*, 2021).

Segundo Condessa *et al.*, (2018), o primeiro passo perante a necessidade de financiamento é decidir se este vai ser realizado com recursos próprios ou alheios. Sendo os tipos de financiamento mais populares para uma *start-up* o *Bootstrapping*, os 3 F's (*fools, family, friends*), *Business Angels*, o *Crowdfunding*, o Financiamento Bancário, o Capital de Risco e os Incentivos Governamentais.

3.2.1. Financiamento Próprio

Bootstrapping

Este tipo de financiamento é, entre os vários tipos de financiamento, aquele que é mais utilizado na fase mais inicial de uma empresa (Soetanto & Geenhuizen, 2015; Horváth, 2018). O recurso ao *Bootstrapping*, consiste no financiamento da empresa com fundos dos fundadores da mesma (Maia *et al.*, 2021).

Segundo Ye (2017), o *Bootstrapping* não se refere só ao financiamento, mas também a outras maneiras de obter recursos necessários, nomeadamente pedir materiais emprestados, comprar materiais em segunda mão e utilizar favores pessoais para conseguir os recursos necessários para manter a *start-up* viva.

Devido às elevadas dificuldades no acesso ao financiamento externo na fase inicial, a grande maioria das empresas opta por este tipo de financiamento. Este tipo de financiamento evita custos com fontes de financiamento externas e apresenta outra vantagem, na medida em que como não existem investidores externos, o que quer dizer que o empreendedor não abdica da participação da sua empresa, mantendo a sua participação de 100% (Smith, 2016; Ye, 2017).

3.2.2. Financiamento Alheio

Financiamento bancário

Numa fase inicial da vida de uma empresa os empreendedores evitam este tipo de financiamento uma vez que este exige muito tempo para tratar de toda a burocracia que envolve o processo. Além disso, não há garantias para prestar ao banco, logo é praticamente impossível obter este tipo de financiamento numa fase recente da vida de uma empresa (Marchese, 2014; Ye, 2017; Klein *et al.*, 2019). Os bancos preferem emprestar dinheiro a empresas já estabelecidas no mercado e com uma reputação já consolidada, considerando que são empréstimos menos arriscados (Bessa, 2015).

O financiamento bancário é um dos mais utilizados numa fase mais adiantada do ciclo de vida da empresa, geralmente quando esta já apresenta lucros e, por isso, já consegue dar garantias ao banco. Este financiamento, no entanto, envolve custos, uma vez que a empresa está obrigada a reembolsos, e a pagar juros (Neto, 2018; Condessa *et al.*, 2018). Existem outras maneiras de obter crédito com vantagens e desvantagens

diferentes das do empréstimo bancário, como o *Factoring*, e o *Leasing* (Condessa *et al.*, 2018).

O *factoring*, segundo a ALF (2021), representa a aquisição de créditos a curto prazo, que advém da venda de produtos ou prestação de serviços no mercado interno ou externo. Este tipo de financiamento envolve três entidades em que uma empresa cede os seus créditos comerciais de curto prazo (aderente), a uma instituição financeira (factor), referente às vendas a crédito de bens e de serviços efetuados aos clientes (devedores) (Bărbuță-Mișu, 2013; AFL, 2021).

O *Leasing* de acordo com a ALF (2021), define-se por um contrato em que o locador (empresa de *leasing*) cede ao locatário (cliente), um bem, móvel ou imóvel, mediante de uma renda predefinida. Estes podem ser depois adquiridos a título definitivo mediante de um pagamento de um valor já definido no contrato.

Segundo, Condessa *et al.*, (2018) estes tipos de financiamento apresentam como vantagens não terem uma participação no capital da empresa e um processo de decisão mais rápido.

3 F's (Friends, family, and Fools)

Este é também um tipo de financiamento muito usado na fase inicial da vida de uma *start-up*, logo a seguir ao *Bootstrapping* (Nielsen, 2017). Neste tipo de financiamento o empreendedor procura os amigos e família para obter este tipo de financiamento (Maia *et al.*, 2021). Os amigos e a família por serem próximos e acreditarem no projeto apresentado muitas vezes acabam por investir o seu dinheiro para ajudar a empresa numa fase inicial da sua vida.

Este tipo de financiamento tem a vantagem de o fundador não passar por todas as burocracias que normalmente envolvem os outros tipos de financiamento e, ainda, tem a vantagem que se tratando de pessoas familiares ou amigas, muitas vezes o reembolso é feito de uma forma mais flexível (Silva *et al.*, 2018). O *Fools*, está associado ao alto risco que envolve este tipo de investimento/empréstimo pois trata-se de uma fase muito inicial do ciclo da *start-up*, em que a informação sobre a mesma é praticamente nula (Maia *et al.*, 2021).

Business Angels

Este tipo de financiamento é uma oportunidade ótima para as *start-ups*, sobretudo quando estas já estão numa fase em que deixam de ser apenas uma ideia ou um plano e começam realmente a dar os primeiros passos (Nielsen, 2017). Trata-se de investidores motivados pela rentabilidade e que são especializados em apoiar, com o seu

dinheiro e experiência, empresas inovadoras e empreendedoras com boas previsões de crescimento e de sucesso (Söderblom & Samuelsson, 2014).

Este financiamento que é feito pelos *Business Angels* é também conhecido muitas vezes como “*smart money*”, pois para além do benefício monetário este financiamento vem acompanhado pela pessoa por detrás deste empréstimo, alguém que está disponível para participar no desenvolvimento da empresa, oferecendo a sua experiência e também fornecendo a sua rede de contactos (Marchese, 2014; Maia *et al.*, 2021).

Crowdfunding

O *crowdfunding* é um processo inovador de financiamento que tem vindo a crescer e a ganhar popularidade ao longo dos anos. Define-se por ser o processo de pedir a ajuda do público, para que façam doações ou empréstimos com o objetivo de ajudar novas empresas empreendedoras (Bernardino & Santos, 2020). Os fundadores expõem as suas atividades e os seus projetos em plataformas na internet, através das quais as pessoas podem contribuir com doações/empréstimos (Bessa, 2015 e Söderblom & Samuelsson, 2014). Dentro deste tipo de investimento existem quatro tipos diferentes de *Crowdfunding*: *crowdfunding* de doações, *crowdfunding* de recompensas, *crowdfunding* de empréstimos e *crowdfunding* de capitais próprios.

O *crowdfunding* de doações, como o nome indica, é baseado nas doações que as pessoas dão para boas causas, eventos de caridade ou projetos sociais. O *crowdfunding* de recompensas é o mais conhecido e utilizado, em que as pessoas contribuem com doações e recebem recompensas não monetárias. O *crowdfunding* de empréstimos, trata-se de empréstimos no sentido em que têm datas definidas e com juros. No *crowdfunding* de capitais próprios as pessoas investem na empresa, ficando acionistas/sócios da mesma, significando que quando a empresa tiver lucros estes recebem uma parte desses lucros (Marchese, 2014 e Medeiros, 2015)

Segundo André (2019) as vantagens deste tipo de financiamento são que se trata de um investimento rápido e de baixo custo, geralmente não envolve uma participação no capital da empresa, as condições de acesso são flexíveis e, utilizando as plataformas online para obter financiamento, também, se está a divulgar a *start-up*, sendo possível encontrar futuros investidores e *feedback*.

Capital de Risco

Este tipo de financiamento é também conhecido como *venture capital* (VC) e é geralmente utilizado numa fase já muito avançada do ciclo de vida da *start-up*, muitas vezes são empresas que já estão no mercado, com lucros, mas que ainda não conseguiram os recursos necessários para terem um crescimento exponencial³ (Maia *et al.*, 2014).

O VC serve de alternativa ao financiamento através de empréstimo bancário e neste tipo de financiamento as empresas de capital de risco investem o seu capital em troca de ficarem elas próprias com uma participação no capital da empresa (Silva, 2015; Rosa *et al.*, 2018). O VC investe em empresas com elevado potencial de crescimento, por isso surge vocacionado para o financiamento em setores inovadores e emergentes (Söderblom & Samuelsson, 2014).

As *start-ups* não só recebem o investimento financeiro, mas também toda a experiência, o conhecimento e a rede de contactos associados a estas instituições de capital de risco (Rosa, 2018; Jeong, 2020).

Segundo Condessa *et al.*, (2018), este tipo de financiamento apresenta como principal vantagem o facto de ser um investimento atrativo para investidores de alto risco, pois estes investem montantes mais elevados do que os *Business Angels* e não aumentam o endividamento da *start-up*, uma vez que o VC entra como participantes no capital da empresa.

3.2.3. Ecosistema e Financiamento das *Start-ups* em Portugal

Portugal é cada vez mais conhecido pela sua qualidade de vida, segurança, clima, cultura e talento. Estas características contribuem de forma positiva para a criação e expansão de um forte ecossistema empreendedor.

Segundo o relatório da *Start-up & Entrepreneurial Ecosystem* (2021), elaborado por entidades como IDC, *Start-up* Portugal e Portugal Digital, é enaltecido alguns dados bastante promissores e animadores para o ecossistema empreendedor português, como o impressionante aumento do número de *start-ups* e de unicórnios⁴ portugueses nos

³ O crescimento exponencial é a capacidade de uma empresa multiplicar os seus resultados em determinado período temporal, tornando-se cada vez maior e mais competitiva.

⁴ As empresas unicórnios são aquelas *Start-ups* que atingem uma valorização de 1.000 milhões de dólares sem ter presença na bolsa.

últimos anos. Ao ler este relatório é possível ver um grande otimismo relativamente às *start-ups* portuguesas. Em 2020 existiam em Portugal aproximadamente 2159 *start-ups* e 7 unicórnios. Para além de muitos outros números que nos podemos orgulhar é de notar também os 13% acima da média europeia de *start-ups* per capita e o 12º lugar da cidade de Lisboa no top 100 de ecossistemas emergentes.

Relativamente ao financiamento, as contribuições governamentais na forma de incentivos são uma das fontes de recursos financeiros colocadas à disposição das *start-ups* para o seu lançamento ou para o desenvolvimento. Para isto, foi elaborado em 2016 pelo Ministério da Economia em Portugal, A StartUP Portugal - Estratégia Nacional para o Empreendedorismo, que segundo o IAPMEI, é um programa que contém várias medidas e que tem os seguintes objetivos: criar e apoiar o ecossistema nacional, atrair investidores nacionais e estrangeiros, melhorar o financiamento das *start-ups* em todas as suas fases de vida e promover e acelerar o crescimento das *start-ups*. Este programa teve como algumas medidas o *Startup Voucher*, o Programa *Momentum*, o Vale Incubação, as Missões de Internacionalização e o *Road2WebSummit*.

Apesar de este programa ter sido um sucesso, o governo português decidiu continuar a investir nesta área, então segundo o Ministério da Economia (2018), o governo apresentou novas medidas para este programa StartUP Portugal, originando assim o programa denominado StartUP Portugal+, este mais recente programa é um *upgrade* do programa anterior, focando as suas áreas de intervenção nos ecossistemas, no financiamento e no apoio à internacionalização. Foram então melhorados alguns aspetos e apresentadas mais 20 medidas divididas pelas áreas de intervenção mencionadas acima. Para ver as medidas e programas implementados em Portugal, consultar apêndice A.

A IAPMEI e a Startup Portugal, são as responsáveis pela gestão das medidas e pelas diversas iniciativas e de acordo com Condessa *et al.*, (2018) estes incentivos dados pelo estado têm várias vantagens, como terem baixo custo, uma vez que são incentivos não reembolsáveis as empresas não têm custos nem se endividam, é feito um acompanhamento da execução do projeto, o que leva a uma gestão mais equilibrada e existe para além dos incentivos financeiros a componente de ações de divulgação do projeto.

4. Metodologia

4.1. Objetivos e contextualização do estudo

Este estudo tem como objetivo analisar a importância do financiamento para o sucesso das *start-ups*. Este tópico é de particular importância, pois as *start-ups* impulsionam a inovação e a criação de riqueza, mas estas estão associadas a uma alta taxa de insucesso.

É pretendido através deste estudo exploratório apresentar alguns fatores que se apresentem como determinantes para que uma *start-up* seja bem-sucedida, tendo como principal alicerce a temática do financiamento.

Para a recolha dos dados necessários para a realização deste estudo, foi enviado um questionário a um conjunto de *start-ups* previamente selecionadas. As *start-ups* foram selecionadas, de modo que fosse possível abranger vários setores de atividade e localizações geográficas.

4.2. Recolha de informação e amostra

Por forma a obter uma amostra de *start-ups* que se enquadrassem na problemática deste estudo, considerou-se uma *start-up* como sendo uma empresa jovem, com um projeto inovador e com idade não superior a 5 anos.

Para obtenção dos dados foi utilizada a plataforma da *Start-up Portugal* (<https://startupportugal.com/>). Esta plataforma funciona como base de dados de *start-ups* em Portugal. Neste site existe um *dashboard* no qual foram aplicados alguns filtros como: empresas fundadas em Portugal e com data de fundação a partir do ano de 2017, de modo a obter o universo de *start-ups* que se enquadravam no tema em estudo.

Tendo em conta o tema e os objetivos apresentados anteriormente, para a realização deste estudo optou-se pela construção de um questionário, com perguntas de carácter aberto e fechado. Este questionário foi elaborado na plataforma *google forms*, tendo como objetivo a criação de um *link* para depois poder ser partilhado com as empresas via email.

Foram selecionadas 214 *start-ups* no site da *StartUP Portugal* e de seguida foram contactadas as empresas via email a partir do dia 08/09/2022, para solicitação do preenchimento do questionário pelos fundadores ou atuais *CEO's* da empresa, tendo sido

obtidas 56 respostas. Após uma análise das respostas obtidas, foram descartadas 4 empresas devido ao incorreto preenchimento dos questionários, obtendo-se uma amostra final constituída por 52 *start-ups*.

4.3. Análise e Interpretação de Resultados

Relativamente à idade das *start-ups* da amostra, é possível verificar na tabela 1 que a amostra é constituída por empresas de idades variadas. De notar que neste estudo as *start-ups* com mais representatividade foram fundadas em 2019 e 2020, e em ambos os casos correspondem a 23% da nossa amostra.

Tabela 1- Ano de criação da *start-up*

Ano de criação	Nº de <i>start-ups</i>	%
2017	8	15%
2018	8	15%
2019	12	23%
2020	12	23%
2021	8	15%
2022	4	8%
Total	52	100%

Fonte: Elaboração própria

A tabela 2, mostra que a maioria das *start-ups* que fazem parte da amostra final se localizam em Lisboa, com cerca de 52% das *start-ups*, tendo sido fundadas nesta região. Adicionalmente, 21% das *start-ups* da amostra localizam-se no Porto, e em Aveiro e Braga localizam-se 8 % das *start-ups* que responderam ao questionário.

Tabela 2- Localização geográfica

Localização geográfica	Nº de <i>start-ups</i>	%
Lisboa	27	52%
Porto	11	21%
Aveiro	4	8%
Braga	4	8%
Évora	2	4%
Santarém	1	2%
Bragança	1	2%
Faro	1	2%
Coimbra	1	2%
Total	52	100%

Fonte: Elaboração própria

Na tabela 3 é possível verificar que a forma jurídica sociedade anónima é adotada por um maior número de *start-ups* e que corresponde a 17% da nossa amostra, em

seguida temos a forma jurídica unipessoal adotada por 12% das *start-ups* da amostra, é também possível verificar que se regista apenas uma empresa para as seguintes formas jurídicas: empresário em nome individual, sociedade por quotas e associação sem fins lucrativos. Por fim, é possível constatar que 65% das empresas deste estudo não identificou a forma jurídica.

Tabela 3- Forma jurídica das *start-ups* da amostra

Forma Jurídica	Nº <i>start-ups</i>	%
Anónima	9	17%
Unipessoal limitada	6	12%
Sociedade por Quotas	1	2%
Empresário em nome individual	1	2%
Associação sem fins lucrativos	1	2%
Sem resposta	34	65%
Total	52	100%

Fonte: Elaboração própria

Relativamente ao perfil dos colaboradores, foi questionado às empresas quais as características que procuravam nos seus futuros colaboradores. É assim de destacar a preferência pelas aptidões específicas e a experiência profissional, como características mais procuradas no processo de recrutamento (gráfico 2).

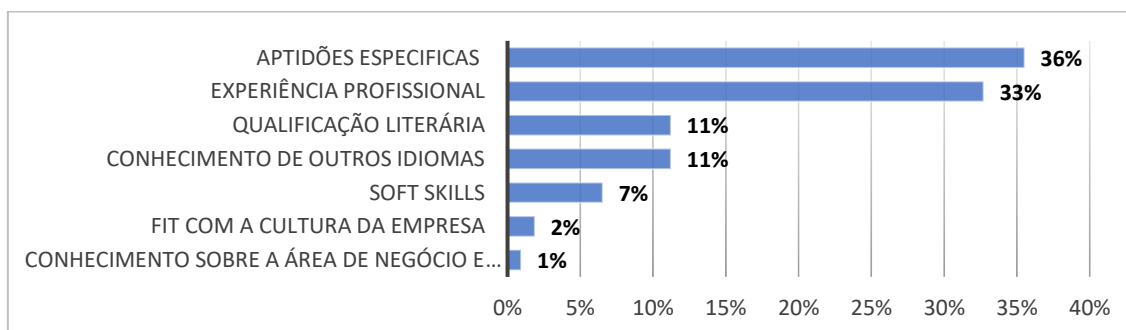


Gráfico 2- Características procuradas no recrutamento

Fonte: Elaboração própria

Através da observação do gráfico 3 é possível constatar que cerca de 40% das empresas da amostra final se encontra na fase de crescimento e 35% das *start-ups* inquiridas encontram-se na fase inicial. Cerca de 23% das empresas está sua plena atividade e apenas 2% das *start-ups* se encontram numa fase de expansão para outras atividades.

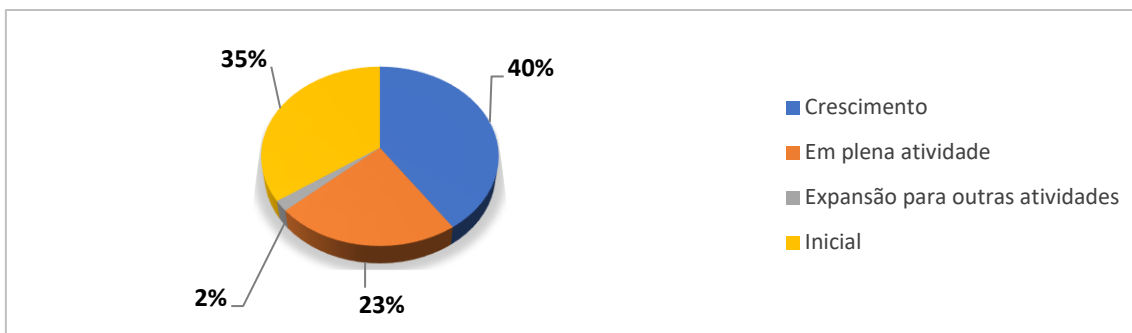


Gráfico 3- Fase da vida da start-up

Fonte: Elaboração própria

Fazendo uma análise ao número de colaboradores, a grande maioria das empresas (67% das empresas) revelaram que têm menos de 10 colaboradores e que 27% têm de 10 a 25 colaboradores (tabela 4). Em relação às habilitações literárias dos fundadores, 54% têm um mestrado/ Pós-graduação, 29% têm doutoramento, 11% possuem uma licenciatura e 6% dos fundadores têm o ensino secundário.

Tabela 4- Nº de colaboradores da start-up

Nº Colaboradores	%	Nº
<10	67%	35
10 a 25	27%	14
25 a 50	4%	2
>50	2%	1
Total	100%	52

Fonte: Elaboração própria

Quando questionados sobre os motivos que conduziram à criação da *start-up*, 43% das *start-ups* escolheram o “Desejo de criar um produto/serviço inovador”, é de salientar também outros 3 motivos relevantes, sendo eles “Realizar um sonho pessoal/profissional”, “Ter um negócio próprio” e “ambição de afirmação pelo sucesso empresarial”. Nenhuma das empresas selecionadas escolheu o motivo de estar desempregado (gráfico 4).

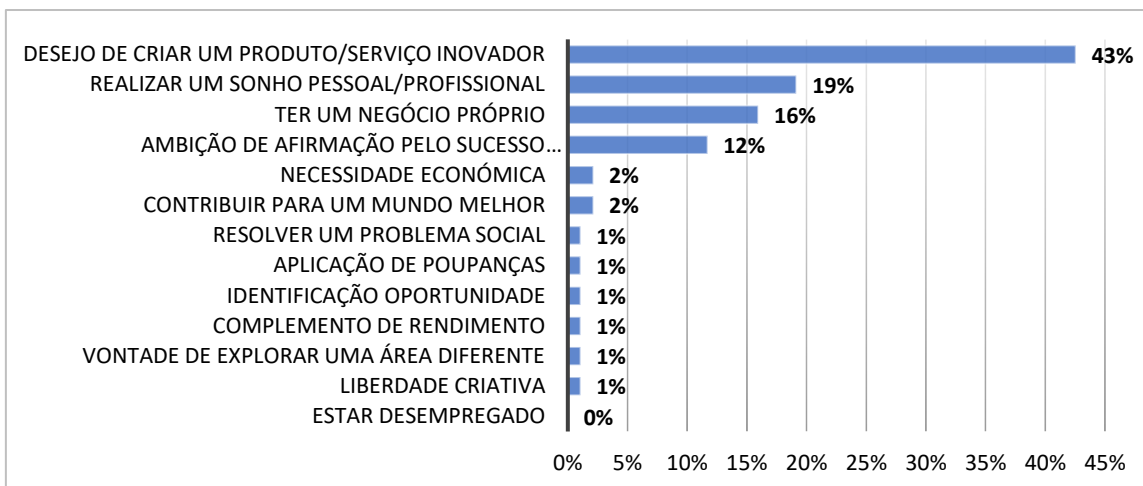


Gráfico 4- Razões para a criação da start-up

Fonte: Elaboração própria

Em termos das principais dificuldades sentidas no processo de criação da empresa, a dificuldade na obtenção de financiamento foi a dificuldade com maior percentagem de respostas. Algumas dificuldades que também vale a pena referir, são o processo burocrático, estabelecer uma rede de contactos com futuros clientes, lutar sozinho por um projeto inovador e encontrar colaboradores com o perfil e o *mindset* adequados ao projeto (gráfico 5).

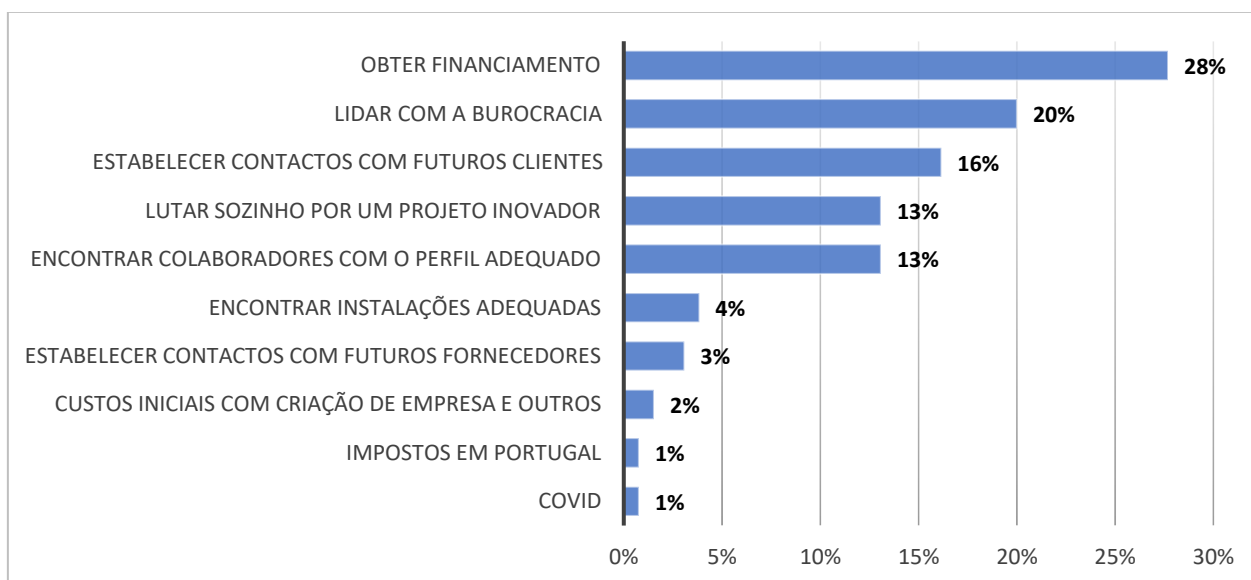


Gráfico 5- Dificuldades sentidas na criação da start-up

Fonte: Elaboração própria

Quanto à forma de financiamento na criação da *start-up*, 40% das empresas optou pelos fundos próprios, como maneira de financiar a criação da sua *start-up*. É de

salientar também o recurso a *Business Angels*, capital de risco e financiamento público. Nenhuma das empresas da amostra escolheu a opção *crowdfunding* e *leasing* (gráfico 6).

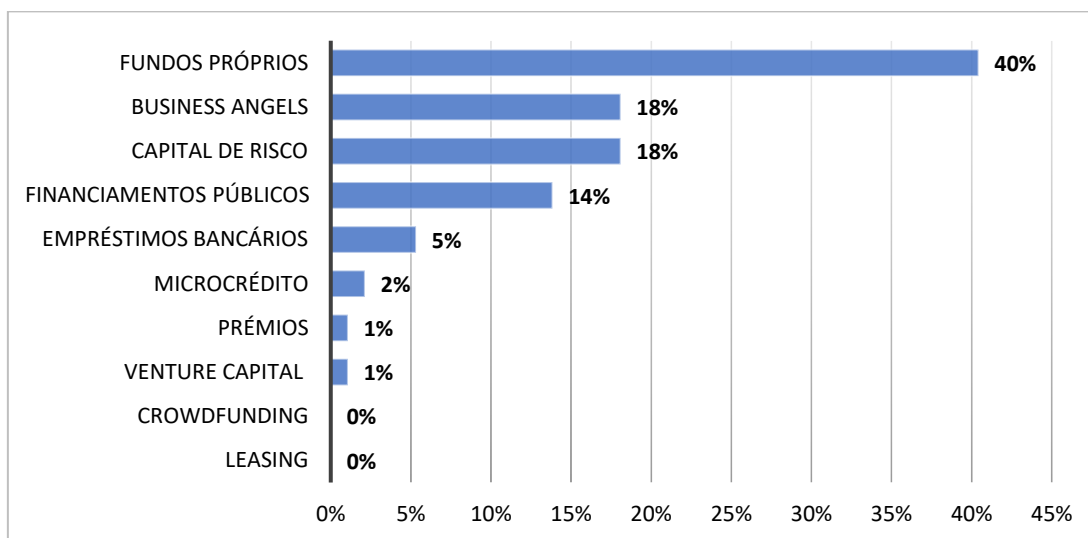


Gráfico 6- Financiamento para a criação da start-up

Fonte: Elaboração própria

Ainda relacionado com esta temática do financiamento, das 52 empresas da amostra apenas 65% das empresas pediu um novo financiamento, após a fase de criação. Apresentando como principais razões os investimentos futuros e a tesouraria da empresa (gráfico 7).

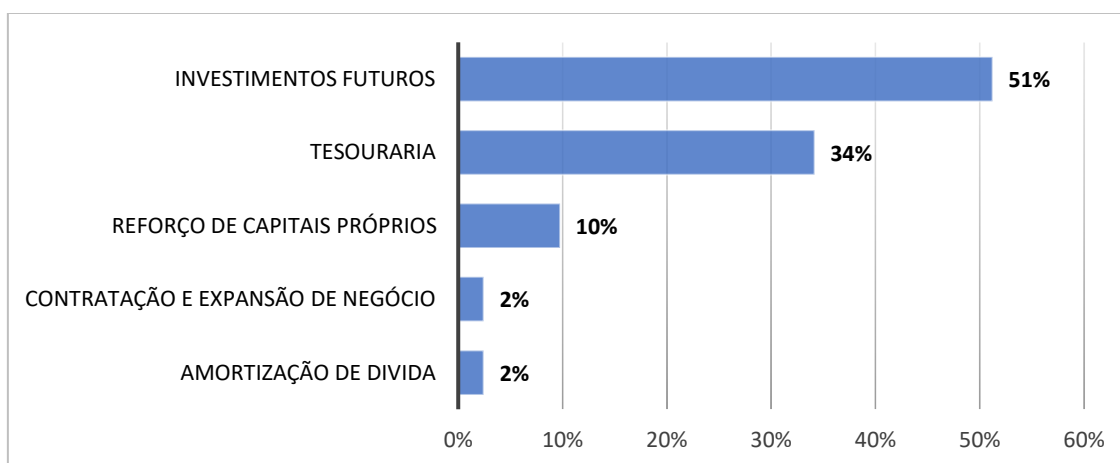


Gráfico 7- Motivo do pedido de novo financiamento

Fonte: Elaboração própria

Quando questionadas pelo tipo de investidor que a *start-up* prefere, é de notar a preferência por fundos de investimento e pelos pequenos, médios e grandes investidores

privados, com 24% dos respondentes a escolherem esta opção. De destacar também os *Business Angels* com 22% e as empresas de capital de risco com 21% (gráfico 8).

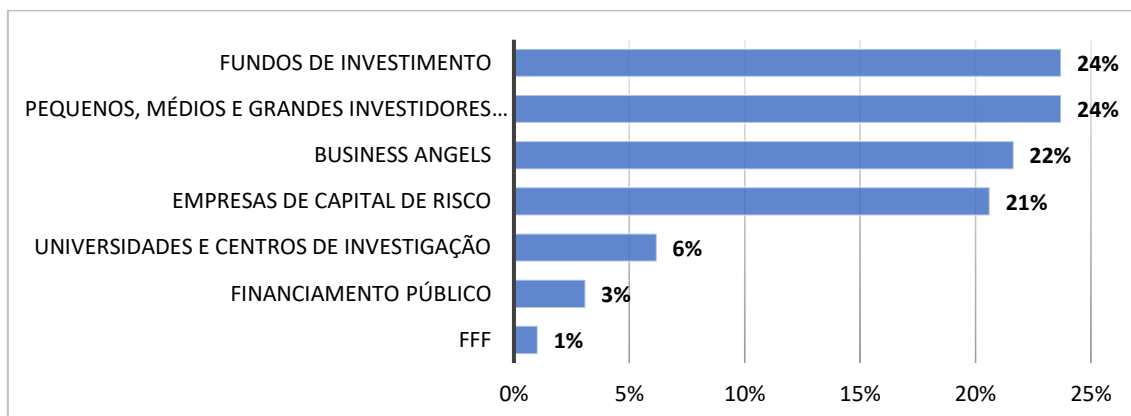


Gráfico 8- Tipo de investidor que a start-up prefere

Fonte: Elaboração própria

No gráfico 9, podemos ver a preferéncia das *start-ups* inquiridas em relação a 5 fontes de financiamento: o autofinanciamento, o endividamento, o financiamento pelos sócios atuais da empresa, o financiamento por novos sócios e as sociedades de risco.

Ao analisar o gráfico 9 é importante salientar a preferéncia pelo autofinanciamento, relativamente às outras fontes de financiamento. De notar que esta é a única fonte em que existe um consenso nas respostas obtidas. Em relação às restantes fontes de financiamento, podemos ver que estas foram consideradas menos preferidas, destacando-se o endividamento.

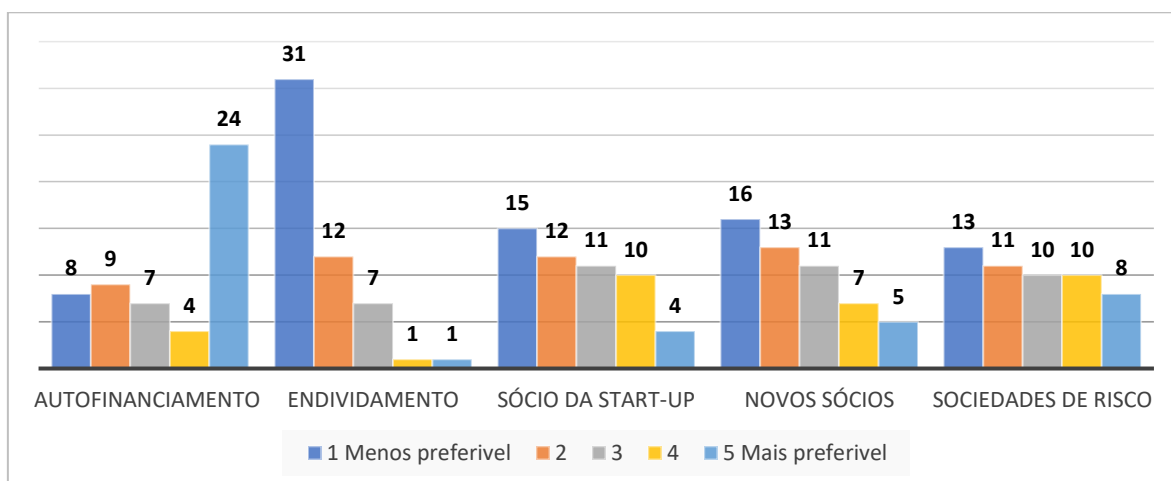


Gráfico 9- Preferências dos fundadores vs. tipos de financiamento

Fonte: Elaboração própria

Por fim, quanto às principais dificuldades no acesso ao financiamento é de salientar as garantias exigidas, a complexidade da burocracia, necessidade de apresentar antecedentes históricos, plano de negócios não atrativo e s elevados custos como taxas de juro elevadas.

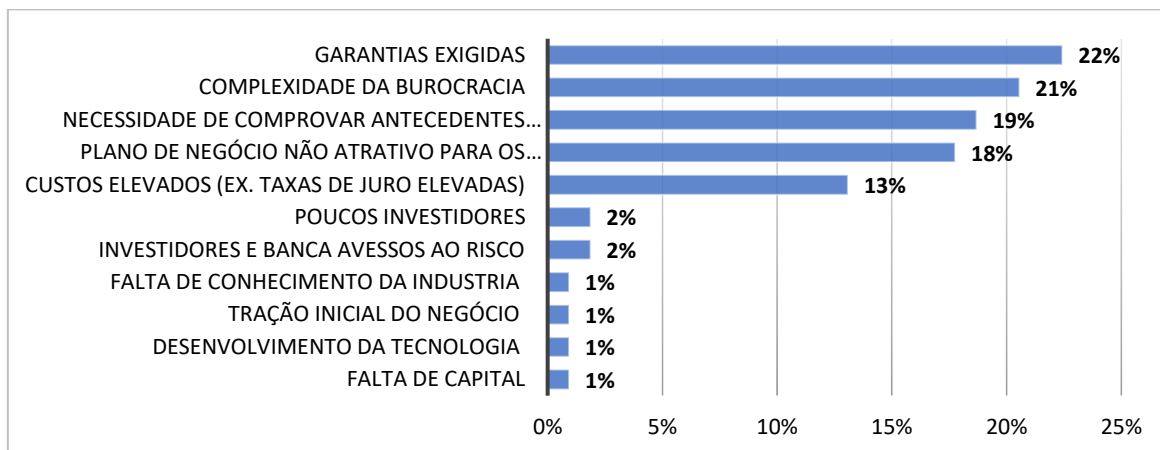


Gráfico 10- Principais dificuldades no acesso a financiamento

Fonte: Elaboração própria

5. Discussão de resultados

Neste ponto é efetuada uma discussão dos resultados obtidos neste estudo.

Uma *start-up*, é uma empresa jovem, sem capacidade para se endividar, o acesso a financiamento numa fase inicial é bastante limitado sendo praticamente impossível o financiamento externo. Esta dificuldade é também referenciada em vários estudos como Rishabh *et al.*, (2016) e Colombo *et al.*, (2021) e em semelhança ao nosso estudo é possível afirmar que a dificuldade que mais frequentemente é identificada, na criação da *start-up*, foi o acesso a financiamento. Esta dificuldade no acesso a financiamento é causada pelas garantias exigidas às empresas e pela dificuldade no processo burocrático que envolve o financiamento na criação de uma *start-up*.

Devido às dificuldades assinaladas acima e perante a não opção do financiamento externo, é possível chegar à conclusão que de facto à semelhança do que é defendido por Söderblom & Samuelsson, (2014) e Maia *et al.*, (2021), a criação das *start-ups*, têm como principal fonte de financiamento o capital dos fundadores, ou seja, capital próprio. Segundo um estudo da OECD elaborado por Marchese, (2014) esta é considerada a principal fonte de financiamento na criação de uma *start-up*. Inclusive há autores, como

Maia *et al.*, (2021), que defendem que *bootstrapping* é uma fonte de financiamento comum às *start-ups* na sua fase mais inicial.

Outro ponto que é possível concluir e que também é corroborado pela literatura é que quando existe uma necessidade de novo financiamento, as *start-ups* dão prioridade às fontes de financiamento internas, como o autofinanciamento e apenas, como último recurso, recorrem ao endividamento. Isto é suportado por estudos de autores como Nguyen *et al.*, (2020) e Agyei *et al.*, (2020), que chegam a esta mesma conclusão. Este ponto permite ainda fazer uma ligação a uma das teorias mais famosas da estrutura de capitais, a teoria da *Pecking Order* de Mayers (1984), em que parece existir uma hierarquia de preferências quanto às fontes de financiamento.

Na maioria das *start-ups* analisadas, os fundadores apresentam um grau de escolaridade ao nível do Mestrado/Pós-graduação e que 94% dos fundadores apresentam formação ao nível do ensino superior. De acordo com a literatura existente sobre este tema, Honjo *et al.*, (2022) afirmam que o fator capital humano apresenta-se como um fator importante para o sucesso de uma *start-up* na fase inicial da sua vida.

Adicionalmente, este estudo sugere que quando ultrapassado o primeiro pedido de financiamento, na fase inicial da *start-up*, os fundadores alteram as suas preferências. Cerca de 48% das empresas selecionaram fundos de investimento e investidores privados como sendo os tipos de investidores preferidos. Segundo alguns estudos como Giaquinto (2018), Jeong (2020) e Maia *et al.*, (2021), este tipo de investidores são muito procurados após a primeira fase da vida da *start-up*, uma vez que estes investidores para além de investirem o seu dinheiro, ainda têm um papel de acompanhamento das *start-ups*, intervindo na estratégia e em algumas decisões das mesmas.

6. Conclusão

Portugal caminha nos dias que decorrem a passos largos para se tornar cada vez mais um ponto de referência a nível europeu quanto ao seu ecossistema empreendedor que está numa contante evolução e dinamização.

Apesar dos números bastante otimistas sobre o ecossistema empreendedor português apresentados ao longo deste estudo, ainda existe uma grande margem de progressão para continuarmos a dinamizar e a aumentar o empreendedorismo em Portugal. Ao contrário do que poderemos pensar, empreender não é uma tarefa fácil e carece de vários fatores para se atingir o sucesso.

De facto, existem certos fatores que se apresentam como essenciais para facilitar o sucesso de uma jovem empresa. Um deles e aquele que é abordado neste estudo é o fator do financiamento.

Quanto às principais conclusões deste estudo, em primeiro lugar, os resultados sugerem que a maioria os fundadores das *start-ups* são motivados pelo desejo de criar um produto/serviço inovador e que na criação da *start-up* existe uma tendência para recorrer ao capital dos fundadores, como o primeiro meio de financiamento da *start-up*, provavelmente por enfrentarem dificuldades e limitações no acesso a financiamento externo.

Apesar da introdução de medidas facilitadoras, em termos burocráticos e da implementação de vários programas de apoio financeiro às *start-ups*, estas empresas ainda têm muitas dificuldades em lidar com toda a burocracia e em apresentar garantias, que constituem as principais dificuldades encontradas pelos empreendedores quando procuram recorrer ao financiamento externo.

Em termos de preferência quando ao tipo de financiamento, existe uma preferência clara pela procura do financiamento interno. É também possível ver que pelo contrário o endividamento é utilizado como medida de último recurso, suportando assim a Teoria da *Pecking Order*.

Outra conclusão interessante é que em termos de tipo de investidores, a maioria das *start-ups* inquiridas tem preferência por fundos de investimento, investidores privados e por *Business Angels*.

Tendo como base o trabalho desenvolvido nesta dissertação, é possível afirmar que de acordo com os objetivos específicos, o financiamento é um dos fatores mais importantes para o sucesso de uma *start-up*. Em relação ao financiamento utilizado

pelas empresas, numa fase inicial o *Bootstrapping* aparece como quase que ponto de passagem obrigatória para todas as *start-ups*, sendo que numa fase mais avançada da vida da empresa a preferência quanto ao tipo de financiamento passa a ser o autofinanciamento, e em último caso, o recurso a endividamento, seguindo assim a teoria da *Pecking Order*.

Como principais limitações deste estudo, apresenta-se uma baixa taxa de respostas aos questionários enviados. Em termos de investigação futura, sugere-se alargar o universo do estudo a uma amostra mais alargada de *start-ups*. Adicionalmente sugere-se a análise das preferências de fontes de financiamento dos fundadores das *start-ups*, por diferentes setores de atividade, tendo como objetivo perceber se a preferência quanto ao tipo de financiamento varia nos diferentes setores de atividade.

7. Apêndice A

Segundo o Ministério da Economia (2018), foi feito o update de algumas medidas do programa original *StartUp* Portugal, como:

1. *Startup Voucher* – Trata-se de um apoio destinado ao desenvolvimento de projetos que ainda se encontram numa fase muito inicial. Este consiste na atribuição de diversas ferramentas técnicas e financeiras para a criação de novas empresas inovadoras por parte dos jovens empreendedores. Em termos de novidades, passa para 400 o número de candidaturas e pela primeira vez neste programa, projetos sediados em Lisboa poderão participar. Ainda de salientar que esta iniciativa vai passar a ter períodos semestrais de candidaturas.

2. Programa *Momentum* - Este programa vai continuar a ser destinado a finalistas e recém-graduados que beneficiaram de apoios sociais durante o percurso académico. Este programa tem como principal objetivo promover a igualdade garantindo que nenhum jovem deixa de criar as suas ideias devido à falta de apoio financeiro. A novidade é que na próxima edição do programa o número de projetos financiados anualmente irá subir para os 50.

3. Vale Incubação - Este programa irá continuar o apoio a empresas com menos de um ano, através da contratação de serviços de incubação prestados por incubadoras certificadas. Estes apoios incluem serviços de gestão, marketing, assessoria, apoio jurídico, apoio à digitalização, proteção da propriedade intelectual e apoio a candidaturas a concursos de empreendedorismo e inovação. A novidade para este programa é de que as candidaturas estão abertas continuamente e que o valor máximo sobe para os 7500 euros

4. Missões de Internacionalização (*Missions abroad*) - Este programa vai continuar a aumentar o apoio e a promoção da participação de *start-ups* portuguesas em grandes eventos de tecnologia internacionais e nas Comitivas Oficiais com o Governo em visitas ao estrangeiro. Isto tem como objetivo que as *start-ups* possam apresentar-se internacionalmente, conhecer novos investidores ou novos clientes. Pretende-se assim continuar a promover a visibilidade das *start-ups* nacionais no estrangeiro.

5. *Road2WebSummit* – Este é talvez o programa mais conhecido de todos. Tem como objetivo apoiar e preparar as *start-ups* portuguesas para que estas possam tirar o máximo proveito da participação no maior evento de empreendedorismo tecnológico do mundo, o Web Summit. Este evento que vai ficar em Portugal até 2028, e seleciona as melhores *start-ups* portuguesas para irem representar Portugal neste evento.

Passando para as 20 novas medidas implementadas nas diferentes áreas de intervenção, começamos pela área do Ecosistema onde foram implementados os seguintes projetos:

1. *Startup Hub* – Consiste na criação de uma plataforma digital de mapeamento das *start-ups* e das incubadoras nacionais, que apresenta diversas informações sobre os tipos de apoios disponíveis para as *start-ups* e informação sobre as próprias *start-ups* em Portugal. A plataforma incluirá ainda uma ferramenta destinada a aproximar as *start-ups* de empresas da indústria e serviços, através do *Pitch Voucher*.

2. *Pitch Voucher* – Pretende promover o desenvolvimento das relações das empresas com as *start-ups* procurando assim garantir financiamento e novos clientes. Esta iniciativa está associada ao desenvolvimento do *Startup Hub*.

3. Formação para Empreendedores – Trata-se de cursos que são disponibilizados para os empreendedores e para as suas equipas que são 90% comparticipados pelo COMPETE. Esta medida tem como objetivo aumentar a oferta formativa das incubadoras e que os empreendedores desenvolvam capacidades e *skills* que permitam desenvolver a sua *start-ups*. Sendo o objetivo alcançar os 1200 trainees.

4. *InovGov* – Programa que pretende aproximar as *start-ups* do setor público, promovendo os seus serviços e produtos e divulgando como é que a *start-ups* podem aceder e concorrer a concursos públicos em diferentes áreas de negócio.

5. *Open Kitchen Labs* – Iniciativa que fornece instalações e equipamentos da rede nacional de 12 escolas de turismo para que as *start-ups* com serviços e produtos inovadores nesta área possam desenvolver e testar os seus negócios.

6. *Energy Challenge* – É um programa de financiamento destinado a *start-ups* de tecnologia de tenham projetos na área da energia, tendo como objetivo a internacionalização. O financiamento deste programa será entre 20 e 50 mil euros por projeto, não reembolsáveis.

7. *Inov Comércio* – Este programa pretende lançar concursos que valorizem ideias e projetos inovadores, que contribuam para estimular o empreendedorismo.

Para a área do Financiamento foram implementados os seguintes projetos:

8. Fundos de Coinvestimento internacional - Criação de um fundo de coinvestimento internacional para promover a atração de fundos de capital de risco em Portugal, através de um coinvestimento público e privado que pode chegar aos 50 milhões de euros.

9. Linha ADN *Start Up* – Esta linha possibilita as *start-ups* e microempresas com menos de quatro anos de receberem um apoio financeiro de 50 mil euros, que em certos casos mediante de um conjunto de requisitos específicos pode passar para o dobro. A linha ADN *Start Up* inclui mecanismos de contragarantias direcionado às *start-ups*, através do Sistema de Garantia Mútua.

10. KEEP- *Key Employee Engagement Program* – Este programa é um incentivo fiscal que tem como objetivo que os trabalhadores fiquem nas empresas mais jovens. Então através deste programa os trabalhadores que detenham participações no capital da empresa, ficam isentos de IRS.

11. Instrumentos de dinamização e coinvestimento com incubadoras e aceleradoras – Este programa têm como objetivo criar linhas de cofinanciamento de incubadoras e de aceleradoras, num modelo semelhante ao criado para o coinvestimento de *Business Angels* e capitais de risco. Este programa facilita ao acesso a capital por parte das *start-ups* e fomenta a criação de incubadoras e aceleradoras.

12. Capital + Aceleração – Consiste na criação de uma linha de financiamento a operações de entrada em capital para acelerar o crescimento das *start-ups*, melhorando o acesso a diversos tipos de financiamento. Este programa é gerido pela Instituição Financeira de Desenvolvimento e consiste em que as operações de investimento em capital nas *start-ups* possam ser revertidas a médio prazo, com a transformação das participações em empréstimo a médio e longo prazo, utilizando um esquema de reembolsos.

13. Linhas de financiamento para projetos tecnológicos no Turismo – É uma linha de financiamento que pretende obter soluções inovadoras nas áreas da digitalização das experiências turísticas, da realidade virtual, da realidade aumentada e da inteligência artificial.

14. CALL MVP – *Minimum Viable Products* – Este programa tem como objetivo permitir o acesso a investimento de capital de risco por parte de projetos inovadores para a criação de produtos ou serviços que prevejam a criação de um MVP e sua comercialização no mercado global.

Para a área da Internacionalização foram implementados os seguintes projetos:

15. METRO *Accelerator for Hospitality powered by Techstars* – É um programa de aceleração da *Techstars* (uma das maiores aceleradoras do mundo) que atua na área do alojamento e da restauração. Este programa envolve um conjunto de fatores como a consultoria, a aprendizagem conjunta, o teste do produto, a mentoria para

desenvolvimento de negócio e atração de possíveis investimentos. Permite que as *start-ups* tenham acesso a mais de 500 restaurantes e hotéis, nos quais as *start-ups* podem testar os seus produtos e serviços.

16. Espaço empresa para *Start-ups – Fast track to land in Portugal* – Consiste num espaço criado com o objetivo de funcionar como um posto de atendimento para empreendedores estrangeiros. Em que é assegurado um processo rápido e simples da criação da sua empresa e é feita uma descrição dos vários tipos de financiamento que podem ser utilizados.

17. *Tech Visa* – Atração de talento para Portugal – Este programa é um visto de residência criado para facilitar a atração de pessoas altamente qualificado provenientes de países não incluídos no espaço Schengen⁵ para empresas tecnológicas e inovadoras em Portugal. O IAPMEI vai ser a entidade responsável pela análise da elegibilidade das empresas candidatas.

18. *Digital Hackathons* nas áreas do Comércio, Turismo e Indústria – É um programa que pretende criar um ambiente em que seja possível as *start-ups* resolverem desafios tecnológicos ligados ao setor do comercio, turismo e indústria. Neste programa podem participar *start-ups* portuguesas ou internacionais o que permite também a internacionalização nestes setores.

19. Abrir Centro de Inovação no Turismo com uma *Digital Academy* e uma Incubadora especializada no setor – Este programa tem como objetivo a criação de um centro para dinamização e a inovação no turismo, envolvendo os diversos *stakeholders* nacionais e internacionais ligados ao setor. Este programa irá apoiar o desenvolvimento de novas ideias e projetos inovadores. Será também implementada a Digital Tourism Academy que é uma incubadora especializada em *start-ups* no setor do turismo e que pretende também atrair *start-ups* a nível internacional.

20. *Think Tank* de apoio ao Mercado Único Digital para a Europa – Este programa consiste na criação de um think tank que tem como objetivo analisar e desenhar medidas que possam ajudar as *start-ups* a crescer no mercado europeu, acelerar significativamente a criação do Mercado Único Digital e tendo como consequência afirmar Portugal na liderança em políticas de inovação e empreendedorismo na Europa. A associação StartUp Portugal será responsável pela

⁵ Espaço Schengen é um acordo entre países europeus sobre uma política de abertura das fronteiras e livre circulação de pessoas entre os países signatários.

promoção de novas medidas que facilitem a internacionalização de *start-ups* dentro da europa, modernizar a indústria e promover mais acesso a estes mercados.

8. Apêndice B

- Email enviado às start-ups para o preenchimento do questionário

Boa tarde,

O meu nome é Rúben Simões, tenho 24 anos e estou neste momento no último ano do meu mestrado em Economia na Universidade da Beira Interior. Como tal, e para finalizar esta etapa, estou a desenvolver um estudo no âmbito da minha dissertação de Mestrado sobre o Financiamento das Start-ups em Portugal, em que estou a recolher informação de empresas jovens, ambiciosas e inovadoras nos diferentes setores em Portugal.

Como tal, foi elaborado o questionário abaixo e para o qual gostava de pedir a vossa colaboração no preenchimento do mesmo.

O questionário é de preenchimento rápido e objetivo (3 min) e gostava de contar com a vossa resposta.

Muito obrigado e votos de um excelente dia.

- Questionário enviado às start-ups

Apresentação da start-up

Nome da start-up:

Ano de criação da START-UP:

Cargo do Entrevistado:

Características gerais

1- Forma jurídica da empresa:

- a) Anónima
- b) Unipessoal limitada
- c) Outra? Qual:

2- Localização geográfica (distrito escolha múltipla):

Opções: Aveiro, Beja, Braga, Bragança, Castelo Branco, Coimbra, Évora, Faro, Guarda, Leiria, Lisboa, Portalegre, Porto, Santarém, Setúbal, Viana do Castelo, Vila Real e Viseu.

3- Identifique a fase em que se encontra a Start-up:

- a) Inicial
- b) Crescimento
- c) Em plena atividade
- d) Expansão para outras atividades

4- N° de colaboradores:

- a) <10
- b) 10 a 25
- c) 25 a 50
- d) >50

Perfil dos colaboradores:

5- Habilitações literárias dos fundadores:
(Em caso de mais de um fundador, colocar o nível mais elevado)

- a) Ensino básico
- b) Ensino secundário
- c) Licenciatura
- d) Mestrado/Pós-graduação
- e) Doutorado
- f) Outro? Qual:

6- Quando contratam procuram:
(Escolha múltipla)

- a) Qualificação literária
- b) Conhecimento de Outros idiomas
- c) Experiência profissional
- d) Aptidões específicas
- e) Outro: Qual?

Criação da empresa:

7- Quais as razões que levaram a start-up a ser fundada?
(Escolha múltipla)

- a) Ter um negócio próprio
- b) Realizar um sonho pessoal/profissional
- c) Desejo de criar um produto/serviço inovador
- d) Estar desempregado

- e) Ambição de afirmação pelo sucesso empresarial
- f) Aplicação de poupanças
- g) Necessidade económica
- h) Outra? Qual:

8- Principais dificuldades na criação da start-up?
(Escolha múltipla)

- a) Lidar com a burocracia
- b) Obter financiamento
- c) Lutar sozinho por um projeto inovador
- d) Estabelecer contactos com futuros clientes
- e) Estabelecer contactos com futuros fornecedores
- f) Encontrar colaboradores com o perfil adequado
- g) Encontrar instalações adequadas
- h) Outra? Qual:

Financiamento

9- Qual ou quais as fontes de financiamento que financiaram a criação da start-up?
(Escolha múltipla)

- a) Fundos próprios
- b) Microcrédito
- c) Crowdfunding
- d) Capital de Risco
- e) Business Angels
- f) Empréstimos Bancários
- g) Leasing
- h) Financiamentos Públicos. Quais:
- i) Outros? Quais:

10- Após o financiamento inicial, foi efetuado mais algum pedido de financiamento?

- a) Sim
- b) Não

(caso responda “Não”, passe à frente para a pergunta 12)

11- Identifique o objetivo do pedido de financiamento.
(Escolha múltipla)

- a) Tesouraria
- b) Amortização de dívida
- c) Reforço de capitais próprios

- d) Investimentos futuros
- e) Outro. Qual?

12- Indique o tipo de investidor que a Start-up prefere.
(Escolha múltipla)

- a) Business Angels
- b) Pequenos Investidores privados Médios e grandes
- c) Investidores privados Empresas de Capital de Risco
- d) Fundos de Investimento
- e) Universidades e Centros de Investigação
- f) Outro. Qual?

13- Em caso de necessidade de novo investimento, qual o financiamento adotado?
(numerar do preferível ao menos preferível)

- a) Autofinanciamento (lucros retidos).
- b) Endividamento (por exemplo, empréstimos bancários).
- c) Dinheiro dos sócios atuais da empresa
- d) Dinheiro de novos sócios que entrem para a empresa
- e) Sociedades de risco

14- Quais são os fatores que acha que refletem a dificuldade no acesso a
financiamento
(Escolha múltipla)

- a) Custos elevados (ex. taxas de juro elevadas)
- b) Garantias exigidas
- c) Complexidade da burocracia
- d) Plano de negócio não atrativo para os investidores
- e) Necessidade de comprovar antecedentes históricos
- f) Outra? Qual:

9. Bibliografia

- Abeywardhana, D. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research, Vol. 6, No. 1*, pp.133 - 138. doi:<https://doi.org/10.5430/afr.v6n1p133>
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance, 3:1*, 1006477, pp.1-15. doi:10.1080/23322039.2015.1006477
- Agyei, J., Sun, S., & Abrokwah, E. (2020). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Ghanaian Evidence. *SAGE Journals*, pp.1-13. doi:10.1177/2158244020940987
- ALF. (2021). *Associação Portuguesa de Leasing, Factoring e Renting*. Obtido em 10 de Novembro de 2021, de ALF: <http://www.alf.pt/pt/financiamento-especializado>
- Aljamaan, B. E. (2018). Capital Structure: Defiitions, Determinants, Theories and Link With Performance Literature Review. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, pp.49-72. Obtido em 15 de Dezembro de 2021, de <https://www.eajournals.org/wp-content/uploads/Capital-Structure-Definitions-Determinants-Theories-and-Link-with-Performance-Literature-Review-1.pdf>
- André, A. J. (2019). *Financiamento de Startups de Turismo e Determinantes Financeiros para o Seu Sucesso: Um Olhar Sobre a Experiência Portuguesa*. ISG - Instituto Superior de Gestão. Obtido em 12 de Dezembro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10400.26/30290>
- Bărbuță-Mișu, N. (2013). Factoring - Alternative of Short-term Financing for Companies. *International Conference "Risk in Contemporary Economy"*, (pp. pp.166-171). Dunărea de Jos University of Galati, Romania. Obtido em 2 de Novembro de 2021, de [file:///C:/Users/Utilizador/Downloads/Barbuta-Misu_Nicoleta%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/Utilizador/Downloads/Barbuta-Misu_Nicoleta%20(3).pdf)
- Bernardino, S., & Santos, J. F. (April de 2020). Crowdfunding: An Exploratory Study on Knowledge, Benefits and Barriers Perceived by Young Potential Entrepreneurs. *J. Risk Financial Manag. 2020, 13(4)*, 81, pp.1-24. doi:10.3390/jrfm13040081
- Bessa, D. A. (novembro de 2015). *Crowdfunding: Financiamento alternativo para startups em Portugal*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto. Obtido em 15 de Novembro de 2021, de <https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/8707/1/CrowdfundingDiogoBessa.pdf>
- Čalopa, M. K., Horvat, J., & Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. pp. pp.19-43. Obtido em 13 de Novembro de 2021, de <https://hrcak.srce.hr/file/196722>
- Cardoso, C. A. (2015). *Estrutura de capitais das PME produtoras de bens transacionáveis da região Alentejo – Fatores determinantes do endividamento*. Universidade de Évora. Obtido em 12 de Outubro de 2021, de https://dspace.uevora.pt/rdpc/bitstream/10174/17972/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Carlos%20Cardoso_Final.pdf

- Colombo, G. d., Gomes, M. d., Eça, J. P., & Do Valle, M. R. (julho de 2021). Análise da Estrutura de Capital de Startups à Luz das Teorias de Trade-off e Pecking Order. *21ª USP International Conference in Accounting*, (pp. pp.1-16). Brasil. Obtido em 25 de Outubro de 2021, de <https://congressosp.fipecafi.org/anais/21Usplnternational/ArtigosDownload/3124.pdf>
- Condessa, M. j., Palma, A., & Baltazar, F. (outubro de 2018). *Guião sobre formas de Financiamento a startup*. MJCondessa Consulting. Obtido em 28 de Outubro de 2021, de https://www.agriempreende.pt/wp-content/uploads/2019/02/Gui%C3%A3oIII_.pdf
- Costa, D. D. (janeiro de 2015). *Estrutura de Capitais*. Micro e Pequenas Empresas Setor Comercial, Universidade Católica Portuguesa, Porto. Obtido em 24 de Novembro de 2021, de https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/19313/1/TFM%20ConcentradoVF_Daniela%20Costa.pdf
- Gallina, A. S., & Araújo, M. d. (2018). *Assimetria de informação versus estrutura de capital: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas*. Universidade Estadual de Maringá, Brasil. doi:10.4025/enfoque.v37i4.40255
- Gião, & Moutinho, R. A. (2018). *Financiamento das PME- Estudo de caso à Gomes, Sobral & Filhos, Lda*. Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal. Obtido em 25 de Novembro de 2021, de <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/22379/1/Tese%20-%20Ricardo%20Gi%C3%A3o.pdf>
- Giaquinto, L. H. (2018). *Angel, Seed and Founders Influence on Fintech Funding: An Emerging Market Context*. NOVA – School of Business and Economics. Obtido em 23 de Outubro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10362/70654>
- Goecking, O. H., Vargas, V., Muylder, C. F., & Gonçalves, C. (2020). Fatores críticos de sucesso de uma start-up: um estudo bibliométrico. *ANAIS DO XI EGEPE - ENCONTRO DE ESTUDOS SOBRE EMPREENDEDORISMO E GESTÃO DE PEQUENAS EMPRESAS*, (pp. pp.1-18). doi:10.14211/xi-egepe-118065
- Hadi, A. R., Pyeman, J., & Ismail, A. K. (2017). The relevance of capital structure theories to consumer product firms at bursa malaysia. *Asia-Pacific Management Accounting Journal, Volume 12 Issue 1*, pp.144-158. Obtido em 15 de Novembro de 2021, de https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/29714/1/AJ_ABDUL%20RAZAK%20ABDUL%20HADI%20APMAJ%20B%2017.pdf
- Honjo, Y., Charee, K., & Uchida, H. (2022). Initial funding and founders' human capital: An empirical analysis using multiple surveys for start-up firms. *Japan and the World Economy, Volume 63*, pp.1-15. doi:10.1016/j.japwor.2022.101145
- Horváth, K. (2018). Financial bootstrapping techniques: a systematic review of the literature. *On Research, Jornal of EU Business School*, pp.1-117. Obtido em 6 de Dezembro de 2021, de https://www.researchgate.net/profile/Zaira-Pedron/publication/327974322_THE_SKILLS_REVOLUTION_OF_THE_21ST_CENTURY_IT'S_TIME_TO_RE-CALIBRATE_page_20-28/links/5bb0d1e1a6fdccd3cb7f779d/THE-SKILLS-REVOLUTION-OF-THE-21ST-CENTURY-ITS-TIME-TO-RE-CALIBRATE-page-2

- Jeong, J., Kim, J., Son, H., & Nam, D.-i. (abril de 2020). The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation. *Sustainability* 2020, 12(8), pp.1-13. doi:10.3390/su12083447
- Kalyanasundaram, G. (2018). Why Do Startups Fail? A Case Study Based Empirical Analysis in Bangalore. *Asian Journal of Innovation and Policy* (2018), pp.79-102. doi:10.7545/ajip.2018.7.1.079
- Kannadhasan, M., Thakur, B. P., Gupta, C., & Charan, P. (2018). Testing capital structure theories using error correction models: Evidence from China, India, and South Africa. *Cogent Economics & Finance*, Volume 6, 2018 - Issue 1, pp.1-19. doi:10.1080/23322039.2018.1443369
- Khan, T. F., & Ghayas, A. (2020). A Study on the Determinants of Capital Structure: Evidence from India. pp. pp.48-59. Obtido em 2 de Dezembro de 2021, de https://www.researchgate.net/profile/Atif-Ghayas/publication/349587161_A_Study_on_the_Determinants_of_Capital_Structure_Evidence_from_India/links/60373e1792851c4ed5954900/A-Study-on-the-Determinants-of-Capital-Structure-Evidence-from-India.pdf
- Klein, M., Neitzert, F., Hartmann-Wendels, T., & Kraus, S. (Fevereiro de 2020). Start-Up Financing in the Digital Age – A Systematic Review and Comparison of New Forms of Financing. *The Journal of Entrepreneurial Finance: Vol 21: Issue 2*, pp.47-98. doi:10.57229/2373-1761.1353
- Konno, Y. (2021). Factors Influencing the continuation of start-up companies. *Cogent Economics & Finance*, Volume 9, 2021: Issue 1, pp.1-13. doi:10.1080/23322039.2021.1899368
- Kraus, A., & Litzenberger, H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Volume 28, No 4, pp.911-922. doi:10.2307/2978343
- Mahajan, S. (2020). *Corporate Finance: Theory and Practice in Emerging Economies*. Cambridge University Press. doi:10.1017/9781108764957
- Maia, T. F., Junior, P. A., Nóbrega, J. C., & Neto, F. d. (2021). Os tipos de investimentos no âmbito das startups. *Research, Society and Development*, v. 10, n.6, pp.1-14. doi:10.33448/rsd-v10i6.13654
- Marchese, M. (2014). Entrepreneurial Activities in Europe - Finance for Inclusive Entrepreneurship. *OECD Employment Policy Papers No. 5*, pp.1-36. Obtido em 3 de Novembro de 2021, de https://www.oecd-ilibrary.org/employment/entrepreneurial-activities-in-europe-finance-for-inclusive-entrepreneurship_5jxrcmkgkzsz-en
- Medeiros, J. d. (setembro de 2015). *O papel do crowdfunding no desenvolvimento de projetos inovadores em Portugal*. ISCTE Instituto Universitário de Lisboa, Economia Política, Lisboa. Obtido em 4 de Novembro de 2021, de <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/10436/3/Dissertacao%20Juliana%20Final.pdf>
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No.2, pp.261-275. doi:10.2307/2326758

- Ministério da Economia. (2018). *StartUP Portugal+*. Obtido em 11 de Novembro de 2021, de
 RÉPÚBLICA PORTUGUESA - Economia:
[https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Empreendedorismo-Inovacao/Empreendedorismo-\(1\)/Startup-Portugal/Startup-Portugal.PDF.aspx](https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Empreendedorismo-Inovacao/Empreendedorismo-(1)/Startup-Portugal/Startup-Portugal.PDF.aspx)
- Miski, A. (2014). Development of a Mobile Application Using the Lean Startup Methodology. *International Journal of Scientific & Engineering Research, Volume 5, Issue 1*, pp.1743-1748. Obtido em 2 de Novembro de 2021, de
<https://www.ijser.org/paper/Development-of-a-Mobile-Application-Using-the-Lean-Startup-Methodology.html>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American economic Review, Vol.48, No.3*, pp.261-297. Obtido em 7 de Dezembro de 2021, de <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance, Vol. 39, No. 3*, pp.575-592. doi:10.3386/w1393
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics, Volume 13, Issue 2*, pp.187-221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Neto, P. M. (outubro de 2018). *Decisões de Financiamento das Pequenas e Médias Empresas Familiares no decorrer do processo de sucessão*. Universidade da Beira Interior, Covilhã. Obtido de
https://ubibliorum.ubi.pt/bitstream/10400.6/7751/1/6703_14064.pdf
- Neto, S. d. (março de 2019). *Estrutura de Capitais*. Universidade Católica Portuguesa. Obtido em 22 de Novembro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10400.14/28572>
- Nguyen, H. M., Vuong, T. H., Nguyen, T. H., Wu, Y.-C., & Wong, W.-K. (2020). Sustainability of Both Pecking Order and Trade-Off Theories in Chinese Manufacturing Firms. *Sustainability 2020, 12(9)*, pp.1-25. doi:10.3390/su12093883
- Nielsen, N. H. (2017). *STARTUP FUNDING*. NHN Ventures Aps; 1ª edição (9 junho 2017).
- Ogieva, O. F., & Ogiemudia, A. O. (2019). Capital Structure and Firm Performance in Nigeria: Is Pecking Order Theory Valid? *Amity Journal of Corporate Governance*, pp.13-26. Obtido em 15 de Novembro de 2021, de
<https://amity.edu/UserFiles/admaa/23ee4Paper%202.pdf>
- Oliveira, M. J. (maio de 2019). *Fatores Críticos em cada uma das Fases de Criação de uma Startup*. Universidade Católica Portuguesa, Porto. Obtido em 10 de Novembro de 2021, de
https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/28535/1/TFM_MargaridaOliveira_trabalho_final.pdf
- Oliveira, V. J. (2018). *O Confirming como fonte de financiamento da atividade comercial*. Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal. Obtido em 10 de Novembro de 2021, de
<https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/20869/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Vitor%20Oliveira.pdf>

- Oranburg, S. C. (2020). *Start-Up Creation: The Smart Eco-efficient Built Environment (Second Edition): Start-up financing 4*. Woodhead Publishing. doi:10.1016/B978-0-12-819946-6.00004-7
- Peixoto, A. F. (fevereiro de 2017). *A estrutura de capital da indústria hoteleira em portugal: hotéis de 4 e 5 estrelas*. ISCAL. Obtido em 7 de Novembro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10400.21/7236>
- Pereira, F. A., Granato, A. C., & Malpass, G. R. (2020). Fatores condicionantes ao sucesso de start-ups. *Administração de empresas para um mundo em transformação (pp.1)*, pp.1-12. doi:10.37572/EdArt_1253007201
- Rebello, A. F. (março de 2017). *Impacto da crise financeira na estrutura de capitais das empresas portuguesas*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Porto. Obtido em 8 de Novembro de 2021, de https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/18389/1/Ana_Lopes_MFE_2021.pdf
- Rebello, S. C. (2016). *A Estrutura de Capital e a Performance das Empresas Hoteleiras Portuuguesas e Espanholas*. Universidade do Algarve. Obtido em 21 de Novembro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10400.1/10096>
- Rishabh, K., Thakur, A., & Mittal, R. (2016). Analysis of Capital structure of Startups. *International Journal of Engineering Technology and Management, Volume 3, Issue 4*, pp.25-29. Obtido em 10 de Novembro de 2021, de https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/48928821/IJETM_0304_04-libre.pdf?1474196752=&response-content-disposition=attachment%3B+filename%3DAnalysis_of_Capital_structure_of_Startup.pdf&Expires=1667852331&Signature=LxdfwMnw1E87m5I4oyZRYb9qnMqDjcLKlrLdMO~oNLuw
- Rodrigues, J. F. (2017). *Determinantes da Estrutura de Capital: uma análise empírica aplicada ao setor do vestuário em Portugal*. ISCAP, Porto. Obtido em 10 de Novembro de 2021, de https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/11213/1/joao_rodrigues_MCF_2017.pdf
- Rosa, M. C., Sukoharsono, E. G., & Saraswati, E. (2018). The Role of Venture Capital on Start-up Business Development in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment, Vol. 20 no. 1*, pp.55-74. Obtido em 7 de Novembro de 2021, de <http://journal.umy.ac.id/index.php/ai/article/view/4822>
- Rosário, A. S. (2019). *As Estruturas de Capitais das Empresas Exportadoras para o Mercado Extracomunitário*. Instituto Politécnico de Setúbal. Obtido em 6 de Novembro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10400.26/30757>
- Roshanzamir, A., Roosta, A., & Shajari, M. (outubro de 2019). Startups: Challenges and Implications to Success. pp. pp.5-8. Obtido em 4 de Dezembro de 2021, de https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/60944165/Startup_Challenges_En_WorldExport20191018-8635-71x9u8-libre.pdf?1571407631=&response-content-disposition=attachment%3B+filename%3DStartups_Challenges_and_Implications_to.pdf&Expires=1667852811&Signature=CJ4BN
- Silva, J. M., Ferreira, A., Barbosa, J., & Pinheiro, R. (2018). Empreender em quatro etapas. *Finance XXI Consulting*, (pp. 1 - 117). Obtido em 12 de Dezembro de 2021, de

- https://www.startpoint.pt/wp-content/uploads/2020/05/Manual_Empreender_em_4_etapas.pdf
- Silva, L. R. (2015). *Estrutura de Financiamento das Empresas Start-Up em Portugal*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Porto. Obtido em 10 de Dezembro de 2021, de https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7840/1/Liliana_Silva_CF_2015.pdf
- Silva, M. F. (2018). *Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Portuguesas*. ISCAP, Porto. Obtido em 14 de Outubro de 2021, de https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/13278/1/marta_silva_MCF_2018.pdf
- Slávik, Š. (2019). The Business Model of Start-Up - Structure and Consequences. *Administrative Sciences*, pp.1-23. doi:10.3390/admsci9030069
- Smith, R. (2016). *Why Every Startup Should Bootstrap*. Obtido em 5 de Dezembro de 2021, de <https://hbr.org/2016/03/why-every-startup-should-bootstrap>
- Söderblom, A., & Samuelsson, M. (2014). Sources of capital for innovative startup firms: An Empirical Study of the Swedish Situation. *Entreprenörskaps Forum*, (pp. pp.1-84). Obtido em 4 de Dezembro de 2021, de Entreprenörskapsforum: https://entreprenorskapsforum.se/wp-content/uploads/2014/05/NaPo_Sourcesofcapital_webb.pdf
- Soetanto, D., & Geenhuizen, M. v. (2015). Getting the right balance: University networks' influence on spin-offs' attraction of funding for innovation. *Technovation Volumes 36–37*, pp.26-38. doi:doi.org/10.1016/j.technovation.2014.10.008
- Sopjani, X. (agosto de 2019). *Challenges and Opportunities for Startup Innovation and Entrepreneurship as tools towards a knowledge-based economy: The Case of Kosovo*. Rochester Institute of Technology. Obtido em 3 de Outubro de 2021, de <https://scholarworks.rit.edu/theses/10215/>
- Stančić, P., Janković, M., & Čupić, M. (2016). Testing the Relevance of Alternative Capital Structure Theories in Serbian Economy. *Journal for Social Sciences*, pp.1309-1325. doi:10.22190/TEME1604309S
- Startup & Entrepreneurial Ecosystem. (2021). *PORTUGAL, THE BEST PLACE TO STARTUP*. PORTUGAL, THE BEST PLACE TO STARTUP. Obtido em 25 de Janeiro de 2022, de <https://idcportugal.com/portugal-the-best-place-to-startup/>
- Stein, F. A. (2013). A estrutura de capitais e as suas quatro principais teorias: um estudo bibliográfico. *Revista de Contabilidade Dom Alberto v.2 n.3*, pp.1-19. Obtido em 4 de Dezembro de 2021, de <https://revista.domalberto.edu.br/revistadecontabilidadefda/article/view/25>
- Teixeira, N. (2017). *As fontes de financiamento e a criação de valor financeiro*. Instituto Politécnico de Setúbal. Obtido em 24 de Novembro de 2021, de <http://hdl.handle.net/10400.26/17989>
- Tilehnoei, M. H., & Shivaraj, B. (2014). A Brief Review of Capital Structure Theories. *Research Journal of Recent Sciences Vol.3*, pp.113-118. Obtido em 7 de Novembro de 2021, de file:///C:/Users/Utilizador/Downloads/19.ISCA-RJRS-2013-772_2.pdf

- Vaznyte, E., & Andries, P. (2019). Entrepreneurial orientation and start-ups' external financing. *Journal of Business Venturing*, pp.439-458. doi:10.1016/j.jbusvent.2019.01.006
- Vergas, N., Cerqueira, A., & Brandão, E. (janeiro de 2015). *The determinants of the capital structure of listed on stock market nonfinancial firms: Evidence for Portugal*. FEP. Obtido em 2 de Dezembro de 2021, de <https://wps.fep.up.pt/wps/wp555.pdf>
- Vohora, A., Wright, M., & Lockett, A. (janeiro de 2004). Critical junctures in the development of universityhigh-tech spinout companies. *Research Policy Volume33, Issue 1*, pp.147-175. doi:10.1016/S0048-7333(03)00107-0
- Ye, Q. (2017). Bootstrapping and new-born startups performance: The role of founding team human capital. *Global Journal of Entrepreneurship Volume 1, Number 2*, pp.53 -71. Obtido em 6 de Novembro de 2021, de https://www.igbr.org/wp-content/uploads/articles/GJE_Vol_1_No_2_2017-pgs-53-71.pdf
- Yildirim, D., & Çelik, A. K. (2020). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, pp.317-331. doi:10.1016/j.bir.2020.11.002