



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Os desafios do financiamento às Startups: O caso de estudo do Ecosistema Português

António Francisco Melim Soalheiro

Mestrado em Economia e Políticas Públicas

Orientadora: Professora Doutora Nádja Nogueira Simões Crespo, Professora Associada com Agregação, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa

Setembro, 2024



CIÊNCIAS SOCIAIS
E HUMANAS

Departamento de Economia Política

Os desafios do financiamento às Startups: O caso de estudo do Ecosistema Português

António Francisco Melim Soalheiro

Mestrado em Economia e Políticas Públicas

Orientadora: Professora Doutora Nádja Nogueira Simões Crespo, Professora Associada com Agregação, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa

Setembro, 2024

*À Maria Leonor Santana de Andrade,
À Madeira, o lugar que me viu crescer.*

Agradecimento

À minha família, especialmente à minha avó, à minha madrinha e aos meus tios que são minhas referências. Ensinarão-me o valor da família e do sonho, a olhar a longo prazo e a nunca desistir mesmo quando o cenário não é favorável. Agradeço por continuarem a passar os seus conhecimentos e vivências para que eu aprenda com as vossas decisões. À Telma, por ter sido sempre um exemplo para mim e por ser uma irmã mais velha. Admiro-a por tudo o que passou e pela capacidade de continuar a sorrir.

À Franciely, que é mais que uma companheira, é uma combatente que não desiste dos seus sonhos e que me apoia em todos os momentos. Admiro-a pela sua vontade de vencer, pela sua bondade e inteligência. Agradeço por todo o apoio que me tem dado, pelo seu amor incondicional e pela oportunidade de continuarmos a evoluir juntos.

À Roseli Torrente, por demonstrar bondade, pela pureza dos sentimentos e que relembra-me que em dias menos bons é importante ter fé e acreditar que tudo vai se resolver.

À minha orientadora, Professora Nádía Nogueira Simões Crespo, que aceitou este desafio e acreditou na importância e no contributo desta dissertação. Agradeço também pelas conversas que tivemos ao longo desta jornada, que foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho. Certamente, é uma referência académica para mim e a qual gostaria de continuar a colaborar.

Aos Professores do Mestrado em Economia e Políticas Públicas, que foram responsáveis, exímios e honraram esta nobre profissão. Agradeço pela grandiosidade em partilhar vosso conhecimento.

Ao Humberto Pereira, pela amizade e pela partilha de conhecimentos, conselhos e orientações. Uma pessoa fantástica e que inclusive traz consigo o significado de uma história de superação e resiliência. Um exemplo, um herói.

À Startup Portugal, que me deu a oportunidade de colaborar ativamente com o Ecossistema português, além de terem dado o seu contributo direto a este trabalho. À Sofia Désirat (e à sua equipa), que para além de uma excelente amiga, é uma pessoa cheia de capacidade e conhecimentos que me tem ensinado muito. Ao António Dias Martins, à Teresa Bomba e também a todos os outros *Heads* e respetivas equipas da estrutura, pela sua exigência, competência e contributo direto tanto à Startup Portugal como ao Ecossistema.

À Portugal Ventures e ao Guilherme Fonseca, que aceitaram o desafio de participar no desenvolvimento deste trabalho e que vieram reforçar a visão dos investidores sobre o estado do sector de *Venture Capital* em Portugal. Os seus contributos foram extremamente valiosos.

A todos os empreendedores, *startups*, *founders*, incubadoras, aceleradoras, investidores e outros agentes de apoio às *startups*, que aceitaram investir tempo para divulgar o questionário e/ou responder às questões que nele estavam presentes.

Ao Hugo e à Joana, pela partilha e parceria de diversos momentos e pelo amor incondicional ao Sporting Clube de Portugal através do Defender o Sporting.

Agradeço também a todos os portugueses e imigrantes que em conjunto contribuem todos os dias para que o nosso país funcione e que dão o seu contributo na vida política, social, económica e financeira deste nosso Portugal.

Resumo

A temática do empreendedorismo e das *startups* não é recente em Portugal, mas tem vindo a crescer significativamente. A obtenção de financiamento por parte das *startups* deste Ecossistema português é de elevada importância, mas que também revela um grau de dificuldade acentuado. Com o crescimento de *startups* e do próprio Ecossistema é fundamental procurar meios e instrumentos que possam continuar a apoiar este tipo de empresas e seus projetos dado que acrescentam valor à sociedade e à economia nacional através da sua disrupção tecnológica e nova perceção de olhar para o mundo. Sublinha-se a intervenção dos principais agentes públicos (SUP, IAPMEI, PV, ANI e BPF) através dos seus mecanismos de financiamento e de Políticas Públicas destinadas a estas e também do sector de capital de risco que procura financiar estas empresas. Este trabalho tem como objetivo estudar os principais desafios enfrentados das *startups* do Ecossistema português nas diferentes fases de vida na obtenção do financiamento. Recorreu-se ao Ecossistema português para verificar as dificuldades destas startups na obtenção do financiamento, bem como procurou-se entender os efeitos tanto deste quanto do ambiente regulatório aplicado em Portugal para estas.

Palavras-chave: *Startups*; fases de vida; ecossistema português; financiamento; ambiente regulatório; políticas públicas; capital de risco.

Abstract

The theme of entrepreneurship and startups is not new in Portugal, but it has been growing significantly. The acquisition of funding by startups in this Portuguese ecosystem is of great importance, but it also reveals a high degree of difficulty. With the growth of startups and the ecosystem itself, it is crucial to seek means and instruments that can continue to support these types of companies and their projects, as they add value to society and the national economy through their technological disruption and new perspective on the world. The intervention of the main public agents (SUP, IAPMEI, PV, ANI, and BPF) is emphasized through their funding mechanisms and public policies aimed at them, as well as the venture capital sector that seeks to finance these companies. This work aims to study the main challenges faced by startups in the Portuguese ecosystem during the different stages of their life in obtaining funding. The Portuguese ecosystem was used to verify the difficulties these startups face in securing funding, as well as to understand the effects of this and the regulatory environment applied in Portugal for them.

Keywords: Startups; life cycles; Portuguese entrepreneur ecosystem; funding; regulatory environment; public policies; venture capital.

Índice

Agradecimento	iii
Resumo.....	v
Abstract	vii
Índice.....	ix
Índice de Quadros.....	1
Índice de Figuras	2
Índice de Abreviaturas	4
1. Introdução.....	7
2. As startups e o ecossistema português: uma análise global.....	9
2.1. O Ecossistema português.....	10
2.2. As startups: conceitos e fases de vida.....	13
2.2.1. Conceptualização: a Startup Law	16
2.2.2. As fases de vida das startups	18
2.2.2.1. Pre-Seed.....	18
2.2.2.2. Seed	19
2.2.2.3. Early Stage.....	20
2.2.2.4. Growth Stage	21
2.2.2.5. Scale-up	22
2.3. Desafios das startups	23
3. Financiamento: como existir, se desenvolver e crescer no ecossistema português?	27
3.1. Financiamento e investimento para as startups em Portugal: instituições e iniciativas	29
3.2. Políticas, programas e iniciativas públicas para o financiamento das startups	31
3.3. Atuação dos privados: investidores de capital de risco no financiamento e investimento das startups portuguesas	33
3.3.1. Ambiente regulatório para o financiamento das startups: um incentivo ou uma barreira?	37
4. A percepção das <i>startups</i> do ecossistema português, da Startup Portugal e a da Portugal Ventures sobre os desafios quanto ao financiamento.....	41
4.1. A visão das startups: análise de questionário aplicado no NUTS II.....	42
4.1.2. Oportunidade ou desafio: análise das rondas de financiamento no volume de negócios.....	53
4.2. A percepção da Startup Portugal	66
4.3. A perspetiva da Portugal Ventures	68
5. Conclusão	71
Referências bibliográficas	74
Anexos.....	81

Índice de Quadros

Quadro 1 - Categorização das PME.....	15
Quadro 2 - Diferenciação de startup face às PME.....	16
Quadro 3 - Principais vantagens e desafios dos financiamentos privado e público.....	23
Quadro 4 - Síntese dos desafios do financiamento privado e público em Portugal.....	29
Quadro 5 - Exemplos de medidas ativas em 2024 dos principais atores do Ecosistema português.....	33
Quadro 6 - Diferenças entre Capital de Risco e fontes de Crédito Bancário.....	34
Quadro 7 - Análise do Produto Interno Bruto face ao Investimento Direto.....	37
Quadro 8 - Relação entre o nº de founders, género e nacionalidade.....	43
Quadro 9 - Tipos de financiamento que suportou o arranque da startup.....	54
Quadro 10 - Tipos de financiamento que as startups têm procurado.....	55
Quadro 11 - Programas públicos que financiaram as startups.....	57
Quadro 12 - Finalidade do financiamento.....	63
Quadro 13 - Principais desafios que a startup enfrenta na aquisição de investimento público e/ou privado, do ponto de vista das startups.....	65

Índice de Figuras

Figura 1 - Representação do Ecossistema português	10
Figura 2 - Representação das fases de vida das startups	18
Figura 3 - Fontes de financiamento e capital levantado	25
Figura 4 - Relação do capital levantado pelas startups portuguesas face ao tipo de investidor e local entre 2010 e 2024	28
Figura 5 - Tendência da concentração dos fundos em PE e VC e análise dos FCR	36
Figura 6 - Tendência da concentração dos fundos em PE e VC e – análise das SCR	36
Figura 7 - Estatísticas do mercado de VC quanto ao investimento em % do PIB de Venture Capital	38
Figura 8 - Estatísticas da indústria de VC quanto ao investimento em % do PIB de Venture Capital	39
Figura 9 - Investimento em I&D apurado e crédito fiscal atribuído por ano	41
Figura 10 - Nacionalidade dos founders	42
Figura 11 - Faixa etária do(s) founder(s) por género	43
Figura 12 - Faixa etárias do(s) founder(s)	44
Figura 13 - Faixa etária face ao nº de founders	45
Figura 14 - Escolaridade do(s) founder(s)	45
Figura 15 - Área de estudos dos founders	46
Figura 16 - Nº de founders	47
Figura 17 - Ano de constituição das startups	47
Figura 18 - Fases de vida das startups	48
Figura 19 - Presença da startup em incubadoras e/ou em programas de aceleração	48
Figura 20 - Localização geográfica das startups e fases de vida	49
Figura 21 - Nacionalidade dos founders	50
Figura 22 - Fases de vida e nº de founders	50
Figura 23 - Nº de colaboradores	51
Figura 24 - Nº de colaboradores e fases de vida	51
Figura 25 - Sector de atividade das startups	52
Figura 26 - Sector de atividade e fases de vida	53
Figura 27 - Tipos de fonte de financiamento recebido	56
Figura 28 - Financiamento que mais impacto teve no VN	57
Figura 29 - Faixa de VN antes do financiamento	58

Figura 30 - VN antes do financiamento e as fases de vida	59
Figura 31 - Faixa de investimento público obtido.....	59
Figura 32 - N° de rondas de financiamento privado.....	60
Figura 33 - Faixa de investimento privado obtido	60
Figura 34 - Faixa do VN depois do financiamento	61
Figura 35 - Faixa do VN depois do financiamento e as fases de vida	62
Figura 36 - Considerações sobre o ambiente regulatório aplicado em Portugal dedicado ao financiamento às startups	64

Índice de Abreviaturas

3F's - *Family, Friends, Fools*

ANI – Agência Nacional de Inovação

BA – *Business Angels*

BPF – Banco Português de Fomento

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CR – Capital de Risco

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*

FEI – Fundo Europeu de Investimentos

FCR – Fundo de Capital de Risco

I&D – Investigação e Desenvolvimento

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

IDE - Investimento do país no exterior

IPE - Investimento do exterior no país

IPO – *Initial Public Offering*

IRC - Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

IRS - Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares

NUTS - Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos

OIA - Organismos de Investimento Alternativo

OICVM - Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários

OIC - Organismos de Investimento Coletivo

PE – *Private equity*

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequena e Média Empresa

PP – Políticas Públicas

PRR – Plano de Recuperação e Resiliência

PV – Portugal Ventures

QNQ – Quadro Nacional de Qualificações

RF – Rondas de Financiamento

RGA – Regime Gestão de Ativos

RGOIC - Regime Geral de Organismos de Investimento Coletivo

RH – Recursos Humanos

RJCRESIE - Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado

ROI - *Return on Investment*

RPV – Representante da Portugal Ventures

RSUP – Representante da Startup Portugal

SCR - Sociedade de Capital de Risco

SGOIC - Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo

SIFIDE - Sistema de Incentivos Fiscais em Investigação e Desenvolvimento Empresarial

SIM CIRCUIT – *Startups & Investment Matching Circuit*

SUP – Startup Portugal

UE – União Europeia

VC – *Venture Capital*

VN – Volume de Negócios

1. Introdução

O tema do empreendedorismo em Portugal não é recente, mas nos últimos anos tem vindo a ganhar notoriedade junto de diversos atores que compõem o Ecossistema Português. Pahwa (2022) e Tóthová e Fil'a (2023) defendem que o ecossistema é um sistema fechado reservado por uma rede complexa e dinâmica em que vários atores (comunidade empreendedora, organizações, ideais, recursos) se conectam com o propósito de trabalharem juntos virtualmente ou fisicamente que permita o crescimento das atuais e novas *startups* que compõe este sistema. No caso Ecossistema Português, este contempla atores diretos ou indiretos (agentes governamentais e académicos, grandes empresas, *startups*, empreendedores, clientes e entre outros) que estimulam o crescimento das *startups* e o ambiente de inovação no país. Note-se que estas estruturas se encontram em ambientes de mercado dotados de grande incerteza e instabilidade e possuem recursos financeiros e humanos escassos.

Segundo os dados do Dealroom (2023), entre 2021 e 2023 foram levantados aproximadamente 2 670M€ por *startups*, contribuindo diretamente para o crescimento da economia nacional/regional e também permitindo a aceleração (desenvolvimento de protótipos, produtos ou serviços e contratação de recursos humanos) destas estruturas. Repare-se que 9 em cada 10 *startups* deixam de existir por falta de financiamento, e sem ele, não lhes é permitido proporcionar o ambiente de aceleração das suas empresas nem enfrentar o mercado de elevada incerteza que estas estão inseridas, além da empresa não conseguir cumprir o objetivo ou a razão pela qual foi formada.

A questão do financiamento revela ser um dos grandes desafios não só por uma questão de aceleração da empresa, mas também porque existem diversas dificuldades que impactam diretamente as *startups* na sua obtenção. Além disso, o Ecossistema português não tem sido atrativo para quem quer aplicar o seu capital ou para quem procura ser financiado. Dias Martins (2023) refere que Portugal terá de criar mecanismos que sejam passíveis de captar e canalizar fontes de financiamento para as *startups*, já que o país tem perdido muitas destas para o mercado norte-americano devido à maior facilidade em acederem a rondas de financiamento mais robustas.

Assim sendo, as perguntas que regem este estudo são: quais são os principais desafios das *startups* portuguesas na obtenção de financiamento? De que maneira o ambiente regulatório português se configura como barreira ou incentivo na obtenção de financiamento pelas *startups*? Através desta problemática pretende-se compreender os principais desafios

enfrentados das *startups* do Ecossistema português nas diferentes fases de vida na obtenção do financiamento.

Neste trabalho considera-se que o financiamento é o elemento central para o sucesso das *startups* nas suas diferentes fases de vida e que existe uma grande dificuldade para obtê-lo. Considerando que cada fase de vida representa um nível de maturidade e de necessidades diferentes das anteriores, as fontes de financiamento pública e privadas potencializam o desenvolvimento da *startup* assim como seus produtos e/ou serviços a serem desenvolvidos.

A metodologia a utilizar nesta dissertação será de natureza qualitativa baseada numa perspetiva crítica e analítica, procurando-se a exploração do tema através de bibliografia especializada na área como livros, dissertações, teses, artigos científicos, relatórios, *websites*, base de dados dando um destaque ao financiamento e aos desafios na sua obtenção. Adicionalmente, serão aplicados questionários aos fundadores de *startups* e serão realizadas entrevistas com outros importantes agentes de apoio a estas, como a Startup Portugal e a Portugal Ventures.

Esta dissertação está dividida em cinco capítulos. O primeiro consiste na introdução. O segundo versa sobre o Ecossistema português de *startups* e debruça-se sobre conceito de *startups* e suas fases de vida e principais desafios. O terceiro destaca o financiamento como elemento central e dedica-se ao estudo do ambiente regulatório para a obtenção de financiamento e investimento destinados às *startups*. No quarto serão apresentados os resultados da auscultação das entidades público-privadas e do questionário dirigidos às *startups*. No último serão enquadradas as conclusões deste estudo.

2. As startups e o ecossistema português: uma análise global

As *startups* são pequenas empresas em ambientes de mercado de elevada incerteza. Apesar da sua reduzida dimensão, as *startups* portuguesas têm vindo a contribuir significativamente na vida económica e social do país, uma vez que têm conseguido captar muitos milhões através das rondas de financiamento, e assim colaborado para a estimulação do Ecossistema que tem vindo a crescer na última década através do desenvolvimento de produtos e serviços inovadores. Segundo IDC (2022), durante o ano de 2022, o Ecossistema levantou 710 milhões de euros, enquanto que no ano de 2021 havia levantado 1 473 milhões de euros, o que permitiu às *startups* beneficiar de mais capital destinado à sua aceleração.

O IDC (2022) expõe que o Ecossistema português durante o ano de 2022 possuía aproximadamente 2 039 *startups*, traduzindo-se num total de 49 800 cidadãos empregados. Conforme o IDC (2023), 2 154 milhões foram investidos em Investigação e Desenvolvimento (I&D) através destas empresas. O mesmo relatório ainda afirma que durante o ano de 2022 existiam 4 073 *startups* com um volume de negócios de 2 232 milhões de euros, representando cerca de 1% do PIB em 2022. Sobre as estruturas que compõe as *startups*, estas possuem menos 25 000 cidadãos empregados, com salários em média de 1 700€, e 2 572 milhões investidos em I&D através destas empresas.

Ainda segundo o relatório IDC (2023), 3 278 *startups* portuguesas (cerca de 61%) estão inseridas nos ramos das tecnologias de informação e comunicação, 266 (26%) dedicam-se à indústria, 312 (6%) *Business services* e 217 (7%) nos restantes sectores. No que diz respeito à localização geográfica destas, o relatório expõe que as cidades com maior representação a nível do seu volume negócios são Lisboa com 1 822 *startups* (48%), Porto com 643 (8%), Braga com 235 (5%) e Funchal com 125 *startups* (3%).

O empreendedorismo em Portugal tem vindo a destacar-se na última década devido ao crescimento do seu Ecossistema protagonizado pelos seus empreendedores, *stakeholders* e *shareholders* que contribuem ativamente para o seu sucesso. O relatório do IDC (2022) refere que os pontos fortes do Ecossistema português são o talento especializado, um país atrativo e com habilidade para atrair cidadãos e empresas estrangeiras, qualidade das universidades portuguesas, localização do país e facilidade para falar outros idiomas, nomeadamente o inglês.

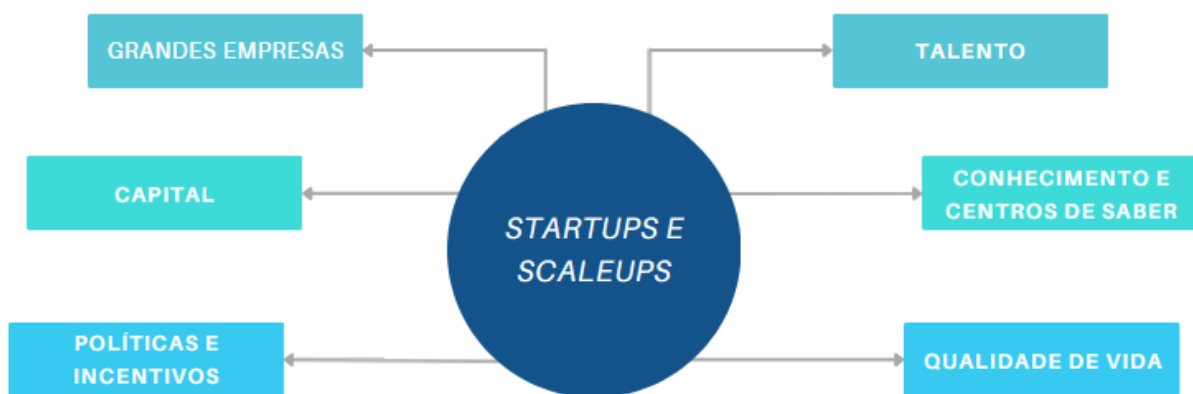
Na próxima seção discutir-se-á sobre o que é o Ecossistema português, quais são os seus atores mais relevantes, os principais pontos positivos e negativos deste. Repare-se que um Ecossistema é composto por talentos, conhecimento, políticas públicas (PP), incentivos e

regulação, empresas, infraestrutura e pelo capital. Adicionalmente, serão explorados a importância e os motivos que têm influenciado o crescimento do Ecossistema.

2.1. O Ecossistema português

O Ecossistema português conta com um conjunto de intervenientes que colaboram e interagem entre si com o intuito de aprimorar o meio em que se inserem no que diz respeito a elementos do seu desenvolvimento para contribuir com a atração de talentos, capital, empresas que estimulem este ambiente. Este aspeto é importante visto que por meio desta articulação será possível criar riqueza acrescentada, uma mentalidade empreendedora e aumentar o ambiente de inovação no país. É possível mencionar que o Ecossistema conta com a contribuição de variados atores públicos (Universidades), Governamentais (PP, Startup Portugal, Portugal Ventures, IAPMEI) e privados (*startups*, grandes empresas), e ainda é composto por sub-áreas, como o talento e o conhecimento, as grandes empresas, as infraestruturas, as PP, investidores e entre outros.

Figura 1 - Representação do Ecossistema português



Fonte: Elaboração própria a partir de IDC (2023), Pahwa (2022) e Tóthová e Fil'a (2023).

Quanto ao talento e conhecimento, de acordo com o IDC (2023), Portugal tem vindo a demonstrar-se atrativo para a comunidade estrangeira por ser um país que domina a língua anglo-saxónica e porque possui recursos humanos altamente qualificados. A nível do Ensino Superior em Portugal, o relatório refere que as instituições de ensino possuem muita qualidade e que se configuram como um pivô no Ecossistema, dado que estas têm criado iniciativas dedicadas aos estudantes e investigadores no âmbito do empreendedorismo de forma que estes

desenvolvam produtos ou os seus próprios negócios, e que muitas têm resultado no aumento do número de patentes e no investimento em I&D.

O relatório do IDC (2023) refere que as grandes empresas investiram mais de 2,5 mil milhões de euros em I&D e que existem sinergias com universidades e *startups* com o propósito de criar produtos ou inovações que sejam capazes de serem apresentadas ao mercado doméstico. Reforça-se que esta colaboração entre as grandes empresas e *startups* também se destina a programas de aceleração, *mentoring* ou reunião com investidores com o objetivo de desenvolver as *startups*. Quanto à infraestrutura, de acordo IDC (2023), Portugal é o 6º país europeu que mais atrai investimento estrangeiro. O país ainda conta com a qualidade de vida e uma boa infraestrutura digital, além de possuir uma rede certificada de 102 incubadoras que desempenham funções importantes no desenvolvimento das *startups*. Conforme o mesmo relatório, apesar destes aspetos, soam alarmes sobre a degradação das infraestruturas básicas do país.

No que concerne às políticas, incentivos e regulação é importante destacar que os principais atores, Startup Portugal (SUP), Portugal Ventures (PV) e Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI) são extremamente relevantes do ponto de vista do financiamento às *startups*, criação ou melhoria de PP e legislação que produza efeitos na estimulação e robustez do Ecosistema. A Startup Portugal (SUP) é um dos *Policy-markers* do país, sendo uma organização sem fins lucrativos que tem como missão promover o empreendedorismo em Portugal, cooperando com Entidades Públicas e Privadas de maneira a estimular o Ecosistema. Existem programas criados e desenvolvidos pela SUP destinados às *startups*, investidores e à comunidade empreendedora que se revelam dinamizadoras e potencializadoras para o empreendedorismo em Portugal. A nível de financiamento às *startups*, este organismo gere os 110M€ provenientes do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) destinado ao empreendedorismo. De acordo com Startup Portugal (2023a), a nível da conectividade com o Ecosistema, existem algumas iniciativas como “*Above & Beyond Hangouts*”, que tem como objetivo reunir todos os atores relevantes do Ecosistema para debater os desafios da comunidade. Ainda neste tema, a Startup Portugal (2023b) explana que “*Startups & Investment Matching Circuit (SIM Circuit)*” é um *showcase* com o intuito de reunir as *Startups* e investidores e outros elementos do Ecosistema.

Outro ator relevante, a *Portugal Ventures*, também pertence ao sector empresarial do Estado, e é responsável pelo investimento público de capital de risco nas empresas em Portugal e ainda no financiamento das *startups*. A Portugal Ventures (2023) argumenta que a sua organização surge com o propósito de impulsionar o sucesso das empresas portuguesas a nível

internacional e ainda reforçar a sua competitividade em todas as fases de vida do seu negócio. Quanto ao financiamento, esta organização desenvolveu programas como *calls* de financiamento dedicadas ao reforço da competitividade das *Startups* e o “*Ignition Partners Network*”, uma rede de mais de 100 atores relevantes do Ecossistema que atua na procura de oportunidades para o Ecossistema. Com este programa criou-se uma rede de interação e proximidade com centros de saber e conhecimento, investigadores, Intuições de Ensino Superior, Aceleradoras e Incubadoras.

O IAPMEI é outro dos *policy-markers* de Portugal, em que o seu objetivo centra-se no estímulo do tecido empresarial das Pequenas e Médias Empresas (PME) portuguesas e ainda no reforço do empreendedorismo e financiamento às PME. Segundo o IAPMEI (2021), a agência promove um conjunto de iniciativas, programas e PP destinadas ao apoio do empreendedorismo através de *clusters*, redes de colaboração e de tecnologia. À semelhança dos outros dois organismos anteriores, o IAPMEI também possui programas de promoção ao empreendedorismo como o *Startup Visa*, que se configura como um visto de residência para empreendedores de maneira a atrair para Portugal investimento, talento e capacidade de inovação, e o *Tech Visa*, um programa destinado para colaboradores altamente qualificados que não pertençam ao Espaço Schengen e que pretendam mudar-se para Portugal.

Quanto ao capital, conforme a Dealroom (2023), que é a plataforma mapeadora da SUP, verificou-se um conjunto de 87 *Venture Capital (VC)* e 1 751 rondas de financiamento de 2014 até 2023. Sobre este tema constatou-se que durante ano de 2022 foi levantado aproximadamente 953 milhões de euros, e durante o ano de 2023, verificou-se um dos valores mais baixos da última década, correspondendo a 216 milhões de euros. A plataforma refere que parte do capital levantado é destinado a *startups* em fases de vida muito embrionárias como *Pre-Seed* e *Seed*.

De acordo com StartupBlink (2023), num ranking de 100 países sobre a robustez do Ecossistema, 41% dos países são europeus, com Portugal destaca-se na 26^o posição, e Lisboa, num ranking de 1 000 cidades, encontra-se na 62^a posição. O mesmo relatório dá nota que apesar da classificação baixa, o Ecossistema português tem vindo a destacar-se pela sua subida, uma vez que em 2020 encontrava-se na 31^a posição, e que atualmente encontra-se atrás do Japão e à frente de países como Luxemburgo, Brasil e Rússia.

O Ecossistema Português está em amplo desenvolvimento devido ao crescimento e reforço das PP, infraestrutura e também da ação de todos os seus atores-chave como a Startup Portugal, Portugal Ventures, IAPMEI e outros agentes de promoção e desenvolvimento do empreendedorismo como os investidores, empreendedores, instituições de Ensino Superior, incubadoras e aceleradoras. Segundo a WIPO (2023), Portugal possui pontos favoráveis como,

a educação, qualidade dos investigadores, diversificação industrial interna e despesas com desenvolvimento de software que permite que o seu Ecossistema cresça em bom ritmo. O mesmo relatório refere que os principais pontos fracos são as políticas destinadas aos negócios, lacuna nas políticas de incentivo aos investimentos/financiamento, produtividade laboral e entre outros.

2.2. As startups: conceitos e fases de vida

O conceito de *startups* ainda não reúne consenso no meio académico. No entanto, no seu sentido literal, proveniente da língua anglo-saxónica, “*Start*” quer dizer começo de algo, e “*up*” para cima. Por isso, entende-se que *startup* é uma empresa recém-criada, que não tem um modelo de negócio estabilizado, revelando-se com muitas imperfeições a diferentes níveis. Distingue-se das PME por estar inserida num ambiente tecnológico e de grande incerteza que lhes confere um leque de oportunidades de negócios em áreas que se encontram obsoletas. Uma das missões de uma *startup* é inovação de qualquer tipo através da sua visão diferenciadora, sendo este possível devido ao grande *know-how* e RH altamente qualificados.

Para Skala (2019), estas estruturas possuem quatro características básicas: (i) uma empresa recém-criada com recursos limitados, especialmente financeiros; (ii) um requisito básico que é oferecer uma solução inovadora ou diferenciadora; (iii) escalabilidade nos produtos ou serviços que oferecem procurando o seu crescimento rápido; (iv) empresas que operam na indústria tecnológica e digital. No que refere à estrutura operacional de uma *startup*, a conceptualização não é consensual, e no caso português só recentemente elaborou-se os critérios para defini-la. Além disso, o conceito de *startup* pode variar de país para país.

A OCDE (2013) refere que este tipo de empresas são reconhecidas pela sua fase embrionária, de arranque, assemelhando-se historicamente com o ambiente de *Silicon Valley* por existir um envolvimento de muita criatividade e/ou científico destinado à inovação promovido pelo capital humano e financeiro, centros de saber e conhecimento, universidades e empresas. Ries (2011) define uma *startup* como uma instituição humana com o propósito de conceber um novo serviço ou produto em ambientes de elevada incerteza. Já o Indian Institute of Foreign Trade (2007) dá o seu contributo sobre o que é uma *startup* referindo que esta encontra-se em fase de arranque inserida na área de alta tecnologia e com capacidade para se tornarem suficientemente competitiva e para enfrentar os riscos associados ao meio de incerteza que se insere. O mesmo Instituto ainda expõe que estas empresas são desenvolvidas por jovens empreendedores com equipas de um grande conhecimento e especializadas e com capacidade

para assumir os riscos a que uma *startup* está sujeita. Vale destacar que à semelhança das restantes organizações empresariais, é esperado que as *startups* evoluam, cresçam e assim garantam a sua maturidade que passará a ser uma realidade. O seu início é caracterizado por possuir poucos recursos humanos e financeiros e nela a sua imaturidade. Em suas fases finais são apreciadas pela sua capacidade de competirem com as grandes empresas e por possuírem uma estrutura em fase madura que lhes permite competir no mercado.

Quanto às fases de vida, até à data também não há consenso sobre estas. Existem autores que referem que são três e outros cinco. Contudo, neste estudo será utilizado a terminologia que os VC recorrem, e considerar-se-á cinco fases de vida: (i) *Pre-Seed*, (ii) *Seed*, (iii) *Early Stage*, (iv) *Growth Stage*, (v) *Scale-Up*, que serão abordadas e caracterizadas nas seções para o efeito.

Autores como Salamzadeh e Kesim (2015) resumem todas as fases de vida em três capítulos, sendo elas: a “*Bootstrapping Stage*”, em que o processo de criação e inovação por parte do empreendedor é mais intensa visto que o mesmo procura validar a sua ideia e torná-la rentável no mercado devido ao elevada grau de incerteza, e que em simultâneo, este procura financiamento de diversas formas, junto das suas finanças pessoais, da sua família, amigos, crédito bancários e/ou investidores-anjo de modo a financiar a sua empresa/ideia; na “*Seed Stage*” espera-se que a empresa entre no mercado, desenvolva os seus primeiros protótipos, crie sinergias com agentes de incubação ou aceleração para acelerar o processo de crescimento e receber financiamento que façam crescer a estrutura; por fim, a “*Creation Stage*” surge quando a empresa entra em definitivo no mercado, vende os seus produtos, contrata os seus primeiros colaboradores, e no final desta fase, o capital que produz é o seu meio de financiamento, mas em alguns casos, o capital de risco poderá ser uma solução para facilitar a entrada nesta fase.

As fases de crescimento iniciam-se em climas de grande incerteza em que os empreendedores possuem poucos recursos humanos e financeiros, e no estado final alcançam um estado de maturidade que lhes permite crescer estruturalmente, levantar capital ou usá-lo para continuar a desenvolver as suas operações ou investir nos seus produtos e serviços ao mercado. Apesar de toda a literatura disponível, acaba por existir um desconhecimento tanto pela parte do sector empresarial, do Ecosistema e dos decisores políticos sobre a diferença entre o que é uma PME e uma *startup*, dado que os Governos sentem a necessidade de injetarem capital nas suas economias e acabam por misturar as estruturas de forma a cumprirem com metas estabelecidas por organismos a que pertencem. Segundo o Jornal Oficial da União Europeia (2003), uma PME é uma empresa de qualquer forma jurídica que exerce a sua atividade económica em diversos sectores, como na atividade artesanal, familiar, sociedades ou associações de pessoas que exercem uma atividade económica regular. A Comissão Europeia

(2020) refere que a definição de PME é importante no que concerne ao acesso ao financiamento e aos programas de apoio provenientes da UE. Adicionalmente, os autores explanam que uma PME é categorizada em três critérios: o tamanho da empresa, número de colaboradores, volume de negócios ou o balanço total anual conforme a tabela abaixo.

Quadro 1 - Categorização das PME

Categoria da Empresa	Número de colaboradores	Volume de negócios anual	<OU>	Balanço total anual
Microempresa	< 10 colaboradores	≤ 2 milhões €	<OU>	≤ 2 milhões €
Pequena	< 50 colaboradores	≤ 10 milhões €	<OU>	≤ 10 milhões €
Média Empresa	< 250 colaboradores	≤ 50 milhões €	<OU>	≤ 50 milhões €

Fonte: Elaboração própria a partir de Comissão Europeia (2024), Jornal Oficial da União Europeia (2003) e Comissão Europeia (2020).

De acordo com Skala (2019), *startup* e PME podem ser facilmente confundíveis, mas existem elementos muito próprios que as distinguem, tais como, o modelo de negócio, que no caso de uma PME opta-se por um modelo já testado e comprovado que funciona no mercado e o risco é mínimo para o seu fracasso. Ainda para a autora, outra diferença centra-se no seu público-alvo, dado que a abordagem ao mercado é clara e não existe um produto inovador nem um processo de inovação disruptivo ou recursos a alta tecnologia que o diferencia do modelo existente no mercado. A autora refere que devido ao modelo comprovado de uma PME, o crescimento da estrutura, a expansão do modelo de negócio e estabilização no mercado é mais simples, visto que estas organizações possuem mais recursos e não se encontram no desenvolvimento de projetos tecnológicos.

Quadro 2 - Diferenciação de startup face às PME

	Startup	Pequena Média Empresa (PME)
Definição	Empresa recém-criada que possui recursos financeiros e humanos escassos, não tem um modelo de negócio estabilizado, inserida num ambiente de grande incerteza e tecnológico que lhes confere um leque de oportunidades de negócios em áreas ou sectores que se encontram obsoletas. A inovação de produtos ou serviços faz parte de uma das suas missões.	Empresa de qualquer forma jurídica que exercer a sua atividade económica em diversos sectores como na atividade artesanal, familiar, sociedades ou associações de pessoas que exercem uma atividade económica regular. Esta ainda categorizada através dos critérios dispostos na lei que se referem à sua dimensão, volume de negócio ou pelo balanço anual total.
Fases de vida	Cinco fases de vida (Pre-seed, Seed, Early Stage, Growth Stage, Scale-up)	-
Categorização	-	Três tipos de categorização (Microempresa, Pequena Empresa e Média Empresa)
Sectores	Maioritariamente tecnológico	Tradicional
Ambiente do mercado	Incerteza	Exposto a um grau reduzido de incerteza
Abordagem ao mercado	Não conhece o seu cliente nem público-alvo, funciona por testagem e reação ao mercado	Conhece o seu público-alvo e sabe o que este procura
Sucesso do Modelo de negócio	Em construção constante	Modelo estabilizado
Processo de Inovação	Aborda um dos cinco tipos de inovação	Maioritariamente sem inovação

Fonte: Elaboração própria a partir de Comissão Europeia (2024), Jornal Oficial da União Europeia (2003), Comissão Europeia (2020), Skala (2019), Ries (2011), OCDE (2013) e Escartín et al (2020).

De maneira a distinguir as PME e startups e a conferir um estatuto de reconhecimento do que é uma startup, Portugal e Espanha foram os primeiros países da União Europeia a adotar a legislação direcionada a estas. Assim sendo, a *Startup Law* será abordada na próxima seção.

2.2.1. Conceptualização: a Startup Law

A “*Startup Law*” revela-se importante visto que o Estado português necessitava de aproximar-se dos seus pares europeus que há muito já possuíam legislação neste sentido. Do ponto de vista da vida interna do país, através desta legislação foi possível definir legalmente o que é uma *startup* e *scale-up*, incluindo o regime de atribuição de benefícios e/ou incentivos fiscais e/ou financeiros por parte do Estado. Adicionalmente, o regime de tributação específica para estas empresa a nível do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) e Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS) revela-se diferente daquele que é aplicado às restantes empresas.

A 18 de Maio de 2023 foi promulgado a “Lei das *Startups*”, que permite que o Estado português reconheça as mesmas, os critérios legais dispostos na Lei n.º 21/2023 de 25 de maio centram-se na dicotomia de *startup* e/ou *scale-up*. A partir desta lei, parte das matérias

abordadas em diversos diplomas, como o IRS, IRC e investimentos acaba por beneficiar os seus colaboradores e é um progresso de Portugal no que compete à atração de talento, capital e novas empresas inovadoras.

De acordo com Diário da República (2023), para ser considerada uma *startup* deve-se cumprir com os seguintes critérios, os quais serão verificados e validados pela Startup Portugal: (i) exercer atividade há menos de 10 anos; (ii) possuir menos de 250 trabalhadores; (iii) ter um volume de negócios inferior a 50 milhões €; (iv) não pode ser uma empresa resultante de uma transformação ou cisão de uma grande empresa, nem possuir no seu capital participações maioritária indiretas ou direta numa grande empresa; (v) ser estabelecida ou ter representação permanente no país ou obter pelo menos 25 trabalhadores em Portugal; (vi) tem que ser uma empresa inovadora ou que a Agência Nacional de Inovação (ANI) reconheça como tal; (vii) tenha concluído uma ronda de financiamento de capital de risco por uma entidade que esteja habilitada para efeito através da supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) ou de uma congénere internacional da CMVM, ou instrumentos de capital provenientes de investidores que não sejam acionistas fundadores da empresa, nomeadamente por *Business Angels (BA)*, certificados pelo IAPMEI; (viii) ter recebido investimentos provenientes do Banco Português de Fomento (BPF) ou fundos geridos ou por empresas participadas, ou de um dos seus instrumentos de capital ou quase capital.

As *scale-ups* são *startups* com vendas estabilizadas no mercado, em fase de maturidade e com um crescimento acelerado. A Lei n.º 21/2023 de 25 de maio expõe que uma *scale-up* é uma pessoa coletiva que não cumpra os primeiros três requisitos previstos para uma *startup*: (i) exercer atividade menos de 10 anos; (ii) possuir menos de 250 colaboradores; (iii) ter volume de negócios abaixo dos 50 milhões € e que reúna todas as condições para obter a certificação de “*Tech Visa*”, conforme estipulado na Portaria n.º 328/2018, de 19 de dezembro. Quanto à componente fiscal da lei foram efetuadas opções relativamente às “*Stock Option*” (ações da empresa) que permitiram de alguma forma a melhoria na atração e retenção de financiamento da própria *startup*.

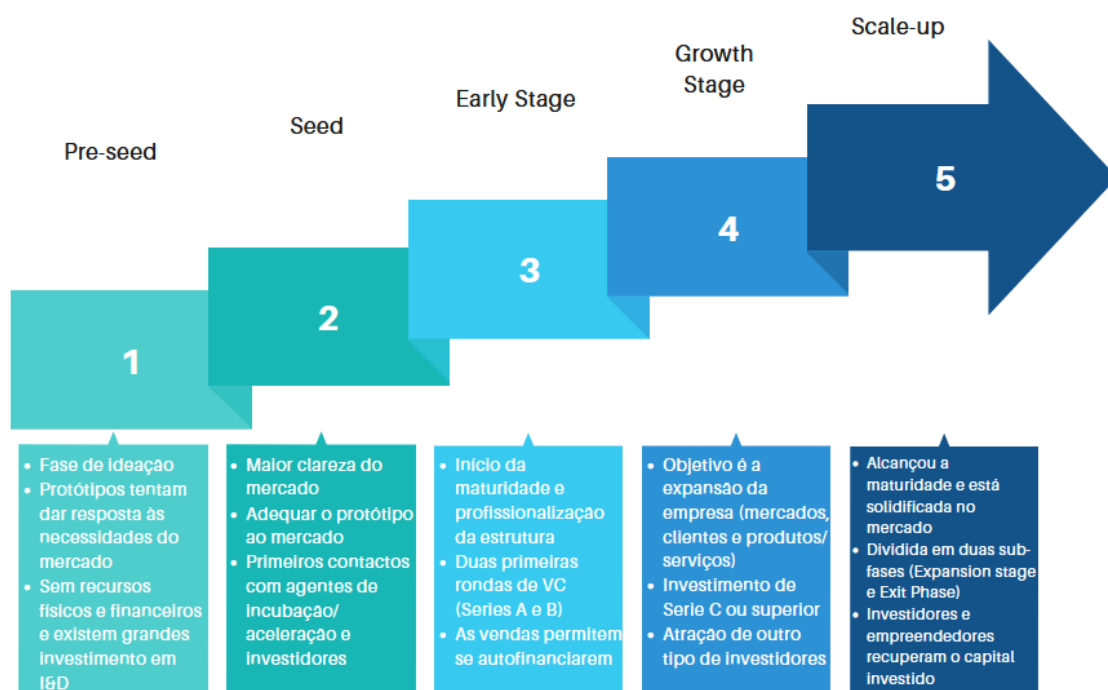
Veja-se que segundo o Diário da República (2023), a título de benefício destinado ao colaborador, o mesmo pode possuir ações da empresa onde trabalha, e por motivos de liquidez do mesmo, a empresa é taxada no momento que as vende ao funcionário. Outra novidade centra-se no “*Exit Tax*”, que significa que em caso de cessação de atividade e/ou de residência em Portugal, os detentores das ações serão obrigados a vender as mesmas. No que diz respeito ao IRC, até ao primeiros 50.000€ de matéria coletável, este foi reduzida de 17% para 12,5%. Já no

IRS, apenas 50% do que é ganho será apenas considerado uma taxa de 28% (sendo que a taxa de tributação efetiva é de 14%).

2.2.2. As fases de vida das startups

Estas estruturas possuem um caminho repleto de desafios e oportunidades, até chegarem à sua fase de maturidade. Repare-se que em cada fase, existem necessidades e características próprias e distintas das suas antecessoras, e isto acontece devido ao crescimento da empresa e do produto e/ou serviço e também pela sua aceleração. Por causa do grande desafio do financiamento e/ou por outros, grande parte não chega até essa fase. A figura a seguir apresenta as fases de vida das *startups*.

Figura 2 - Representação das fases de vida das startups



Fonte: Elaboração própria a partir de Shelby (2023), Escartín et al (2020), Basel Area (2024), Venturz (2024) e Cremades (2016).

2.2.2.1. Pre-Seed

A primeira fase denomina-se por “*Pre-Seed*” e é caracterizada por ser uma fase complexa na vida de uma *startup*. Nesta é pretendido que estas empresas respondam a um conjunto de questões, validações e necessidades do mercado, como transformar a ideia num protótipo que,

consequentemente, será um produto validado pelo mercado, pelos seus clientes e investidores, e ainda, é esperado uma atividade intensa no que diz respeito ao investimento em I&D que será aplicado no protótipo-produto.

Shelby (2023) argumenta que esta fase se centra na angariação de financiamento com o objetivo de preparar a empresa para receber e mostrar todo o seu potencial ao mercado e aos investidores. Para o autor, esta fase resume-se em duas vertentes: financiamento e transformar a ideia num produto viável, uma vez que neste momento é possível que se estabeleça uma base sólida para o desenvolvimento do produto e a criação de uma carteira de clientes e/ou que a ideia se transforme num produto.

Quanto ao financiamento nesta fase, é importante a diversidade de busca de fontes com o propósito de financiar as operações iniciais da estrutura. Escartín et al (2020) explicam que nesta fase as *startups* investem muitos dos seus recursos em I&D para desenvolver os seus produtos, e que inclusive na fase de *Pre-Seed*, as *startups* não possuem clientes nem uma estrutura sólida que lhes permita se autofinanciar, sendo importante que um país possua um Ecossistema forte que permita auxiliar estas empresas no seu arranque.

2.2.2.2. Seed

Nesta segunda fase, é expectável que os empreendedores possuam uma clareza maior sobre o nicho de mercado a que pertencem, e que o seu protótipo ou uma versão inicial do produto ou serviço que estão a desenvolver, encontre-se adequado ao seu mercado. Para Escartín et al (2020), esta fase é a mais crítica do ciclo de vida de uma *startup*, visto que a empresa tenta dar início ao seu projeto e possuir um modelo de negócio que lhe permita colocar os produtos ou serviços no mercado, mas de certa forma, entender qual é a reação destes e dos seus possíveis clientes. Os autores ainda referem que é importante observar constantemente a evolução do produto ou serviço não só por esta ser a base do projeto, mas também porque será necessário investir ou transferir conhecimento de I&D desde a primeira versão deste até ao início da sua comercialização.

Para Basel Area (2024), esta também é das fases mais críticas da vida uma *startup* especialmente a nível da falta de financiamento. O autor ainda refere que nesta fase é esperado que existam vários meios de interação entre os desenvolvedores do produto e os clientes com o objetivo de melhorar o produto até criar uma solução acertada ao mercado. No que diz respeito ao financiamento destas empresas, entende-se as necessidades são centradas para a adequação do produto face ao mercado e para custos iniciais de operacionalização. Segundo Basel Area

(2024) e Escartín et al (2020), as fontes de financiamento nesta fase são diversas, tais como *crowdfunding*, receitas próprias (dos seus fundadores), *BA* e agentes de aceleração, sendo que o objetivo se concentra na melhoria do produto através de testes e ajustes ao mesmo e aposta na estratégia de marketing.

Escartín et al. (2020) reforçam que o capital de *Seed* não é tão dedicado para gerar “*cash flow*” futuro, mas certamente que a principal preocupação nesta fase é dar seguimento à concretização da ideia apresentada. Cremades (2016) refere que os investimentos nesta fase se configuram com alto risco pelo que os investidores são mais cautelosos do que o habitual porque o capital está exposto a um risco muito maior.

2.2.2.3. Early Stage

A fase de *Early Stage* é diferente das anteriores, porque existe um campo de definição em matérias como a solução que as *startups* estão a oferecer ao mercado e por existir um modelo de negócio estabilizado. Acima de tudo, e devido às diversas interações realizadas na fase de *Seed*, sabe-se que nesta existe uma demarcação face às anteriores, dado que aqui inicia-se a maturidade da *startup* por possuir uma base estabilizada de clientes, de recursos financeiros e humanos que os permita desenvolver a sua atividade.

De acordo com Startup Portugal (2024), as *startups* que se encontram em fase de *Early Stage* são definidas por serem *startups* em fase inicial da sua vida com solução (produto ou serviço) já validada pelo mercado ou com um modelo de negócios que seja claro para todo o Ecossistema. Escartín et al. (2020) referem que face às outras fases, nesta encontra-se uma estrutura com maturidade, dado que alcançaram ponto de equilíbrio tanto na tesouraria como nos recursos que possuem e na profissionalização da estrutura, sendo que o financiamento recebido será aplicado à aceleração do crescimento da empresa. Venturz (2024) argumenta que as empresas nesta fase se caracterizam por se encontrarem em expansão e detentoras de um ciclo de vendas promissoras que lhes permitirá se autofinanciar de maneira a procederem a melhorias do seu produto, entrar em novos mercados e contratar novos quadros profissionais para a empresa.

As empresas que se encontram nesta fase a nível do financiamento dão conta da entrada novos atores que ajudarão a financiar estas estruturas e o financiamento atribuído será destinado ao crescimento da empresa. Basel Area (2024) denota que as empresas nesta fase são caracterizadas por “*Series A*” ou “*Series B*”, que significa que são *startups* que alcançaram as suas primeiras rondas de financiamento a nível de VC. Ainda considera que um dos grandes

desafios centra-se no facto que os empreendedores terão de convencer os investidores que o seu produto pode gerar lucros a curto prazo e qual será o Retorno sobre o Investimento (ROI)¹.

Cremades (2016) argumenta que na “*Series A*”, normalmente, deve-se iniciar este tipo de financiamento quando existe um produto ou serviço e uma estrutura bem definida de forma a atingir os objetivos comerciais pretendidos. O autor reforça que se a empresa está a necessitar de capital para lançar o produto ou serviço no mercado, este pode ser um bom momento para fazê-lo. Para a “*Series B*”, o autor expõe que se trata de um financiamento com menor risco, porque o produto ou serviço encontra-se estabelecido no mercado, sendo que este também poderá servir para entrar num novo mercado, ou para aumentar a publicidade sobre a marca, ou adquirir uma empresa local ou contratar recursos humanos que permitam alavancar o crescimento rápido da empresa. Escartín et al (2020) explanam que nesta fase existe uma profissionalização do financiamento a estas empresas, especialmente porque entram entidades de *VC*, que ao contrário de outros investidores, o seu capital advém de fundos de investimento especializados.

2.2.2.4. Growth Stage

A fase de *Growth Stage* caracteriza-se por ser a continuidade de vários processos anteriores, tais como a profissionalização da estrutura, visto que possui mais recursos humanos e financeiros, revela maturidade por parte da mesma e ainda a solidificação nos mercados. Escartín et al (2020) expõem que a solidificação dos processos da fase anterior é importante para toda esta fase, uma vez que a *startup* se consolidou no mercado e aumentou as suas vendas possuindo um EBITDA² positivo, que transmite a confiança dos seus clientes e/ou de novos clientes. Isto significa que com a fidelização da sua clientela, a *startup* nesta fase possui um motor robusto no que concerne às preocupações financeiras. Basel Area (2024) destaca algumas características desta fase, como a iniciação em mercados maiores com o objetivo de alcançar o crescimento sustentável da empresa e os lucros gerados por esta.

No que diz respeito ao financiamento, as empresas que se encontram nesta fase, em geral, procuram adquirir capital para desenvolver operações no âmbito da expansão e diversificação da empresa. Venturz (2024) expõe que as empresas nesta fase recebem financiamento inserido

¹ De acordo com a Startup Portugal (2024), o *Return on Investment (ROI)* é a relação entre o investimento e o lucro líquido, sendo este é usualmente usado para avaliar a eficiência de um investimento ou para comparar investimentos divergentes.

² EBITDA significa “Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização” esta métrica serve para comparar o lucro das empresas, para verificar os resultados das mesmas e avaliar a saúde do negócio.

na “*Series C*” ou superior. O autor argumenta que as empresas nesta fase recebem financiamento no âmbito da aplicação da estratégia de expansão, respeitante à entrada em novos mercados, crescimento da sua base de clientes e aumento da oferta de produtos e/ou serviços da empresa.

Para Escartín et al (2020) argumentam que quanto ao financiamento, dá-se a entrada de novas fontes como o autofinanciamento, bancos de investimento, empresas de *private equity* (*PE*). Cremades (2016) acrescenta que a maior parte do financiamento nesta fase é oferecido por investidores de capital de risco ou por fundos de investimento. Ainda sobre este tema, o autor reforça que as empresas nesta fase procuram financiamento para expansão ou para uma aquisição importante, mas que também pode ser caracterizada por ser, em geral, a última ronda de investimento antes de se tornar uma *scale-up* sob forma Oferta Pública Inicial (IPO).

2.2.2.5. Scale-up

O Ecosistema possui uma visão não consensual sobre *scale-up*, visto que existem autores que não reconhecem esta como parte de uma *startup*, porque a estrutura alcançou o seu estado de maturidade, de consolidação da empresa no mercado e por possuir recursos humanos e financeiros. Para a Startup Portugal (2024), uma *scale-up* é uma *startup* com maturidade, cimentada no mercado através das vendas sustentadas, que possui uma estratégia internacional e/ou investida por um capital de risco e que apresenta condições ou potencial para um crescimento acelerado. É importante destacar que esta fase possui duas sub-fases: *Expansion Stage* e *Exit phase*.

Para a *Expansion Stage*, a Cemex Ventures (2024) explica que as *scale-up* são *startups* que demonstram maturidade e solidez no seu modelo de negócio que lhe permita ambicionar a chegada a mercados maiores, internacionalizar-se, consolidar a sua estrutura a nível de recursos humanos e ainda no aumento das suas receitas. Segundo a Venturz (2024), estas empresas em fase de expansão também são caracterizadas por possuírem produtos e/ou serviços diversificados.

No que compete à *Exit Phase*, esta é uma fase opcional, mais propriamente destinada aos seus fundadores e investidores, e tem como objetivo recuperar o investimento que foi feito ao longo da evolução da *startup*, podendo ser de duas formas: venda da empresa, ou a abertura à IPO, que serve o propósito da liquidez a quem investiu nela. Basel Area (2024) acrescenta que a fase de saída por vezes é algo que acontece com naturalidade, dado que permite aos empreendedores e investidores recuperarem o investimento que fizeram ao longo das fases.

Contudo, ainda afirma que para fazê-lo devem recorrer a estratégias e a serviços especializados que ajudem assegurar a transição com o menor impacto negativo para empresa.

Na visão defendida por Basel Area (2024), a saída pode ser realizada de três formas: (i) vender as ações do fundador à outra empresa; (ii) a empresa ser comprada por outra empresa; (iii) IPO. De acordo com Venturz (2024), a fase de *scale-up* pode envolver muitas rondas de financiamento por vezes promovidas por empresas de capital de risco avançado ou capital privado, com o objetivo de aumentar a velocidade da expansão da empresa e ainda com o propósito de enfrentar concorrentes com dimensão maior e estabilidade no mercado. Ao longo da próxima seção serão abordados os desafios das *startups* no que diz respeito ao financiamento, dado que este é uma das grandes razões pelas quais estas não vingam e acabam por desaparecer.

2.3. Desafios das startups

As fontes de financiamentos às *startups* podem ser públicas e privadas. Como referido anteriormente, estas estruturas pertencem a um mercado de grande risco, dinâmico e em constante evolução. Independentemente da sua fase de vida, o financiamento revela-se fulcral para a continuidade da aceleração, para o crescimento da empresa e no desenvolvimento dos seus produtos e/ou serviços. No quadro a seguir, são apresentadas as principais vantagens e desafios dos financiamentos privado e público.

Quadro 3 - Principais vantagens e desafios dos financiamentos privado e público

Tipo de Entidade	Privado	Público
Principais fontes	VC, PE, Fundo de Pensões, BA, Bancos	Estado e fundos comunitários
Principais pontos a favor	<ol style="list-style-type: none"> 1) Financiamento serve para aceleração da empresa 2) Aumentar a visibilidade da marca 3) Pode ser essencial para melhorar o produto ou serviço 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Financiamento destinado à aceleração ou para a criação de novos produtos ou serviços da empresa 2) Injeção de capital na economia a partir das empresas
Principais desafios	<ol style="list-style-type: none"> 1) Fundador fica com menos lucro 2) Pressão de dever a terceiros 3) Angariação pode ser demorada e dispendiosa 4) Grandes volumes de capital podem distrair os empreendedores do seu objetivo central 5) Subestimar a importância de acesso ao capital 6) Não superar a concorrência de maneira a atrair mais investidores 7) Esperar que o investidor venha colocar o seu capital em risco para financiar as operações da empresa e não para auxiliar a aceleração da empresa 8) Não perceber o que os investidores procuram nem preparar a empresa para receber financiamento através da sua posição no mercado 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Sucessivos atrasos na atribuição dos fundos públicos aos beneficiários 2) Atrasos no lançamento de novas calls de financiamentos 3) Não existe distinção entre PME e Startups

Fonte: Elaboração própria a partir de Cremades (2016), Wise e Feld (2015), Dias (2023) e Silvares (2023).

Quanto ao financiamento proveniente de fontes privadas, grande parte da literatura destinada a este tema, centra-se maioritariamente nos *VC* e fundos de pensões dedicados ao tema. Não obstante, existem alguns desafios inerentes aos fundadores destas estruturas e aos investidores que aplicarão o seu capital a estes empreendimentos.

Em termos gerais, Wise e Feld (2015) afirmam que os empreendedores cometem alguns erros ao levantar capital para a sua empresa, uma vez que não possuem uma relação de proximidade dotada de uma perspectiva de investidor para com um possível investidor. Do ponto de vista dos autores, a relação entre os fundadores e investidores tem de ser baseada não pela necessidade de capital que se pode levantar com aquela entidade, mas sim de crescimento para ambos. Os autores ainda referem que os empreendedores cometem alguns erros ao não construírem continuamente a sua marca e que isso acaba por não despertar o interesse de vários investidores ao ponto de quererem financiar a sua empresa, tornando a empresa num destino atrativo para se financiar.

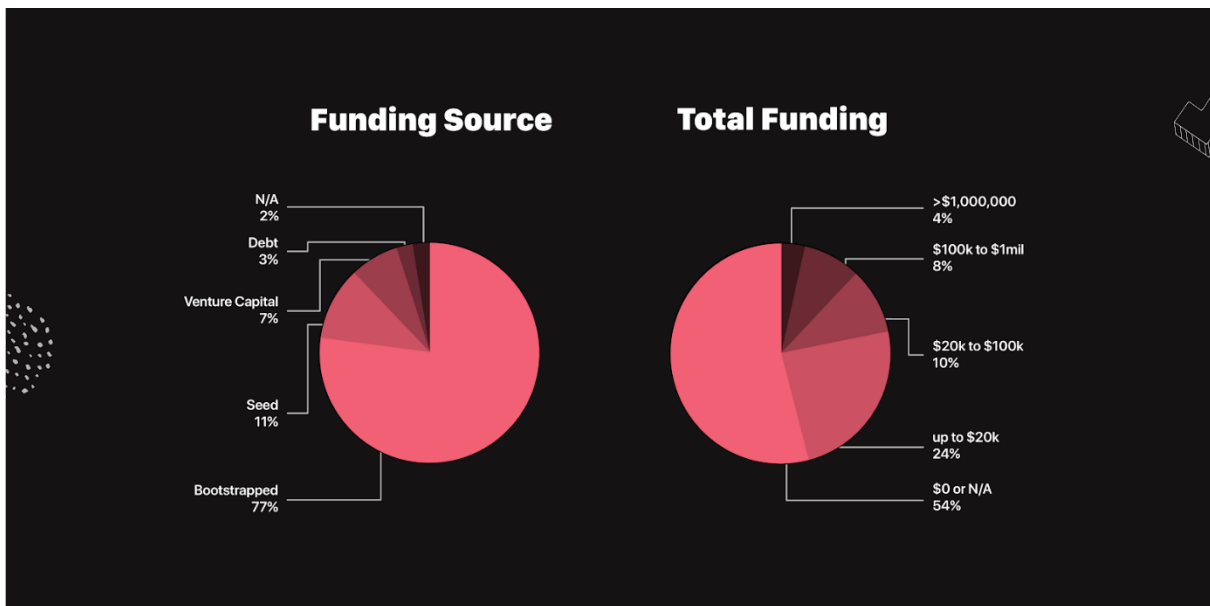
Para Cremades (2016), parte da comunidade empreendedora olha para o financiamento como uma oportunidade para trazer o produto ou ferramenta que estão a desenvolver sem que esta seja testada previamente no mercado. Do ponto de vista do autor, isto representa um grande desafio, visto que os investidores de qualquer tipo olham para financiamento como um meio para a aceleração da empresa e não para desenvolver produtos de raiz que não foram testados no mercado e não se sabe a reação deste face ao produto. Com isto, o autor pretende demonstrar que ao procurar financiamento sem o produto desenvolvido pode configurar-se como “queimar de uma etapa”, uma vez que não é sabido a reação do mercado face ao produto e poderá ser necessário adaptá-lo consoante a reação. Daí os investidores considerarem um “grande risco” ao financiar uma *startup* que não possui um produto desenvolvido, preferindo assim financiar uma empresa que já possua uma versão protótipo.

Segundo Ries (2011) existem várias razões pelas quais levam uma *startup* ao seu fim, especialmente porque operam em ambientes e mercados de grande incerteza em que o mundo se torna cada vez mais incerto, torna-se necessário adaptar o planeamento e modelo de gestão de uma empresa em fase de arranque. O autor ainda refere que a incerteza se revela também no facto de que estas empresas não conhecem os seus clientes e/ou qual deverá ser o seu produto.

Kotashev (2024a) expõe que existe quatro temas principais que levam ao desaparecimento de uma *startup*, tais como, o produto não se enquadrava no mercado, problemas de marketing, problema com a equipa devido à inexperiência dos seus recursos e problemas financeiros, que segundo o autor, de uma amostra de 80 empreendedores, 50% (40) não possuíam orçamento

para o projeto a que se propunha. Kotashev (2024b) refere que 9 em cada 10 *startups* falham e acabam por desaparecer, e que em cada 100 *Startups* financiadas, apenas 10 obtêm sucesso. Adicionalmente, o autor argumenta que o financiamento é importante, mas que parte do tecido empreendedor não procura validar as suas soluções numa fase inicial, e que numa fase mais avançada, acaba-se por ter de despende de mais recursos financeiros para validar e corrigir a solução desenvolvida que deveria ter sido validada no início. No gráfico a seguir são apresentadas as fontes de financiamento e o capital levantado a nível mundial.

Figura 3 - Fontes de financiamento e capital levantado



Fonte: Kotashev (2024a).

No gráfico acima é possível reparar que as fontes de financiamento às *startups* configuram-se como pouco diversificadas caso se compare com as PME. De acordo com o gráfico produzido por Kotashev (2024a), as principais fontes de financiamento são: (i) as “*Bootstrapped*”, que são poupança e rendimento de trabalho; (ii) “*Seed*”, capital proveniente de uma troca entre o capital do investidor e participações sociais detidas pelo empreendedor; (iii) “*Venture Capital*”, sendo este capital proveniente de um fundo de risco destinado a investimento a este tipo de empresas.

No que diz respeito em termos nacionais, é fundamental que Portugal crie mecanismos e uma maior flexibilidade da legislação para aumentar as rondas financiamento às *startups* e em simultâneo ser atrativo para os investidores. The Next Big Idea (2023), em entrevista com o Diretor Executivo da SUP, referiu que Portugal e a União Europeia estão a perder *startups* europeias para o mercado norte-americano não só por existir uma oferta robusta de ronda de

financiamentos e de investidores, mas também devido ao sistema fiscal. Ademais, o autor ainda argumentou que não existe estímulo e/ou incentivo para os grandes investidores em Portugal, pelo contrário, existe um incentivo ao não investimento, dado que a legislação concentra as suas forças na proteção dos balanços e de rácios de capital, que do ponto de vista do entrevistado, torna-se um investimento de alto risco porque existe um provisionamento³ de 50%.

Para o financiamento público existem alguns desafios para a obtenção de financiamento proveniente por parte do Estado, porque ocorrem diversos atrasos na distribuição destes fundos aos seus beneficiários e porque grande parte do Estados europeus ainda utiliza a definição de PME, fazendo com que *startups* e PME concorram ao mesmo concurso sem distinção. Dias (2023), ao entrevistar o Diretor da Área de Investimentos e Subsídios da *Startup* Portugal sobre os Concursos “*Vouchers para Startups*” provenientes do PRR, admitiu que este tipo de apoios destinados à aceleração destas empresas é fundamental para o crescimento da economia portuguesa, mas que existe a necessidade do Estado ser mais célere na sua distribuição aos seus beneficiários. Ainda sobre este tema, Silvares (2023) em entrevista com o Presidente do IAPMEI, admitiu que existem atrasos de vários meses na atribuição dos fundos públicos aos beneficiários, os quais têm provocado efeitos negativos tanto para o tecido empresarial e empreendedor português como para a economia nacional.

Portanto, entende-se que os principais desafios no financiamento às *startups* centra-se no facto que é fundamental fazer os fundadores entenderem que a dicotomia fundador/gestor de uma *startup* e investidor reflete-se no relacionamento de crescimento entre ambos, na mudança da mentalidade, e que o financiamento serve para aceleração e não para financiar operações que não façam o negócio crescer. Ainda é possível destacar que é fundamental diversificar as fontes de financiamento tanto do sector privado como do sector público. Contudo, no que diz respeito ao sector público entende-se que a morosidade das instituições em aplicar os fundos nas empresas atrasa a aceleração destas. No próximo capítulo o tema do financiamento será mais aprofundado.

³ Provisionamento refere-se ao capital em estado de reserva destinado a despesas ou perdas não previstas, é calculada através “excedente da quantia escriturada de um ativo, ou de uma unidade geradora de caixa, em relação à sua quantia recuperável”. (Comissão da Normalização Contabilística, 2016, pp. 1-3)

3. Financiamento: como existir, se desenvolver e crescer no ecossistema português?

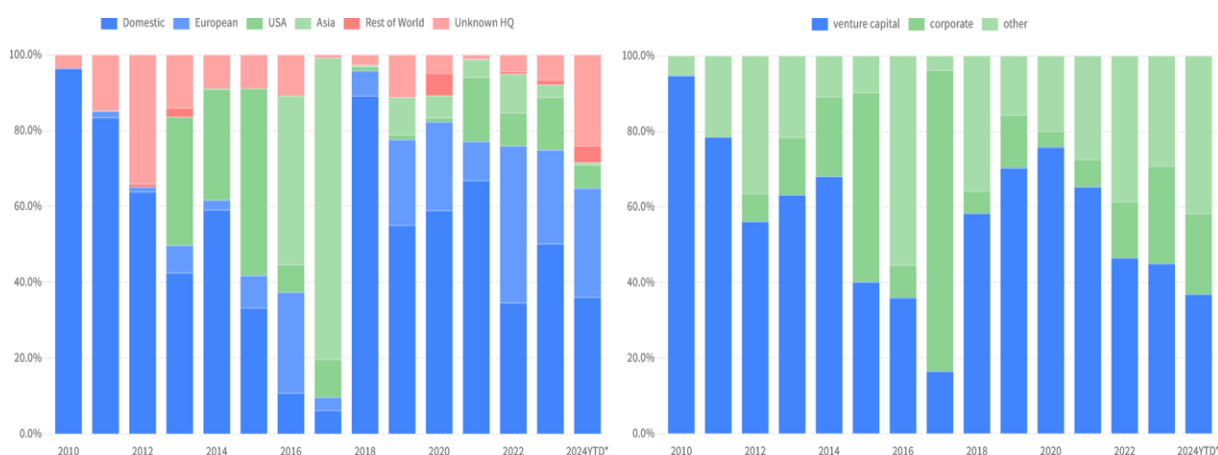
O financiamento para o desenvolvimento do Ecosistema é de elevada importância para o mesmo e para as *startups*, dado que enfrentam um ambiente dinâmico, muito arriscado e com um grau de elevada incerteza proporcionado pela imaturidade dos seus modelos de negócios, e também pelo obstáculo na aquisição de capital e pelo ambiente de inovação. Tóthová e Fil'a (2023) argumentam que é importante que um Ecosistema possua robustez e uma conexão entre os diversos atores, porque tem impacto direto nas economias locais, na vida dos colaboradores das *startups* e que seja propício para alcançar a potencialidade daquele Ecosistema. Conforme Sanesi (2021), um Ecosistema desenvolvido é sinónimo de agilidade e aprendizagem entre as *startups* para identificar falhas de mercado e de certo modo associar-se a parceiros que se preparem para investir para resolver a falha encontrada, acelerando assim o processo de inovação. O autor também refere que um Ecosistema mais sólido estimula a interação dos vários agentes da comunidade empreendedora no que compete à partilha de conhecimento, ideias e de talento.

Na visão de Mason e Brown (2014), um Ecosistema poderá ter dois tipos de abordagem de PP no âmbito do financiamento. O primeiro é um modelo tradicional, que privilegia o assistencialismo a nível nacional da comunidade empreendedora através de subvenções, subsídios ou incentivos financeiros. Isto quer dizer que os decisores procuram a promoção de fontes de financiamento, maioritariamente, sob a forma de capital de risco ou de BA. Os autores referem que o segundo modelo se distingue pela adaptação à sua localização (local ou regional) e por ser orientado para o crescimento das sinergias e/ou interações entre os diferentes atores do Ecosistema, promovendo a criação de redes de relação entre pares. Ainda a nível do funcionamento, existe a necessidade elevar a exigência tanto na diversificação da fonte de financiamento como os empréstimos e *crowdfunding*.

Neste sentido, é importante que PP sejam criadas ou reformadas com sentido de financiar a aceleração destas empresas. Os fundos públicos desempenham um papel crucial no que diz respeito ao financiamento, mas também é importante que o Estado procure aumentar e/ou diversificar as fontes de financiamento do sector público e privado com o intuito de aumentar a sua oferta. Também é importante frisar que ambos os sectores são importantes para o desenvolvimento e aceleração, e que na sua ausência, ocorrerá uma diminuição do ambiente de inovação e/ou que dificultará a competição com outro tipo de empresas.

Note-se que, o Ecosistema português levantou 2 670M€ nos últimos três anos. Ainda, a interajuda e colaboração de diversos atores nacionais e internacionais é significativo quanto à aquisição de capital para as *startups*, conforme descrito no gráfico abaixo.

Figura 4 - Relação do capital levantado pelas startups portuguesas face ao tipo de investidor e local entre 2010 e 2024



Fonte: Dealroom (2024).

Observa-se que grande parte dos investidores são estrangeiros europeus em detrimento dos investidores nacionais, e a principal fonte de financiamento são de VC. Ainda, prevê-se uma mudança gradual e uma tendência de mercado em que as grandes empresas tornam-se um investidor de relevância para as *startups* portuguesas.

Conforme Dealroom (2024), durante o ano de 2021, os VC levantaram 935M€, representando assim 63,8% do investimento, e as grandes empresas 116M€, o equivalente a 7,9% do investimento. No decorrer do ano de 2022, os VC levantaram 520M€, representando assim 55,8%, e as grandes empresas 141M€, estimando-se assim que represente 15,1% do investimento. Ainda assim, com o ano de 2023 os VC levantaram cerca de 90 6M€, significando 46,3%, e as grandes empresas 35 5M€, apurando uma percentagem de 18,1%. Com isto, consegue-se apurar que nos últimos três anos, os VC tiveram um decréscimo de 17,5%, enquanto as grandes empresas obtiveram um aumento de 10,2%. Este decréscimo do capital levantado pode revelar algumas das limitações das políticas económicas que foram implementadas durante o período, além de que poderá ser um reflexo do impacto da COVID-19.

O financiamento aos Ecosistemas é importante para os diversos atores, especialmente para as *startups*, porque através deste é possível tornar um Ecosistema mais robusto e sólido, que

por consequência, tornar-se-á mais atrativo para outras *startups* integrarem este espaço. Em acréscimo, é fulcral ter atenção aos indicadores económicos e as políticas económicas, dado que marcarão o ritmo de crescimento de *startups* e do aumento de atores do Ecosistema.

3.1. Financiamento e investimento para as startups em Portugal: instituições e iniciativas

No caso português, entende-se que a comunidade empreendedora recorre a várias fontes de financiamento, quer esta seja pública e/ou privada. Quanto à oferta privada, esta é mais diversificada e ampla do que aquela que é oferecida pela pública. Ainda pode-se verificar que os apoios destinados à comunidade são maioritariamente entregues por entidades público-privadas (SUP, PV e BPF), revelando assim, a vontade do Estado na distribuição célere dos fundos públicos destinados aos seus públicos-alvo, mas também expõe a estratégia do Estado no que diz respeito à identificação das lacunas e na resolução destas através da auscultação dos organismos que se encontram a operar no campo. O quadro a seguir apresenta uma síntese dos desafios do financiamento em Portugal.

Quadro 4 - Síntese dos desafios do financiamento privado e público em Portugal

Tipo de Entidade	Privado	Público
Principais fontes	VC, PE, Fundo de Pensões, BA, Bancos	Estado e fundos comunitários
Principais pontos a favor	<ol style="list-style-type: none"> 1) Financiamento serve para aceleração da empresa 2) Aumentar a visibilidade da marca 3) Pode ser essencial para melhorar o produto ou serviço 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Financiamento destinado à aceleração ou para a criação de novos produtos ou serviços da empresa 2) Injeção de capital na economia a partir das empresas
Principais desafios	<ol style="list-style-type: none"> 1) Fundador fica com menos lucro 2) Pressão de dever a terceiros 3) Angariação pode ser demorada e dispendiosa 4) Grandes volumes de capital podem distrair os empreendedores do seu objetivo central 5) Subestimar a importância de acesso ao capital 6) Não superar a concorrência de maneira a atrair mais investidores 7) Esperar que o investidor venha colocar o seu capital em risco para financiar as operações da empresa e não para auxiliar a aceleração da empresa 8) Não perceber o que os investidores procuram nem preparar a empresa para receber financiamento através da sua posição no mercado 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Sucessivos atrasos na atribuição dos fundos públicos aos beneficiários 2) Atrasos no lançamento de novas calls de financiamentos 3) Não existe distinção entre PME e Startups

Fonte: Elaboração própria a partir de Startup Portugal (2024), Kotha e George (2012), Hemer et al. (2011), IAPMEI (2018), Portugal Ventures (2024a) e BPF (2024)

Note-se que dentro da oferta privada, existem quatro formas principais das *startups* adquirem financiamento para a aceleração. A primeira, o capital de risco (CR) e/ou BA, apesar de serem diferentes na sua forma jurídica e na forma da aquisição do capital, a maneira de gerir

o negócio é semelhante tanto para o BA como para o CR. Ramadani (2009) argumenta que tanto o BA como CR investem em ideias ou em projetos de empreendedores em fase embrionária, e que este tipo de investidor também se caracteriza por se um elemento ativo durante a sua participação na empresa participada. Contudo, surge uma separação entre estes dois, dado que um BA atua sozinho, já as outras entidades atuam sob forma de sociedade ou fundo de CR.

Para a Startup Portugal (2024), a segunda forma é a mais tradicional no mercado e pode ser dividida em dois tipos: microcrédito e o crédito bancário. Nestes, o adquirente escolhe a quantidade de capital a adquirir, mas a entidade bancária necessita de garantias por parte dos promotores de modo que lhes seja possível receber o empréstimo.

Na terceira forma, o indivíduo surge com a idealização de financiar por via dos seus rendimentos, poupanças ou até mesmo aos 3F's, em que significa o capital é adquirido junto de pessoas próximas e/ou que queiram um rendimento extra com o negócio, a depender das condições. Para Kotha e George (2012), este tipo de alternativa não é ideal para o empreendedor, porque encontra-se dependente das fontes de riqueza e/ou de poupanças do seu círculo de amizade ou familiares, mas que sendo uma alternativa, poderá constituir-se uma boa oportunidade tanto para quem faculta o capital como para quem o recebe. Assim, para o empreendedor pode ser uma proposta interessante dado que é um empréstimo que não constitui o risco de incumprimento e as obrigações financeiras que um crédito bancário impõe. Já para quem empresta o capital poderá a vir tornar-se interessante a depender do tipo de negócio e das condições, porque a dívida poderá ser liquidada em dinheiro ou em outro tipo de contrapartidas repercutidas dos resultados do negócio da empresa.

A quarta forma é recorrer às plataformas digitais que possuem diferentes tipologias de financiamento às *startups*. No caso das plataformas “*Peer-to-Peer Lending*”, esta é uma alternativa de baixo custo para empresas que pretendem ser financiadas por qualquer membro da sociedade civil através de um empréstimo direto às entidades. O *Peer-to-Peer Lending* é um instrumento financeiro que permite as empresas obterem financiamento nas fases de vida iniciais. Este torna-se atrativo porque é uma forma de “democratizar” o financiamento a quem investe por não necessitar de grandes volumes de capital a investir, e em simultâneo, permite que a empresa financiada proceda à testagem do produto no mercado, além de exigir uma carga menor no tipo de obrigações formais, e ainda permite que a mesma vivencie os efeitos multiplicadores dos resultados provindos do financiamento. (Hemer et al., 2011; Hienerth e Riar, 2013; Macht e Weatherston, 2014).

Já no caso das plataformas de *Crowdfunding* e *Equity Crowdfunding*, estas são plataformas digitais com sistema de financiamento coletivo e colaborativo, mas funcionam de formas distintas no que diz respeito às contrapartidas. Conforme a Startup Portugal (2024), o *crowdfunding* são doações com pequenas quantias em que muitas vezes poderá existir um retorno por parte de quem investe, já no caso do *Equity Crowdfunding*, após o financiamento à entidade, o investidor possuirá uma participação da empresa como contrapartida.

3.2. Políticas, programas e iniciativas públicas para o financiamento das startups

Em Portugal, o Ecosistema conta com iniciativas públicas e com entidade público-privadas como a SUP, a PV, IAPMEI e BPF que promovem PP através do financiamento público que visam a aceleração e o crescimento de *startups* a nível nacional. É importante destacar a natureza e forma jurídica destas três entidades, sendo a SUP uma organização sem fins lucrativos com utilidade pública, PV é de capital de risco, o IAPMEI é uma instituição pública e BPF é um banco público.

Com a fundação da SUP em 2016, o objetivo deste organismo previa o reforço do Ecosistema e o aumento da capacidade de financiamento das tecnológicas portuguesas. À época, o sector público apostou fortemente em linhas de coinvestimento, capital de risco e em BA. De acordo com IAPMEI (2018), existem linhas de financiamento como “*CALL MVP – Minimum Viable Products*” e “Linhas de financiamento para projetos tecnológicos no Turismo”, sendo que os objetivos destas são a estimulação de projetos em novas áreas dos sectores de atividade em Portugal, aceleração das entidades e no aumento da digitalização de alguns dos sectores do país.

Com a vinda do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), o IAPMEI delegou à Startup Portugal a gestão dos 110M€ destinados às *startups* e incubadoras e/ou aceleradoras, tendo estas linhas como a base da aceleração destas empresas. Recuperar Portugal (2023) refere que a medida “Vouchers para Startups – Novos Produtos Verdes e Digitais” pretende apoiar 3.000 *startups* até 30 de setembro de 2025 que foquem os seus negócios escaláveis no desenvolvimento de produtos e serviços digitais que contribuam para a Transição Climática. Estes tipos de programas de financiamento são importantes para todo o Ecosistema, dado que permite às empresas, especialmente às *startups*, o financiamento de natureza não reembolsável, financia a sua aceleração e a criação de projetos que resultarão produtos que serão destinados aos clientes destas.

O IAPMEI, sendo a agência pública com mais anos de experiência, possui programas e linhas de financiamento ligadas às *startups* e ao Ecossistema. Num passado recente, esta agência promoveu duas medidas importantes no que concerne ao financiamento às *startups* e aos agentes de incubação e aceleração, conforme ver-se-á a seguir. De acordo com o IAPMEI (2019a), a agência promoveu a medida “StartUP Voucher”, e esta foi importante porque se destinava a pessoas entre os 18 e 35 anos que tinham o objetivo de desenvolver projetos ainda em fase de *Pre-Seed*, e o apoio deste incentivo poderia alcançar $\approx 4\ 000\text{€}$ por beneficiário. Já no que diz respeito aos agentes de incubação e aceleração, o IAPMEI (2019b) refere que a medida “Vale Incubação” se destinava a empresas com menos de um ano na área do empreendedorismo e que prestavam serviços de incubação, e o valor do incentivo não reembolsável poderia atingir até $7\ 500\text{€}$ por beneficiário.

No caso da PV, o seu financiamento às *startups* provém do capital do risco para as diferentes fases de vida e que essencialmente procura estimular e/ou acelerar projetos inovadores em áreas como o Turismo, *Deep Tech*, *Agrotech* e entre outras. De acordo com a Portugal Ventures (2024a), existem diferentes *calls* com valores variados entre os 100 mil € e 2M €, e que podem ser considerados beneficiários *startups* e PME. Ainda sobre este tema, a Portugal Ventures (2024b) refere que desde o ano de 2012 financiaram 237 *startups* e obtiveram 20 rondas de referência, perfazendo assim um valor ≈ 208 milhões €.

Na lógica de funcionamento do financiamento vindo do BPF, a dinâmica dos fundos são provenientes de fundos de capital de risco para financiar as *startups*, em que o capital adquirido por esta entidade provém maioritariamente de cofinanciamento com instituições europeias ou nacionais, como o Fundo Europeu de Investimento (FEI) ou IAPMEI. Segundo o BPF (2024), os seus programas rondam desde os 100M€ até aos 400M€, podendo estes destinarem-se às *startups* (em qualquer fase de vida) e PME ou a outro tipo de empresas que procurem o desenvolvimento de novos produtos/serviço ou mercados ou a entrada/expansão em mercados. O quadro a seguir apresenta exemplos de medidas ativas dos principais atores do Ecossistema português.

Quadro 5 - Exemplos de medidas ativas em 2024 dos principais atores do Ecossistema português

Entidade	Tipo de financiamento	Medida	Entidades elegíveis (Startup, incubadoras ou outro tipo de empresas)	Valor
Startup Portugal e IAPMEI	Incentivo não reembolsável	1) Vouchers para Startups 2) Vales Incubadoras e Aceleradoras	1) PME com menos de 10 anos 2) Agentes de incubação e aceleração	1) 90 M € 2) 20 M €
Portugal Ventures	Capital de Risco	1) Call for Deep Tech 2) Call Fostering Innovation in Tourism 3) Call Expand	1) Fases de Startup, Early Stage ou Growth e com menos de 7 anos de atividade 2) Elegibilidade sobre projetos de turismo em fase de pré-seed, Não Tecnológicos e Tecnológicos 3) Empresas tecnológicas que se encontrem em fase de expansão, com um produto desenvolvido	1) 250 mil e 1 Milhão € 2) 150 mil € 3) 500 mil euros e 2 Milhões €
BPF	Fundo de Capital de Risco	1) Programa de Venture Capital 2) Portugal Tech 3) Portugal Blue	Startups, PME e Mid Cap*	1) 400 M€ 2) Até 100 M€ 3) Até 50 M€

*Segundo IAPMEI (2024) o conceito de Mid Cap refere-se a empresas que não são consideradas PME e que empregam menos de 3.000 colaboradores

Fonte: Elaboração própria a partir Recuperar Portugal (2023), Portugal Ventures (2024a), Portugal Ventures (2024a), IAPMEI (2024) e BPF (2024).

Observa-se que por via do financiamento e das iniciativas públicas, o Estado tem vindo a diversificar a sua oferta para o mercado e seus atores que promovem o empreendedorismo, como as incubadoras e aceleradoras, mas será necessário reforçar a diversificação no que concerne à aplicação direta de financiamento às *startups*, incubadoras e aceleradoras, conforme demonstrado no quadro acima. No entanto, existe uma falha de financiamento público destinada aos *venture studios*, estruturas dedicadas ao desenvolvimento das startups, porque combina uma equipa inicial com capital e estratégia de negócio. Por fim, considerando a atual elegibilidade das empresas face ao financiamento público às *startups*, é fulcral que nas próximas medidas as *startups* e PME sejam distinguidas na arquitetura dos fundos. No passado como não existia a “Lei das *Startups*” não era possível proceder a esta diferenciação.

3.3. Atuação dos privados: investidores de capital de risco no financiamento e investimento das startups portuguesas

O capital de risco (CR) é uma forma alternativa das *startups* se financiarem. Este tipo de fonte de financiamento destina-se a projetos ou empresas recém-criadas que se focam em áreas com risco significativo de perda tanto para o investidor quanto para o empreendedor. Dentro da dinâmica do CR existem duas modalidades, o VC e o “*Private Equity*” (PE), que servem

propósitos e público-alvo diferentes. O VC se dedica ao financiamento das *startups* e projetos inovadores, e os PE focam-se em empresas já estabilizadas no mercado. Para APCRI e IAPMEI (2006), o CR é uma forma de investimento que tem o propósito de financiar empresas promovendo o seu crescimento e dos seus projetos. Os autores argumentam que este tipo de financiamento é divergente de outras fontes tradicionais de financiamento como os créditos bancários e o financiamento público, uma vez que o investidor de CR participa ativamente desde o momento da sua entrada no projeto, e isto sucede-se porque o investidor depende do sucesso ou do insucesso da empresa.

De acordo com o Dealroom (2024), o investimento através do CR representa aproximadamente 46,3%, e a comunidade empreendedora portuguesa aposta a sua confiança nesta forma de adquirir capital para desenvolver os seus produtos/serviços ou até para expandir/internacionalizar a sua empresa. O quadro a seguir exemplifica as diferenças entre as duas formas de adquirir capital.

Quadro 6 - Diferenças entre Capital de Risco e fontes de Crédito Bancário

Tipologia	CR (Investimento)	Fontes tradicionais (Endividamento)
Entidade	FCR, SCR e BA	Bancos
Vantagens	<ol style="list-style-type: none"> 1) Investimento de médio e longo prazo com vista o sucesso da empresa; 2) O investidor de CR atua ativamente no negócio atuando como se fosse um sócio dado que assume o risco do mesmo, empenha todo o seu esforço, rede e conhecimento para que o mesmo tenha sucesso. Ou seja, se o negócio correr mal o CR procurará soluções para reverter a situação; 3) Os resultados financeiros da empresa determinam a rentabilidade, remuneração do CR bem como a amortização do capital e pagamento dos dividendos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1) O prazo é flexível a depender do risco e das garantias, considerando que o principal objetivo é o reembolso e o cumprimento dos planos de pagamento; 2) Em caso de problemas financeiros, as entidades financeiras procuram a renegociação da dívida, aumentam as garantias ou antecipam pagamentos; 3) As garantias configuram ao financiador uma posição privilegiada sobre o credor
Ciclo do investimento	1) fase de entrada e 2) saída/desinvestimento	N/A
Descrição da fase de entrada	<ol style="list-style-type: none"> 1) <i>Seed Capital</i> - Financiamento de projetos embrionários e em fase de instalação no mercado; 2) <i>Startup</i> - Investimento em empresas já existentes ou em fase final da sua instalação mas não a comercialização da sua solução (produto ou serviço); 3) <i>Other early-stage</i> - Para empresas recém instaladas que já completaram o desenvolvimento do produto e que já podem ter iniciado a comercialização do produto mas que até ao momento não têm lucros; 4) <i>Expansão</i> - Destinado ao desenvolvimento e crescimento de uma empresa que tenha atingido a sua maturidade e que tenha capacidade para expandir o seu negócio; 5) <i>Management buy-out</i> - Serve para apoiar a empresa no controlo da empresa pela Administração e/ou pelos sócios minoritários; 6) <i>Management buy-in</i> - Suporta a tomada do controlo da Administração da empresa por uma empresa de gestão externa; 7) <i>Buy-in Management buy-out</i> - Financiamento que permite o controlo pela Administração auxiliada pela entrada de uma equipa gestora externa 8) <i>Institutional buy-out</i> - Envolve extraordinário do investidor que permite que o SCR e/ou CR controle a empresa; 9) <i>Replacement equity</i> - Considerado como Capital de Substituição permite um investidor tradicional da empresa adquirir a participação de outro investidor; 10) <i>Bridge Financing</i> - Destina-se à transição de uma empresa para cotação em bolsa; 11) <i>Resgate/Turnaround</i> - Para empresas consideradas em dificuldade com o objetivo de reestruturar a empresa economicamente-financeiramente; 12) <i>Public to Private</i> - Visa aquisição da totalidade do capital de uma sociedade cotada em bolsa e que se retira desse mercado. 	N/A
Descrição da fase de saída	<ol style="list-style-type: none"> 1) Venda das participações aos seus antigos titulares; 2) Venda das participações a investidores externos; 3) Venda em Mercado de bolsa 	N/A

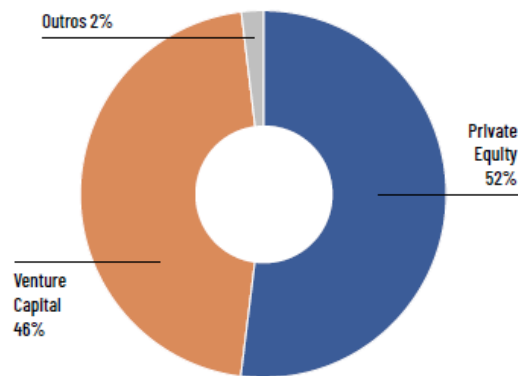
Fonte: Elaboração própria a partir de APCRI e IAPMEI (2006) e Carvalho e Nunes (2022).

Observa-se que o CR é visto como uma fonte de investimento, porque diferentemente do empréstimo bancário, este é visto pela forma como o investidor assume o papel para as diferentes etapas da empresa com o intuito desta se estabilizar e vingar no seu segmento de mercado. Já as entidades bancárias procuram a recuperação do capital emprestado e não participa da vida da empresa.

É importante destacar que o CR é uma forma adequada para as *startups* se financiarem, considerando o mercado destas empresas e a função deste tipo de capital. Carvalho e Nunes (2022) argumentam que o CR é um instrumento de aquisição de capital (alheio ou próprio) que consiste num investimento, normalmente minoritário, fornecido por entidades que trabalham no ramo de forma direta ou indireta com o propósito de estimular o desenvolvimento dos produtos/serviços, reforçar o balanço ou o fundo de maneiio, ou até mesmo que as *startups* consigam proceder aquisições de outras empresas estratégicas no mercado e que são fundamentais para a sua atividade.

Os investidores de CR podem ser classificados de três formas, Fundo de Capital de Risco, Sociedade de Capital de Risco e *Business Angels*, em que a aplicação pode ser direta ou indireta a depender da forma que esta possui. Para o APCRI e IAPMEI (2006), o FCR caracteriza-se por ser uma modalidade de fundos de investimento mobiliário (não cotada em bolsa, mas o património é composto por obrigações, ações e quotas de capital) e por serem fechados (o capital investido ser obrigatoriamente fixado no momento da sua constituição). A administração destes fundos é feita por entidades com competência para geri-los, tais como bancos de investimentos ou comerciais ou equiparados, sociedades de investimento ou de investimento regional, sendo que este tipo de fundo representa cerca de 46% no âmbito do seu público-alvo, conforme a figura a seguir.

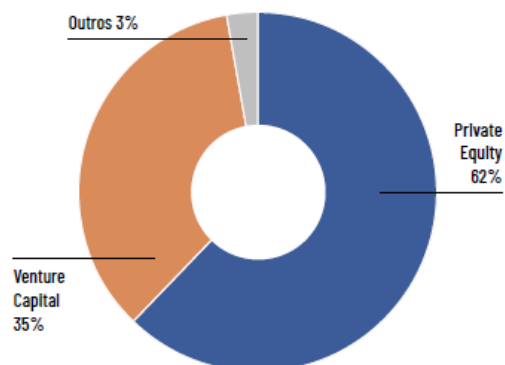
Figura 5 - Tendência da concentração dos fundos em PE e VC e análise dos FCR



Fonte: CMVM (2023).

Em Portugal, o CR foi introduzido no ano de 1986 através do Decreto-lei n.º 17/86 de 5 de fevereiro, em que foram criadas as primeiras SCR. De acordo com PPCI (2019), as SCR são empresas que estimulam e promovem projetos por *startups* ou por empresas que já se encontrem estabilizadas no mercado e que procurem fomentar o desenvolvimento dos seus produtos/serviços ou da expansão das suas atividades. Para APCRI e IAPMEI (2006), para além de todo o investimento financeiro proveniente das SCR nas suas participadas, estas disponibilizam um acompanhamento a nível da aquisição de redes de contato, da sua experiência e conhecimento e ainda providenciam assistência em áreas como gestão, administração, contabilidade e entre outras, sendo que este tipo de fundo representa cerca de 35% no âmbito do seu público-alvo, conforme mostrado na figura 6.

Figura 6 - Tendência da concentração dos fundos em PE e VC e análise das SCR



Fonte: CMVM (2023).

3.3.1. Ambiente regulatório para o financiamento das startups: um incentivo ou uma barreira?

Atualmente, o ambiente regulatório português dedicado ao financiamento revela-se como uma barreira para o ecossistema nacional, assim como também impacta negativamente a economia portuguesa, porque não existe uma aplicação deste tipo de capitais suficiente para promover um clima de inovação que favoreça as *startups*. De acordo com Drumond (2023), os regimes legais das últimas décadas revelam alguma complexidade no quadro legal, uma vez que ultrapassam os requisitos pedidos pela UE e acabam por impactar negativamente a competitividade do mercado do CR.

Partindo do pressuposto do PIB versus o saldo do investimento direto, observa-se que o saldo do investimento direto em Portugal permanece oscilante, o que quer dizer que existe um desequilíbrio entre o investimento do exterior no país (IPE) face ao investimento do país no exterior (IDE). De acordo com o Banco de Portugal (2024), este indicador revela-se importante porque reflete as tendências do investimento, e no caso do investimento direto no país, significa que o investidor estrangeiro detém o controlo ou influencia a gestão de uma empresa através de veículos como os Fundos de Capital de Risco (FCR) ou Sociedades de Capital de Risco (SCR).

Quadro 7 - Análise do Produto Interno Bruto face ao Investimento Direto

Ano	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB	195.947.210	205.184.124	214.374.620	200.518.859	216.053.209	242.340.811*
Investimento do exterior no país (IPE)	9.512	6.612	9.221	3.374	7.142	8.258
Investimento do país no exterior (IDE)	1.986	1.264	1.430	-1.546	-178	3.396
Saldo: investimento direto (IDE - IPE)	-7.526	-5.348	-7.791	-4.920	-7.320	-4.862
*Provisório						

Fonte: Elaboração própria a partir de PORDATA (2024a) e PORDATA (2024b).

Na tabela acima nota-se que no caso do indicador do IDE é possível avaliar as políticas económicas que permitam o investimento direto, já no IPE reforça o investimento de Portugal noutros países. Assim, Portugal investe mais nos outros países do que capta investimento. Através deste indicador é possível entender que existe uma problemática no que compete à atração de investidores, o que por consequência, influenciará o desenvolvimento do ecossistema e dos mercados nacionais.

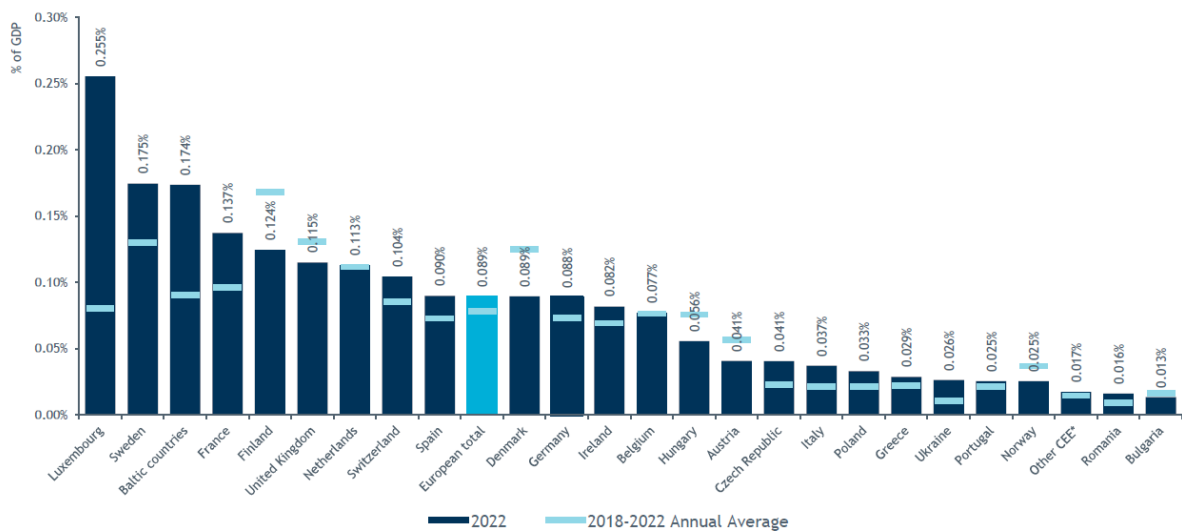
Para a OCDE (2020), apesar de Portugal ter apostado no Capital de Risco, esta área encontra-se por desenvolver, dado que em comparação com os mercados de capitais privados é inferior à média europeia e que existem poucas entidades gestoras para este tipo de fundos.

Os dados da InvestEurope (2022) refere que Portugal encontra-se atrasado tanto a nível de mercado como de indústria de VC em percentagem do PIB face à média europeia. Com base nos gráficos a seguir, Portugal não converge com os seus parceiros europeus quanto aos mercados de capitais privados no segmento das *startups*. Veja-se que o investimento em percentagem nos mercados representa 0,025%, enquanto a média europeia é de 0,089%. O mesmo acontece no investimento do sector, representando assim 0,030%, e o total europeu representa 0,090%.

Figura 7 - Estatísticas do mercado de VC quanto ao investimento em % do PIB de Venture Capital

Venture Capital - Investments as % of GDP

2022 - Market statistics - Location of the portfolio company

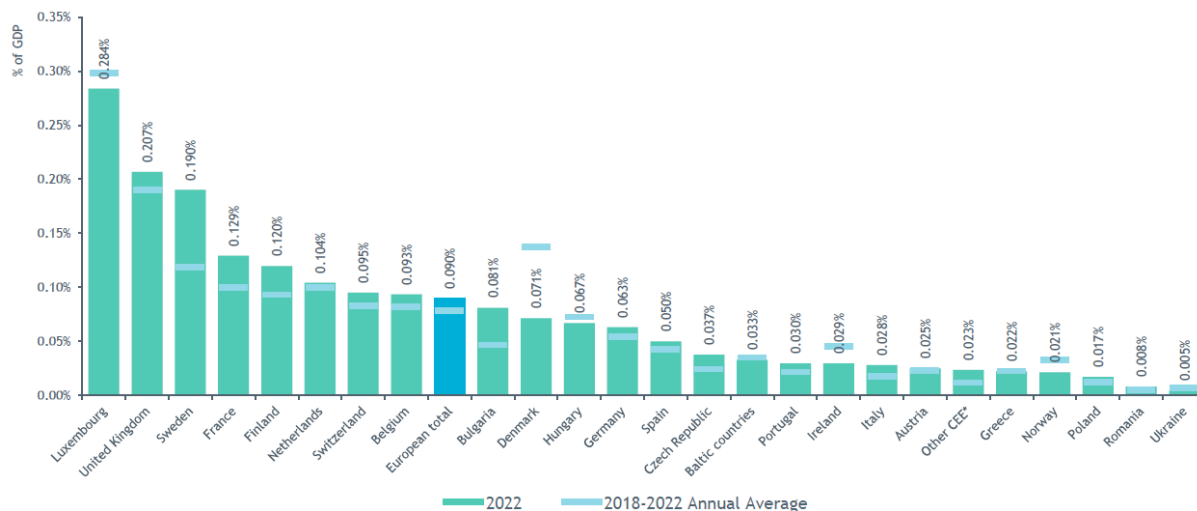


Fonte: InvestEurope (2022).

Figura 8 - Estatísticas da indústria de VC quanto ao investimento em % do PIB de Venture Capital

Venture Capital - Investments as % of GDP

2022 - Industry statistics - Location of the private equity firm



Fonte: InvestEurope (2022).

Em Portugal, até à entrada do Regime de Ativos (RGA), a atividade de gestão de ativos encontra-se a ser gerida pelo Organismo de Investimento Coletivo (OIC). Anteriormente estava sob o domínio do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC),- Lei nº 16/2015 de 24 de fevereiro-, e pelo Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado (RJGRESIE), Lei nº18/2015 de 4 de março, e ainda era abrangida pelos Regulamentos da CMVM nº2/2015 e nº3/2015. Contudo, a revogação dos diplomas anteriormente referidos revela a intenção do Estado Português em introduzir uma nova abordagem na captação de investimento através da simplificação de processos, na harmonização das regras aplicáveis às entidades nacionais face aos seus congéneres europeus, e adicionalmente, através do RGA é permitido a unificação de regimes. Esta nova abordagem política regulatória que se pauta pela desburocratização de processos permite a eficácia da supervisão e a competitividade do sector de CR.

Durante o ano de 2023, Portugal procedeu à entrada do Regime de Ativos (RGA). Esta reforma foi importante porque introduziu uma base jurídica dotada de regras e normas que não sujeitam as entidades nacionais de uma exigência adicional do que aquela que é solicitada pelos organismos europeus. A harmonização da gestão de ativos no desenvolvimento de capitais permitirá a desburocratização de processos e aproxima as entidades nacionais das europeias.

Esta revela-se importante porque o país torna-se mais atrativo para os investidores e para quem procura financiamento, e em simultâneo, melhora a competitividade da economia portuguesa.

O Decreto-Lei nº27/2023 de 28 de abril refere que o RGA clarifica o entendimento sobre os agentes destinados a desenvolver a atividade de gestão de ativos, considerando que todos se encontram sob o mesmo quadro normativo. Então, o RGA informa-nos que as entidades gestoras passam a ser as SCR e as Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC). Para além disso, também se deu a existência de Organismos Alternativa de Capital de Risco (OIA de CR), sendo esta uma consequência da revogação do diploma do RJCRESIE. Adicionalmente, o diploma prevê a segregação entre SGOIC e as SCR. Por um lado, as SCR só podem gerir OIA e tem de ser pelo menos um de CR e não podem ser maioritariamente OIA de imobiliário. Por outro lado, as SGOIC podem exercer atividades de gestão de Organismos de Investimento Coletivo em Valores Imobiliário (OICVM) e de Organismo de Investimento Alternativo (OIA).

Numa outra vertente, o crescimento do CR em Portugal pode ser explicado pelo estímulo de programas de incentivo e de captação de investimento estrangeiro destinado ao Ecossistema através do Sistema de Incentivos Fiscais à I&D Empresarial (SIFIDE) e da “Lei das Startups”, que vêm alterar o regime de investimento a *startups* ou *scale-ups* através de benefícios fiscais.

Segundo a ANI (2024a), o SIFIDE é um instrumento financeiro disponível até 2025 e um dos maiores incentivos destinados às empresas que procuram o estímulo de I&D em que a crédito fiscal (dedução à coleta do IRC), funcionará numa dupla percentagem. Numa primeira via, a taxa base de 32,5% sobre o valor da despesa total em I&D, e numa segunda, a taxa incremental de 50% do aumento da despesa face aos dois exercícios anteriores num máximo de 1,5M€. De acordo com a ANI (2024a), desde 2006 até 2022 houve um investimento apurado ~8,9M€ e o crédito fiscal ~4,4M€. Este benefício fiscal é pertinente para todo o Ecossistema não só porque ajudará a reter talento em Portugal como também permitirá que as *startups* portuguesas possuam um meio alternativo de investimento através deste benefício.

Figura 9 - Investimento em I&D apurado e crédito fiscal atribuído por ano



Fonte: ANI (2024b).

A nova “Lei das Startups” é importante para todo o Ecosistema visto que reconhece o que é uma *startup* e *scale-ups* em território nacional, e consequentemente, introduz alterações no âmbito da regulação para estas empresas. Conforme referido no capítulo anterior, a Lei n.º 21/2023 de 25 de maio, ao permitir a alteração do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, o Estatuto dos Benefícios Fiscais e o Código Fiscal do Investimento Jurídico permitiu que estas empresas beneficiem de um regime próprio que as torna mais atrativas para atrair/reter talentos. Ainda sobre este tema, o reconhecimento das *startups* poderá significar o estímulo do mercado de CR, uma vez que para estas obterem esse reconhecimento terão que ter passado, pelo menos, por uma ronda de financiamento.

No próximo capítulo será dado voz às *startups*, à SUP e à PV. Para além de apresentar informações relevantes para compreender a composição e a dinâmica das *startups* do Ecosistema português, também apresentar-se-à um panorama da percepção destas, da SUP e da PV sobre os desafios quanto ao financiamento.

4. A percepção das *startups* do ecossistema português, da Startup Portugal e da Portugal Ventures sobre os desafios quanto ao financiamento

Na primeira parte deste capítulo serão demonstrados os resultados do questionário aplicado às *startups* do Ecosistema português presentes nas NUTS II com o objetivo de traçar o perfil

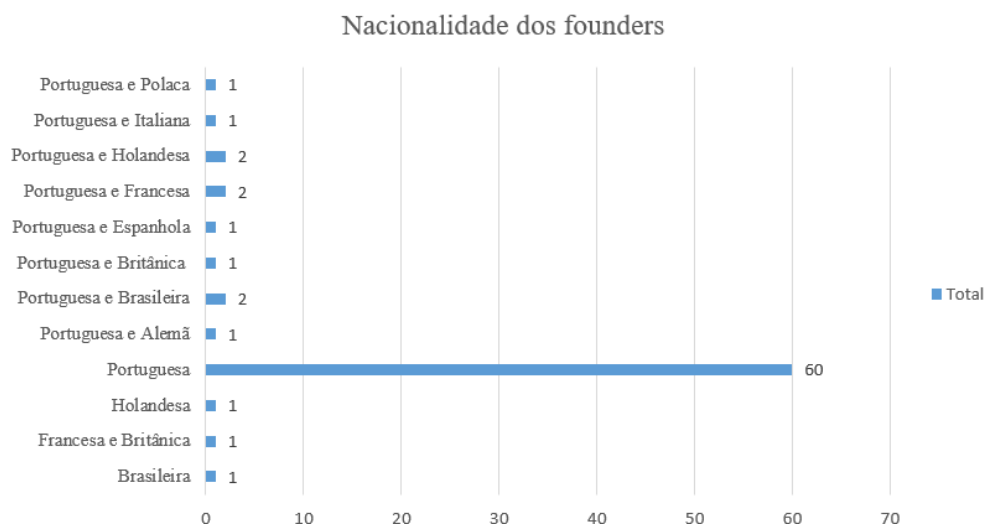
destas e dos seus *founders*. O questionário⁴ abrange um universo de 74 respostas, porém foram realizados 619 contatos, assumindo assim uma taxa de resposta de $\approx 11,9\%$.

A segunda parte discorrerá sobre a visão da Startup Portugal e da Portugal Ventures sobre o valor das *startups*, como estas se relacionam com o Ecossistema e como percebem a temática do financiamento a estas empresas. Para isso, foram realizadas duas entrevistas semiestruturadas⁵ e os entrevistados foram codificados como RSUP (Representante da SUP) e RPV (Representante da Portugal Ventures).

4.1. A visão das startups: análise de questionário aplicado no NUTS II

Nesta seção serão analisados os dados provenientes dos questionários aplicados às *startups*. Numa primeira fase serão explorados os dados que caracterizam os *founders*, escolaridade e área de estudos, nacionalidade e faixa etária dos mesmos. Na sequência, seguir-se-á para a caracterização das *startups* em que serão abordados os dados como nº de *founders*, data de constituição, sector de atividade, fases de vida.

Figura 10 - Nacionalidade dos founders



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

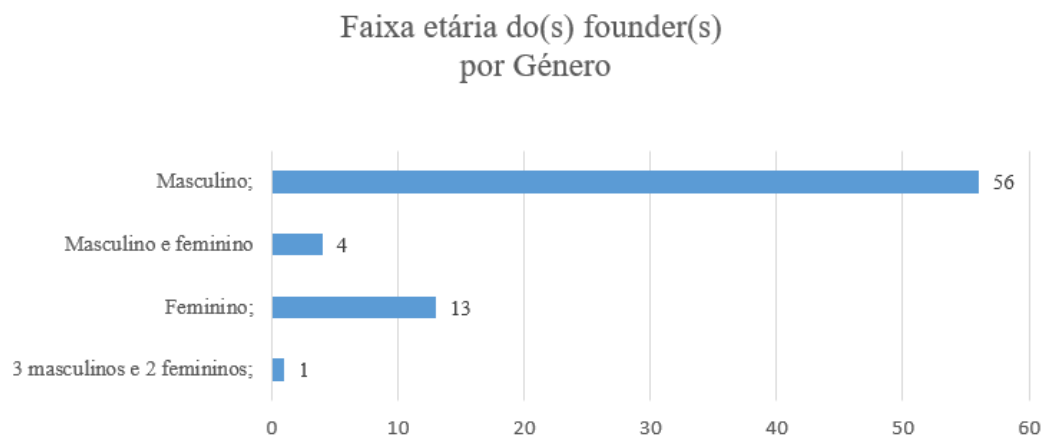
Pode-se observar que os *founders* têm nacionalidades diversificadas como italiana, britânica, brasileira, alemã, holandesa, espanhola, francesa e polaca. No entanto, $\approx 81\%$ dos *founders* destas *startups* são portugueses(as). A amostra ainda revela que os *founders*

⁴ Disponível no Anexo I.

⁵ Guião das entrevistas realizadas à Startup Portugal e à Portugal Ventures disponível no Anexo II.

portugueses representam $\approx 66,2\%$. À semelhança do sexo anteriormente referenciado, as mulheres portuguesas também estão representadas de forma significativa, $\approx 10,8\%$, entre as *founders* das *startups*.

Figura 11 - Faixa etária do(s) founder(s) por género



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Quadro 8 - Relação entre o nº de founders, género e nacionalidade

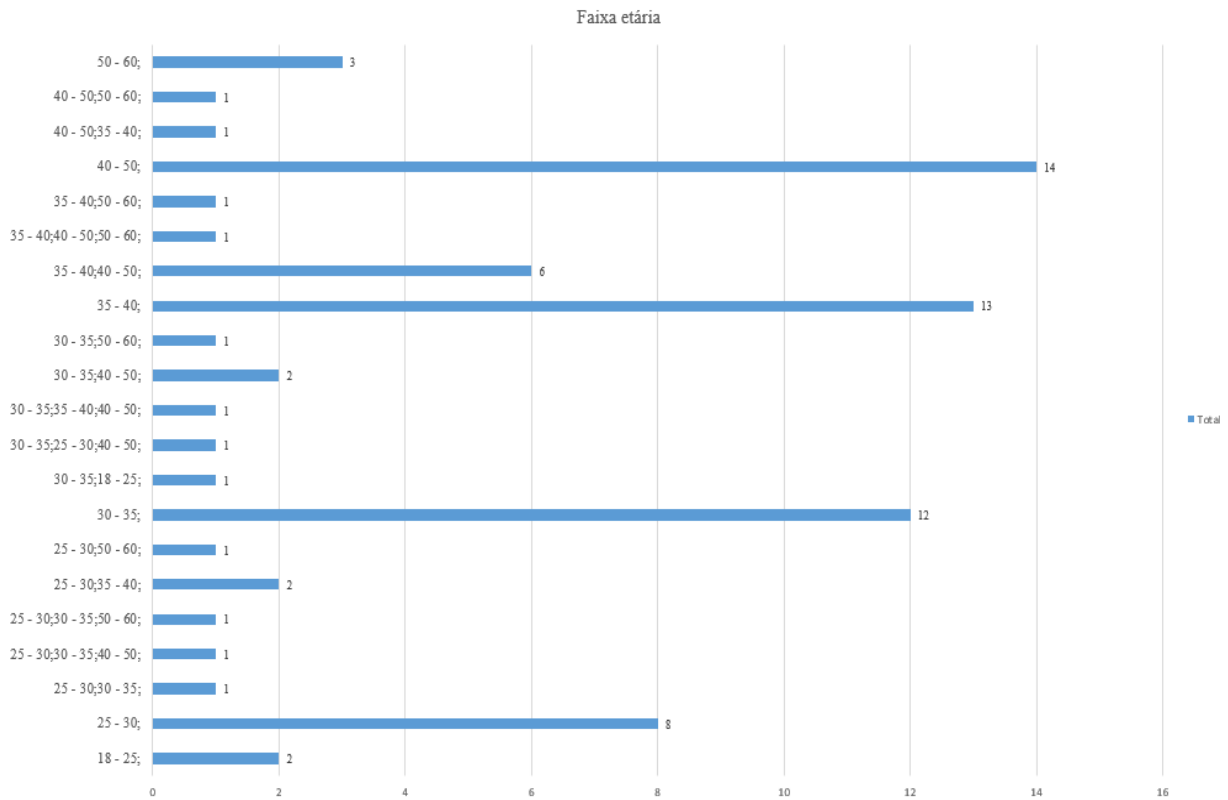
Nº de founders	Género	Nacionalidade	Nº
5	3 masculinos e 2 femininos	Portuguesa e Britânica	1
2	Masculino e feminino	Francesa e Britânica	1
2	Masculino e feminino	Portuguesa	3
2	Masculino	Portuguesa e Alemã	1
2	Masculino	Portuguesa e Britânica	1
2	Masculino	Portuguesa e Espanhola	2
2	Masculino	Portuguesa e Polaca	1
1	Masculino	Portuguesa	49
1	Masculino	Holandesa	1
1	Feminino	Portuguesa	8
1	Feminino	Brasileira	1
2	Feminino	Portuguesa e Brasileira	1
2	Feminino	Portuguesa e Francesa	2
2	Feminino	Portuguesa e Italiana	1

Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Quanto à idade dos *founders*, nota-se que existe uma maior concentração na faixa de 40 a 50 anos, que representa $\approx 18,9\%$. Acrescenta-se que as outras duas faixas mais representativas são 30 a 35 e 35 a 45 anos, que em conjunto, representam $\approx 33,7\%$. Ao relacionarmos as faixas

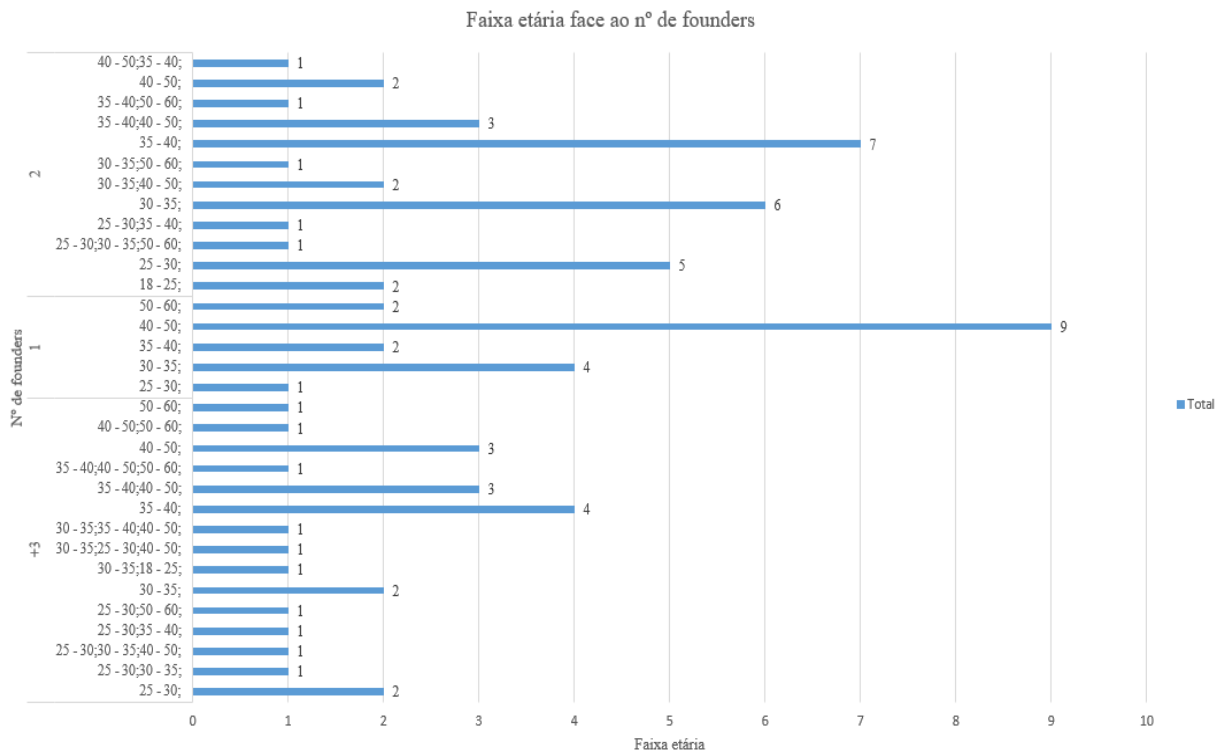
etárias com o nº de *founders* das *startups* é possível reparar que as *startups* com um *founder* predominam a faixa etária de 40 a 45. Já as *startups* com dois ou mais de três *founders* estão representadas com uma concentração maior na faixa etária de 35 a 40 anos.

Figura 12 - Faixa etárias do(s) founder(s)



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

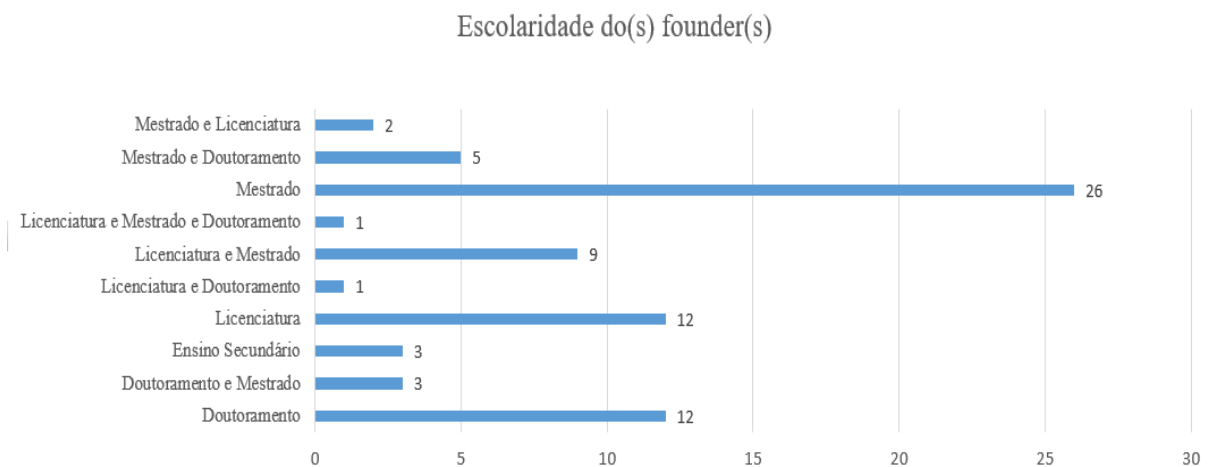
Figura 13 - Faixa etária face ao nº de founders



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

A figura a seguir mostra que os *founders* possuem um elevado grau de escolaridade. Note-se que $\approx 95,9\%$ têm um grau igual ou superior ao nível VI representado no Quadro Nacional de Qualificações (QNQ), sendo que os restantes $\approx 4,1\%$ estão associados ao nível III e IV do QNQ.

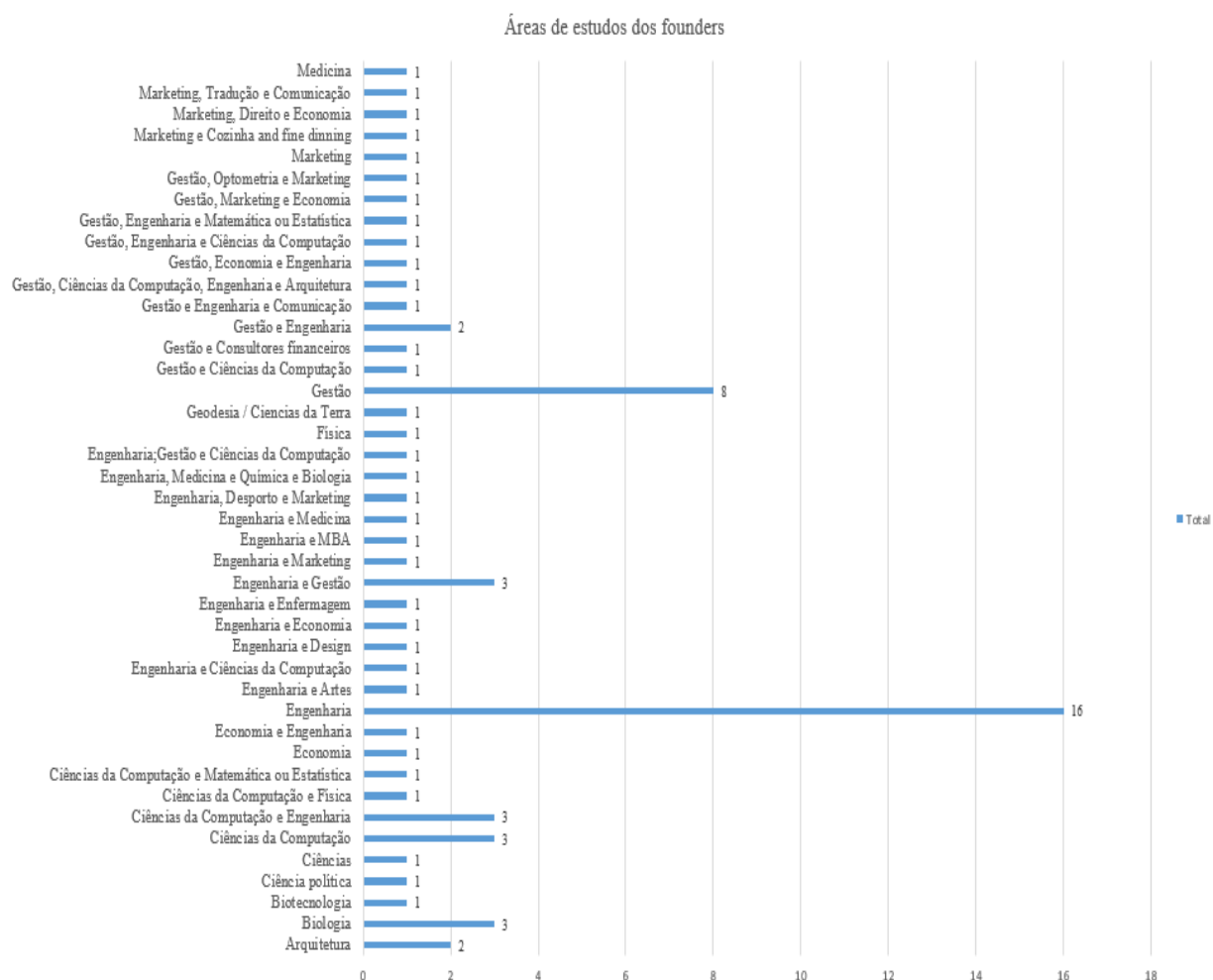
Figura 14 - Escolaridade do(s) founder(s)



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Ademais, as áreas de estudo dos *founders* são muito diversificadas, tais como Direito, Medicina, Ciência Política, Física, Engenharia, entre outros. Em complemento, observa-se que o domínio das Ciências Exatas se encontra com grande representatividade, sendo que as áreas de estudo mais expressivas são Engenharia e da Gestão, em que ambas representam $\approx 32\%$.

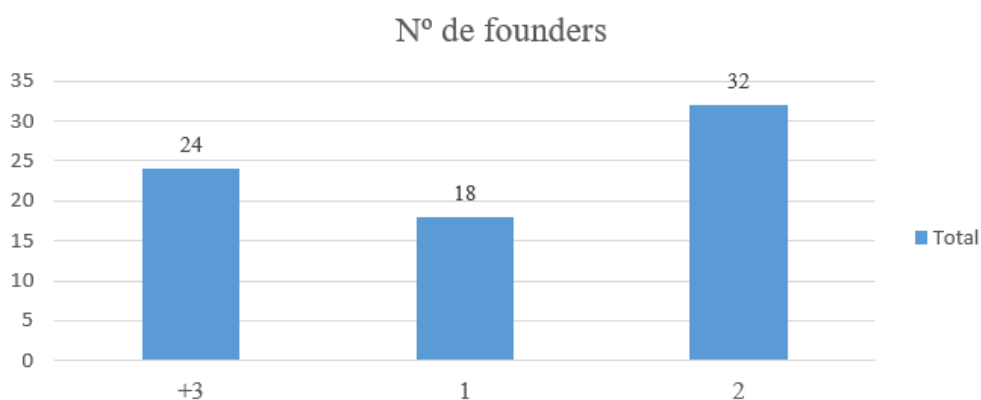
Figura 15 - Área de estudos dos *founders*



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

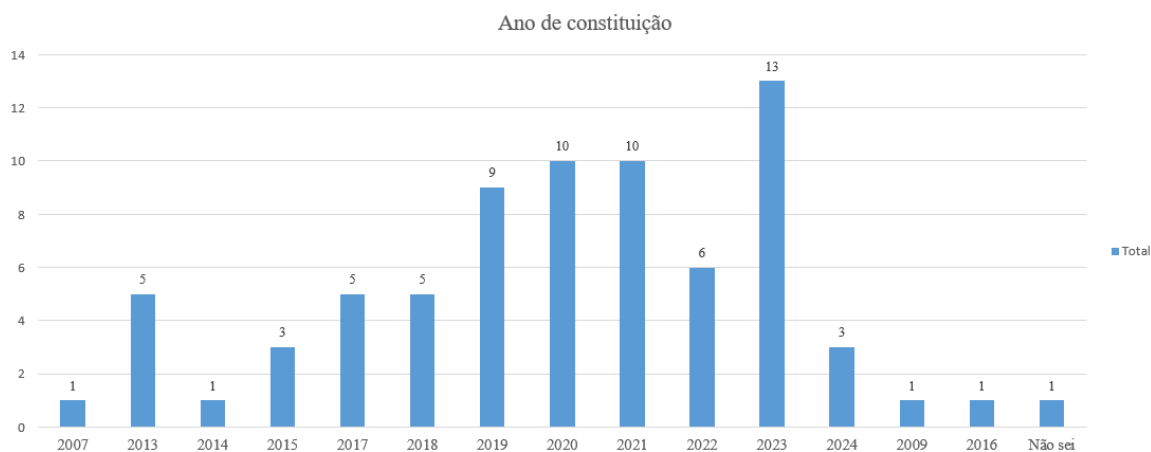
Quanto à caracterização destas *startups*, observa-se que a maioria possui um número igual ou superior a dois *founders*, e maioritariamente, estas não têm mais que 10 anos. Os anos de 2017 a 2023 revelaram-se importantes para o crescimento do Ecossistema, visto que durante estes existiram muitas empresas a nascer.

Figura 16 - N° de founders



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

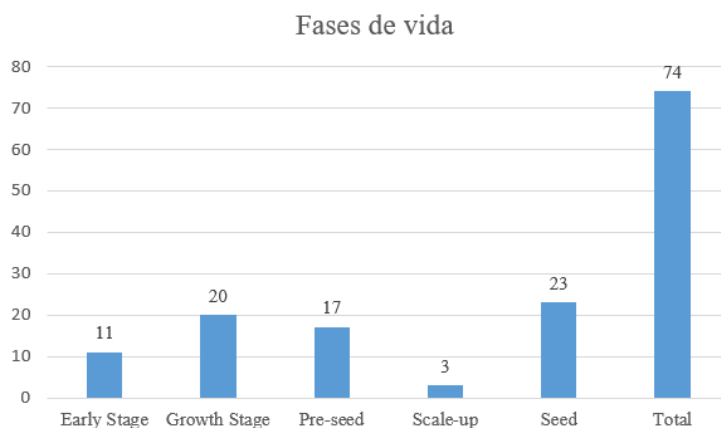
Figura 17 - Ano de constituição das *startups*



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Quanto às fases de vida, entende-se que estas *startups* encontram-se num registo equilibrado. No entanto, existe uma maior concentração nas empresas em fase de “Seed” e “Growth stage”, uma vez que estas representam $\approx 58\%$. Também é possível observar que $\approx 68\%$ das *startups* estão ou estiveram incubadas e $\approx 51\%$ não estiveram num programa de aceleração.

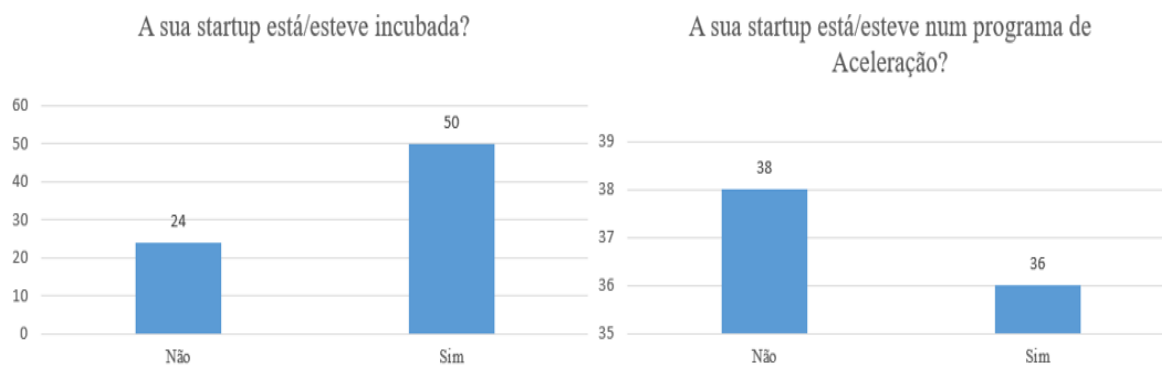
Figura 18 - Fases de vida das startups



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

Do prisma da aceleração e consolidação destas empresas, é possível observar que houve uma preferência da presença em estruturas de incubação em detrimento dos programas de aceleração. Sublinhe-se que $\approx 67,5\%$ das startups estiveram incubadas e $\approx 51,3\%$ não esteve presente em programas de aceleração

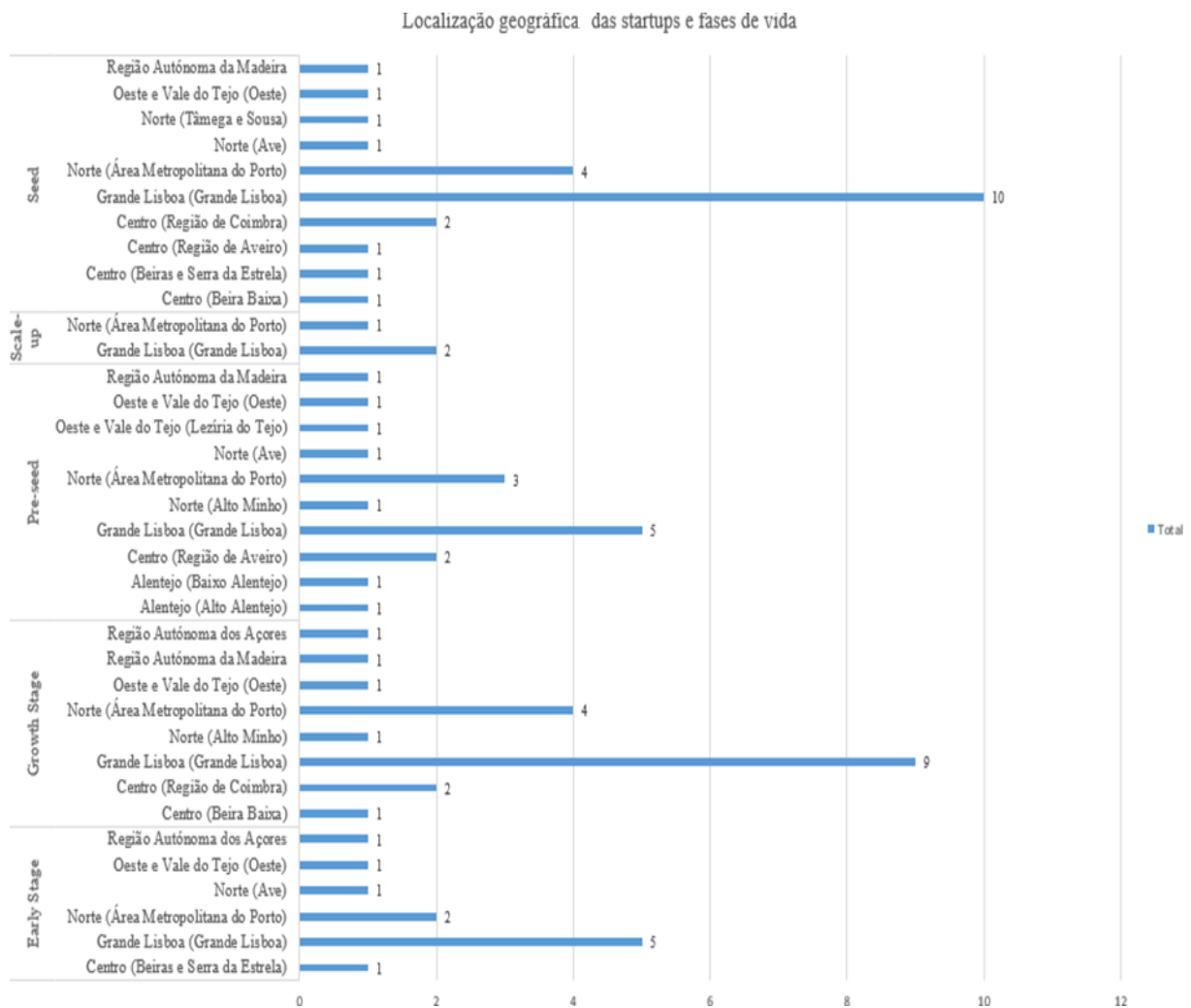
Figura 19 - Presença da startup em incubadoras e/ou em programas de aceleração



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

Quanto à localização geográfica da sede destas empresas, a região “Grande Lisboa” e a “Área Metropolitana do Porto” lideram na quantidade, possuindo startups em todas as fases de vida e em áreas litorais. Destaca-se que as Regiões Autónomas da Madeira e Açores poderão ser encontradas startups em quase todas as fase de vida, exceto em fase de “Scale-up”.

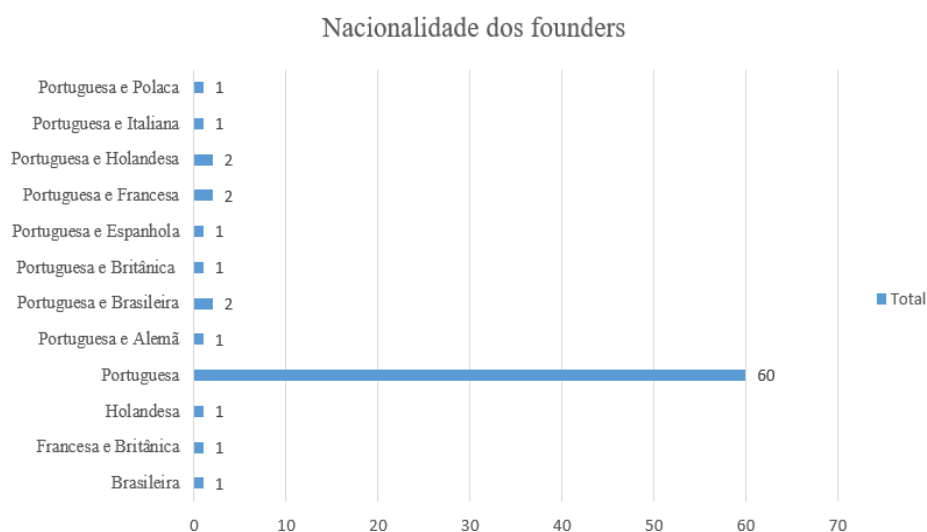
Figura 20 - Localização geográfica das startups e fases de vida



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

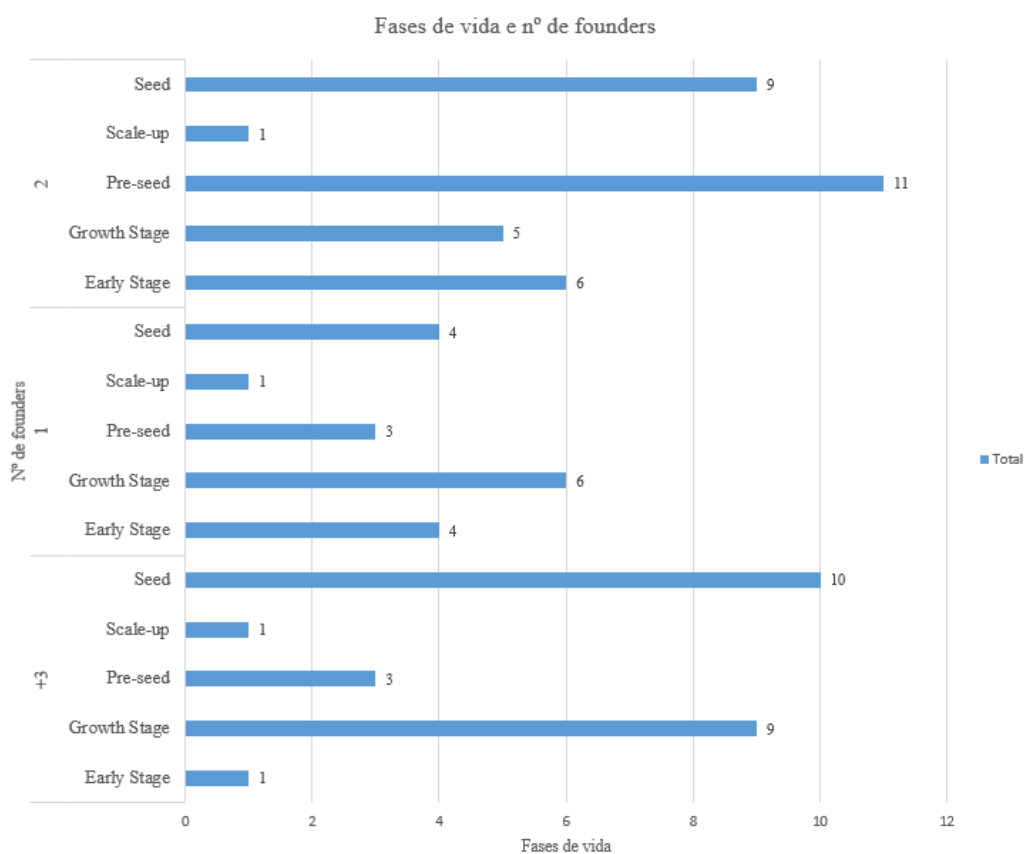
Como visto anteriormente, as startups, em maioria, tem dois *founders*. No gráfico a seguir, a nacionalidade que mais se destaca é a portuguesa, representando assim $\approx 81\%$. Um outro dado interessante prende-se com a relação entre as fases de vida e o nº de *founders*, veja-se que: i) “Pre-seed” predominam startups com dois *founders*; ii) “Seed” predominam startups com mais de três *founders*; iii) “Early Stage” predominam startups com dois *founders*; iv) “Growth Stage” predominam startups com mais de três *founders*; v) “Scale-up” estão distribuídas pelas três tipologias de número de *founders*.

Figura 21 - Nacionalidade dos founders



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

Figura 22 - Fases de vida e nº de founders

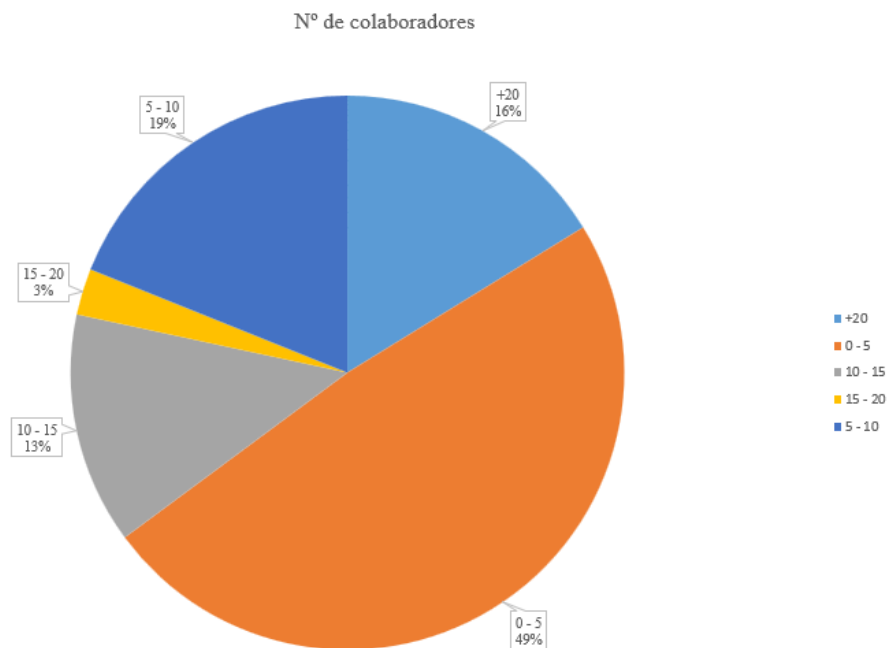


Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

A maioria das startups encontra-se em fase de vida de “Seed” e “Growth Stage” e é possível constatar que em fase de “Pre-Seed”, “Seed”, “Early Stage” possuem de 0 a 5 colaboradores;

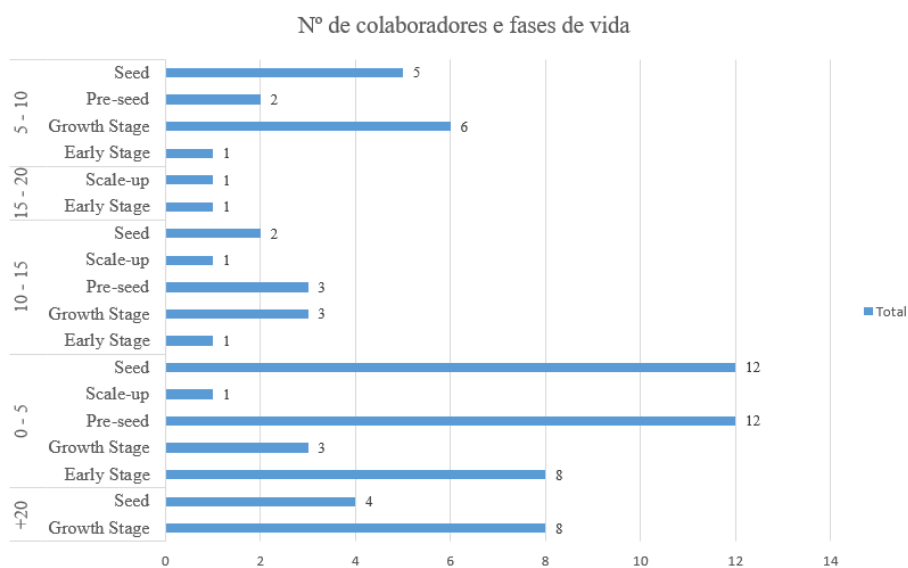
“Growth Stage” possuem de 5 a 10 colaboradores. Curiosamente, as três “Scale-ups” que responderam ao questionário deram respostas diferentes quanto a este dado, sendo que que uma delas respondeu que possuía entre 0 a 5 colaboradores, a outra entre 10 a 15 colaboradores e a última entre 15 a 20 colaboradores.

Figura 23 - Número de colaboradores



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

Figura 24 - Nº de colaboradores e fases de vida

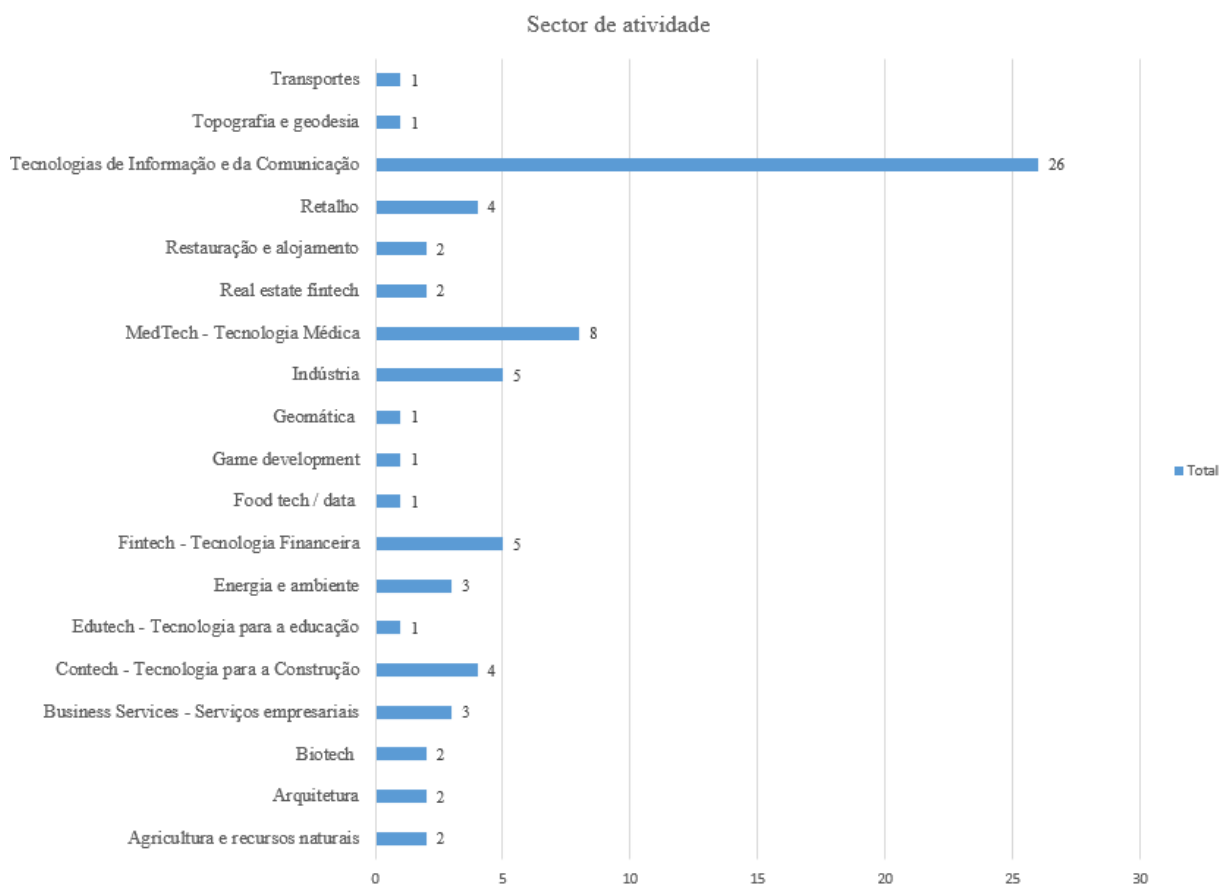


Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

Quanto ao sector de atividade, a amostra revela que as *startups* encontram-se em áreas diversificadas, tais como agricultura, topografia, as tecnologias de informação e da comunicação e entre outras. Em complemento, a área de serviços é a predominante, dado que o sector de tecnologia de informação e da comunicação tem maior expressão na amostra, representando assim $\approx 35,1\%$ e está presente em todas as fases de vida. Por sua vez, as “*MedTech*” num cômputo geral revelam que são o segundo maior sector de atividade da amostra com oito *startups*, representando quase 11%, e encontram-se em fase de “*Seed*”, “*Growth Stage*” e “*Scale-up*”.

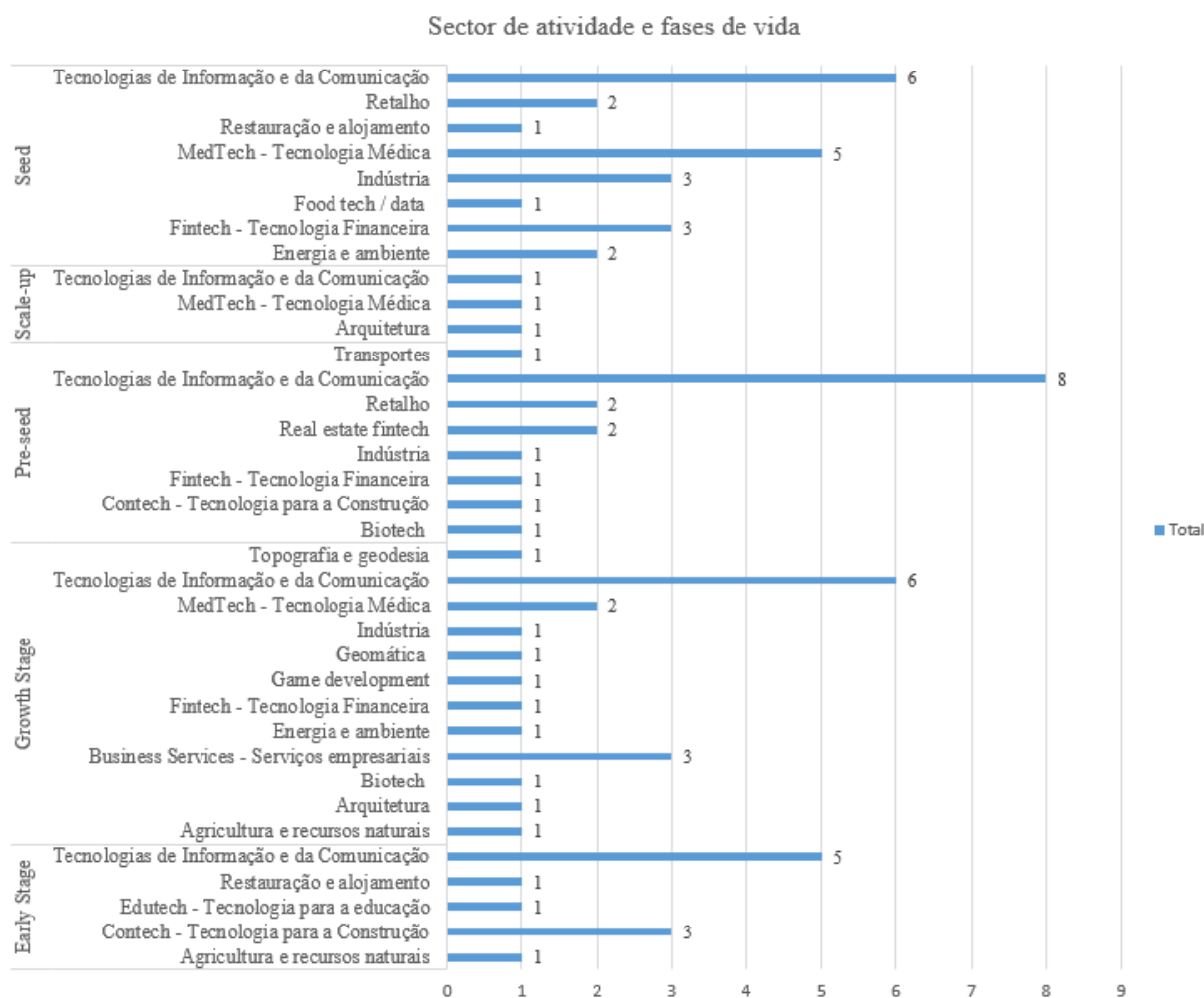
Ainda assim é possível observar que as *startups* da amostra dividem-se em pelos três sectores de atividade, sendo que o sector primário representa $\approx 8,1\%$ com seis *startups*, o sector secundário $\approx 6,6\%$ com cinco *startups* e o sector terciário representa $\approx 86,1\%$ com 63 *startups*.

Figura 25 - Sector de atividade das startups



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Figura 26 - Sector de atividade e fases de vida



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

4.1.2. Oportunidade ou desafio: análise das rondas de financiamento no volume de negócios

Antes de abordar volume de negócios (VN), a seção iniciará com as análises das rondas de financiamento (RF). Numa primeira fase, abordar-se-á os tipos de financiamento e a sua aplicabilidade nas *startups* que responderam o questionário. No fim será analisado o impacto das RF no VN. Relembrando que o volume de negócios é fulcral para a atividade de qualquer empresa, uma vez que este é o indicador de classificação e de avaliação a performance da empresa no mercado.

Observando que tipo de financiamento suportou o arranque das *startups*, entende-se que estas foram financiadas, maioritariamente, pelos próprios *founders* a partir de capitais próprios (poupanças, 3 F's e outros tipos de capitais próprios) dos sócios e/ou *founders*. No entanto,

existiram outros instrumentos financeiros provenientes do sector privado (VC, BA, prémios de concurso e crédito bancário).

Quanto ao sector público, nota-se que apenas 16 das 74 respostas usufruíram de apoio de suporte ao arranque. Apesar deste sector representar $\approx 21,6\%$, confirma-se a sua relevância no que diz respeito à aplicabilidade da intervenção da esfera pública por via dos fundos públicos na aceleração destas empresas.

Quadro 9 - Tipos de financiamento que suportou o arranque da startup

Tipos de financiamento que suportou o arranque da startup	Nº
3 F's	1
Business Angels	6
Business Angels; Venture Capital; Crédito Bancário	1
Capitais próprios	1
Capital próprio; Crédito Bancário	1
Crédito Bancário	1
Crédito Bancário; Business Angels; 3F's	1
Crédito Bancário; Poupanças; Fundos públicos	1
Empresa que pagou salários a troco de participação no capital	1
ESA BIC PT	1
Família; Fundos públicos	1
Fundos públicos	5
Fundos públicos; Corporate Capital	1
Fundos públicos; Venture Capital	2
Nenhum	3
Poupanças	24
Poupanças; Business Angels	2
Poupanças; Crédito Bancário	2
Poupanças; Fundos públicos	2
Poupanças; Fundos públicos; Crédito Bancário	1
Poupanças; Fundos públicos; Venture Capital; Business Angels	1
Poupanças; Primeiro Cliente	1
Poupanças; Venture Capital	1
Poupanças; Venture Capital; Business Angels	2
Poupanças; Venture Capital; Business Angels; Fundos públicos	1
Prémios de apoio ao empreendedorismo	1
Venture Capital	8
Venture Capital; Fundos públicos	1

Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

No que diz respeito ao futuro do meio de financiamento destas *startups*, é verificável que estas *startups* têm procurado maioritariamente o sector privado. Veja-se que *Venture Capital*, *Business Angels* e *cash-flow* são as formas mais escolhidas para financiar estas empresas. Os resultados ainda revelam que as *startups* acreditam no valor que podem agregar à economia portuguesa através do seu produto e/ou serviço e para isso confiam no investidor ou no seu *cash-flow* para auxiliá-las a alcançar o sucesso. Acresce-se uma preocupação com as *startups* que têm procurado financiamento privado e/ou que suportaram o seu arranque através do

crédito bancário, dado que a instituição bancária não procura agregar valor à empresa, mas sim recuperar o valor emprestado à empresa.

O sector público, neste caso, em conjunto com todas as combinações de resposta surge 54 vezes, representando $\approx 54,1\%$. Querendo isto dizer que o instrumento de financiamento deste sector tem procura e demonstra a importância da intervenção do financiamento público nestas empresas.

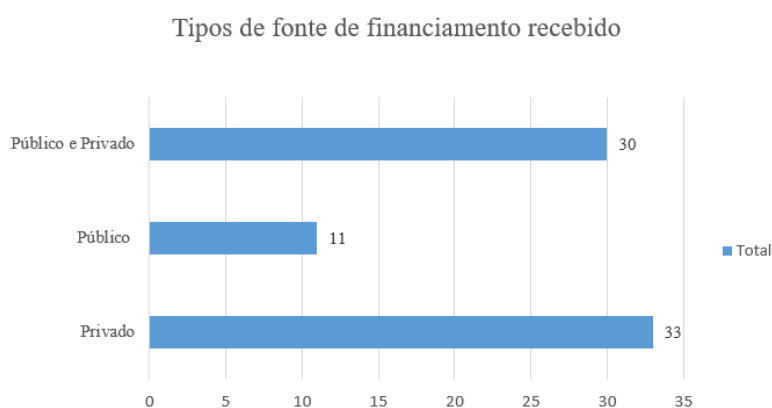
Quadro 10 - Tipo de financiamento que as startups têm procurado

Tipo de financiamento que as startups têm procurado	Nº
3 F's (Família, amigos e conhecidos); Crédito bancário	1
Business Angels; Cash flow	1
Business Angels; Venture Capital; Fundos públicos; 3 F's (Família, amigos e conhecidos)	1
Cash flow	4
Cash flow; Fundos públicos	1
Crédito bancário	1
Crédito bancário; Cash flow	2
Crédito bancário; Fundos públicos; Cash flow	1
Fundos públicos	6
Fundos públicos; 3 F's (Família, amigos e conhecidos)	1
Fundos públicos; Business Angels	1
Fundos públicos; Business Angels; Cash flow	2
Fundos públicos; Business Angels; Venture Capital	1
Fundos públicos; Cash flow	4
Fundos públicos; Cash flow; Business Angels; Crédito bancário	1
Fundos públicos; Crédito bancário	1
Fundos públicos; Crédito bancário; Venture Capital	1
Fundos públicos; Crédito bancário; Venture Capital; Business Angels	1
Fundos públicos; Crédito bancário; Venture Capital; Business Angels; Cash flow	1
Fundos públicos; Venture Capital	5
Fundos públicos; Venture Capital; 3 F's (Família, amigos e conhecidos)	1
Fundos públicos; Venture Capital; Business Angels	5
Fundos públicos; Venture Capital; Business Angels; 3 F's (Família, amigos e conhecidos)	1
Fundos públicos; Venture Capital; Business Angels; 3 F's (Família, amigos e conhecidos); Cash flow	1
Fundos públicos; Venture Capital; Cash flow	1
Nenhum	1
Projetos europeus e nacionais	1
Projetos financiados	1
Venture Capital	11
Venture Capital; Business Angels	2
Venture Capital; Business Angels; Cash flow	4
Venture Capital; Business Angels; Cash flow; Grants	1
Venture Capital; Business Angels; Fundos públicos	2
Venture Capital; Cash flow; Fundos públicos	1
Venture Capital; Fundos públicos; Business Angels	1
Venture Capital; Fundos públicos; Business Angels; Cash flow	1
Venture Capital; Fundos públicos; Cash flow	1
Venture Capital; Fundos públicos; Crédito bancário	1

Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Sublinha-se que, de acordo com os resultados, apenas o sector privado possui uma parte muito significativa, $\approx 44,6\%$, do financiamento às *startups*. Por sua vez, o sector público possui uma influência minoritária, $\approx 14,9\%$, no tipo de financiamento. Por fim, a amostra de *startups* financiadas por ambos os sectores, em simultâneo, representa $\approx 40,5\%$.

Figura 27 - Tipos de fonte de financiamento recebido



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Analisando os resultados, entende-se que existem vários programas públicos financiam *startups*. No entanto, constata-se que os principais são os “Vouchers para Startups” (SUP e IAPMEI), “Startup Voucher” (IAPMEI), “INOV-ID” (PV e ANI) e “Programa de Venture Capital” (BPF). Estes resultados revelam que estes organismos possuem um papel central no desenvolvimento do Ecossistema e no financiamento das *startups*. Também é importante expor que os programas de VC público encontram-se identificados pelas *startups* e são um meio interessante para estas. Em última instância, destaca-se que $\approx 41,9\%$ não receberam financiamento público.

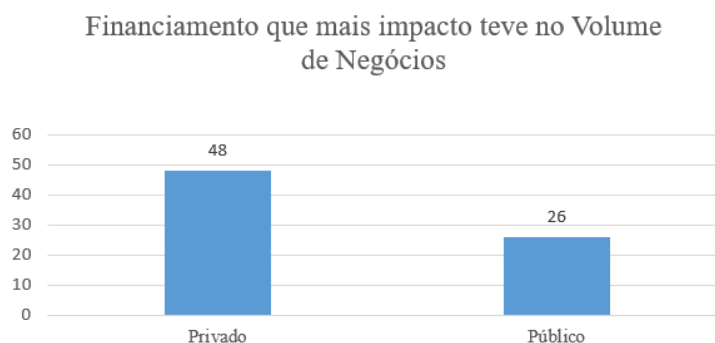
Quadro 11 - Programas públicos que financiaram as startups

Programas públicos que financiaram startups	Nº
Não recebi financiamento público	31
Vouchers para Startups	7
Startup Voucher	4
Programa de Venture Capital	3
Vouchers para Startups; INOV-ID	2
ATIVAR	1
Cascade funding de projectos europeus	1
Diversos	1
Empreende XXI	1
Estágio profissional	1
Financiamento europeu h2020	1
Fundo Ambiental e Indústria 4.0	1
INOV-ID	1
INOV-ID; Blockchain.pt	1
INOV-ID; EEA GRANTS	1
INOV-ID; Portugal 2020	1
Madeira 2020	1
Portugal Venture	1
Prociência PT2020	1
Programa de Venture Capital; competir+	1
Programa de Venture Capital; EIT, X2.0	1
PRR / PT2020	1
PRR	1
PT2020	1
Startup Voucher; ESA	1
Startup Voucher; Vouchers para Startups; INOV-ID; Empreende XXI; Programa de Venture Capital	1
Vouchers para Startups; EIC Accelerator	1
Vouchers para Startups; ESA-BIC	1
Vouchers para Startups; Fundo Inovação Social	1
Vouchers para Startups; INOV-ID; P2020,EEA	1
Vouchers para Startups; PRR	1
Vouchers para Startups; Startup Voucher; +Co3so	1

Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Como referido em capítulos anteriores, os financiamentos público e privado possuem características diferentes e servem propósitos divergentes, mas ambos igualmente fulcrais para o desenvolvimento destas empresas. Os dados revelam que $\approx 64,8\%$ das *startups* sentiram o seu volume de negócio a ser impactado pelo financiamento privado. As restantes $\approx 35,1\%$ afirmam que este foi impactado pelo financiamento público.

Figura 28 - Financiamento que mais impacto teve no VN



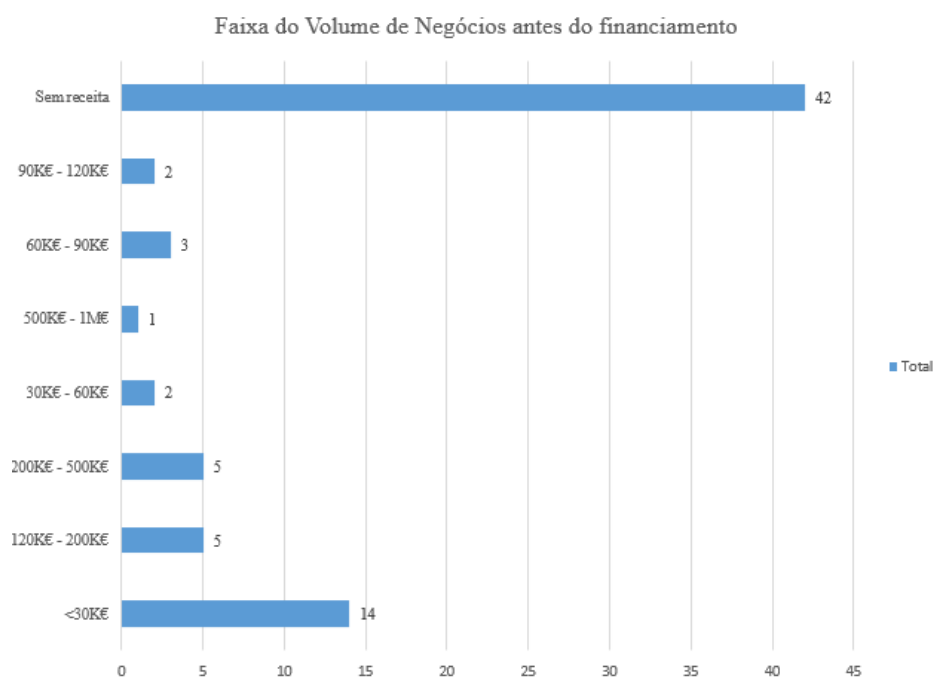
Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

O volume de negócio de uma empresa, como descrito anteriormente, é um indicador de *performance* importante para a classificação e avaliação de uma empresa no mercado. De acordo com o Diário da República (2014), o volume de negócios reflete o valor de vendas e serviços prestados a clientes, após a dedução de impostos, descontos e deduções que se encontrem diretamente relacionados com este. Em adição, o VN e serviços ou produtos estão diretamente relacionados com o objeto social da empresa.

No que se aplica às *startups*, e por na maioria das vezes serem projetos ainda em desenvolvimento, justifica-se o facto que não tenham receitas e/ou estejam abaixo do 30K. Podemos observar que $\approx 56,7\%$ não possuíam receitas antes do financiamento e tratam-se de empresas que normalmente estão em fase de vida de “*Pre-seed*” e “*Seed*”. A “*Scale-up*” que não possuía volume de negócios antes do financiamento pertence ao sector de atividade das “*MedTech*”, querendo isto dizer que o resultado se configura como normal, dado que as *startups* deste sector enfrentam diversos obstáculos até vingarem e terem as primeiras receitas.

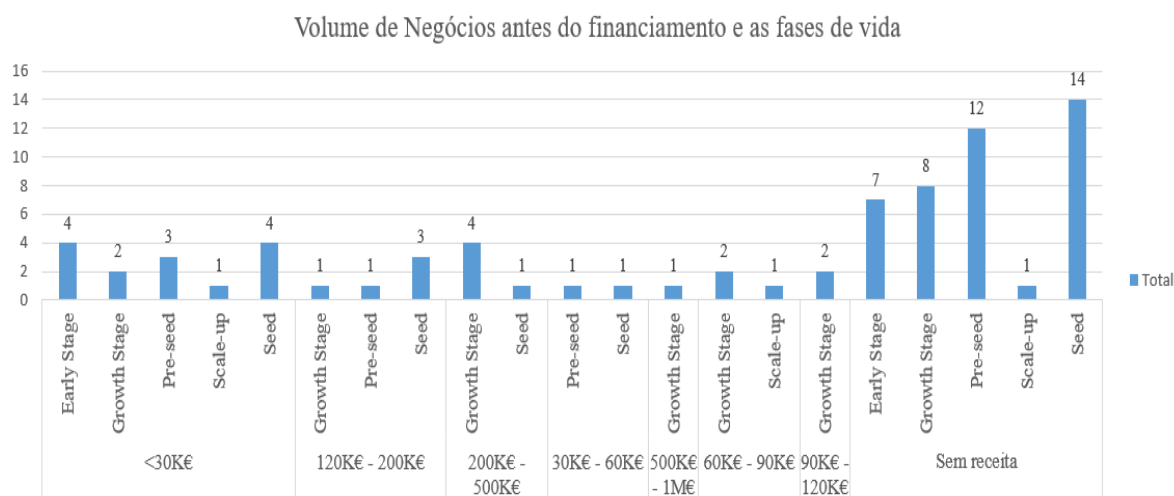
Em complemento, as *startups* que estão abaixo dos 30K representam $\approx 18,9\%$ e são empresas que se encontram, na maioria, em fase de vida de “*Early Stage*”, “*Seed*” e “*Pre-seed*”. Quanto àquelas que estão acima dos 30K, nota-se que são *startups* que se encontram em fase de vida de “*Growth Stage*” e “*Seed*”.

Figura 29 - Faixa de VN antes do financiamento



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

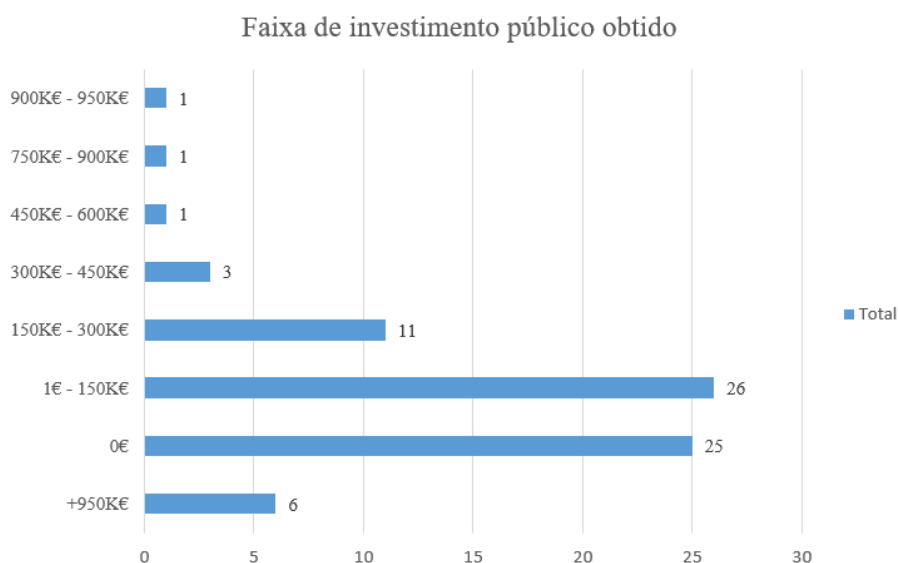
Figura 30 - VN antes do financiamento e as fases de vida



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

O financiamento público deve ser olhado pelos empreendedores como forma de acelerar o negócio e/ou aprimorar o produto a ser desenvolvido por estas. No que compete à faixa de financiamento público recebido, centra-se em duas faixas: a de 1€ a 150K€ representa assim $\approx 35,1\%$ e a faixa compreendida entre os 150K€ a 300K€ corresponde a $\approx 14,9\%$. Em adição, $\approx 33,8\%$ das *startups* não receberam financiamento público.

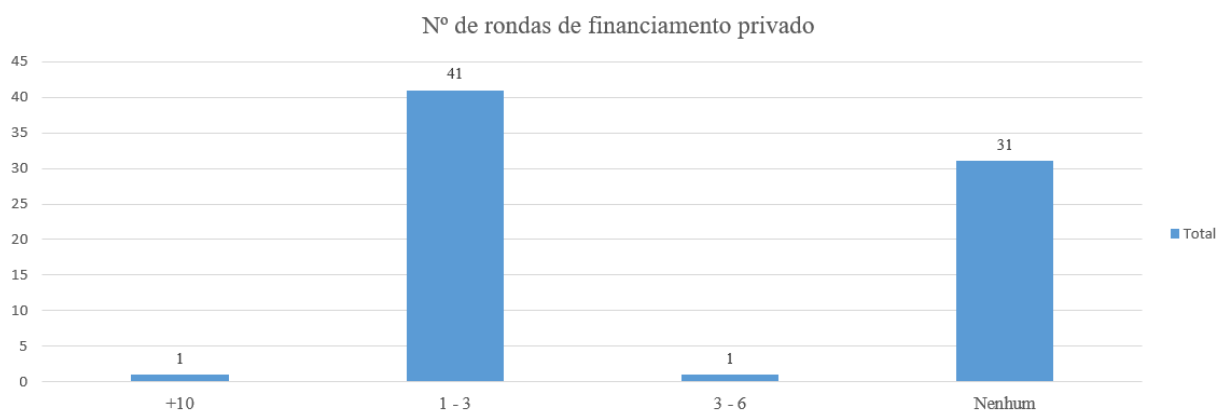
Figura 31 - Faixa de investimento público obtido



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

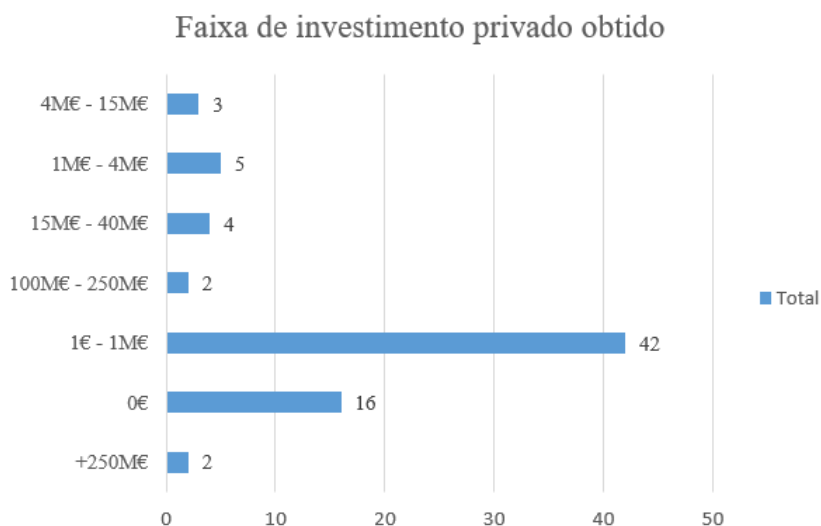
Quanto ao financiamento privado, entende-se que $\approx 55\%$ das *startups* participam entre 1 a 3 rondas de financiamento e $\approx 41,9\%$ não participou em nenhuma. Adicionalmente, $\approx 3,1\%$ das *startups* realizaram 3 a 6 rondas ou mais que 10 rondas. Das que participaram em rondas de financiamento privado, observa-se que $\approx 56,7\%$ participaram em rondas para adquirir entre 1€ a 1M€, enquanto $\approx 21,6\%$ não recebeu financiamento privado. As restantes $\approx 21,7\%$ receberam financiamento compreendidas nas faixas entre 1M€ e +250M€.

Figura 32 - N° de rondas de financiamento privado



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Figura 33 - Faixa de investimento privado obtido



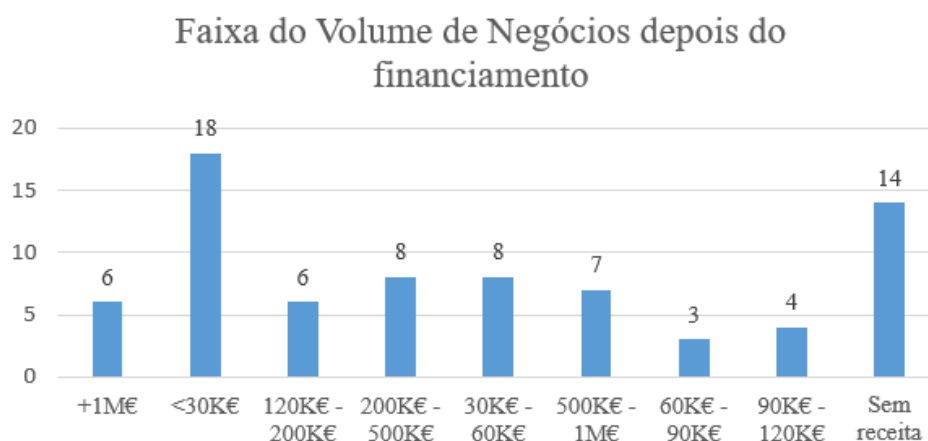
Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Analisando a faixa do volume de negócios depois do financiamento, existe uma quantidade significativa de *startups* com um volume abaixo dos 30K€, representando $\approx 24,3\%$. Contudo, após o financiamento, $\approx 18,9\%$ das *startups* continuam sem receita, sendo explicado pelo sector de atividade das mesmas em que o produto e/ou serviço está em contínuo desenvolvimento ou em fase de protótipo e em que não existiu qualquer venda do mesmo.

Observa-se que existe expressão nas faixas de volume de negócios entre 30K€ a 60K€ e 200K€ a 500K€ em que cada ambas representam $\approx 21,6\%$. Sublinha-se as fases de vida que mais se encontram representadas são as fases de “*Seed*” e “*Growth Stage*”. Destacando a fase de “*Growth Stage*” que, em maioria, possui um VN significativo do que as restantes fases.

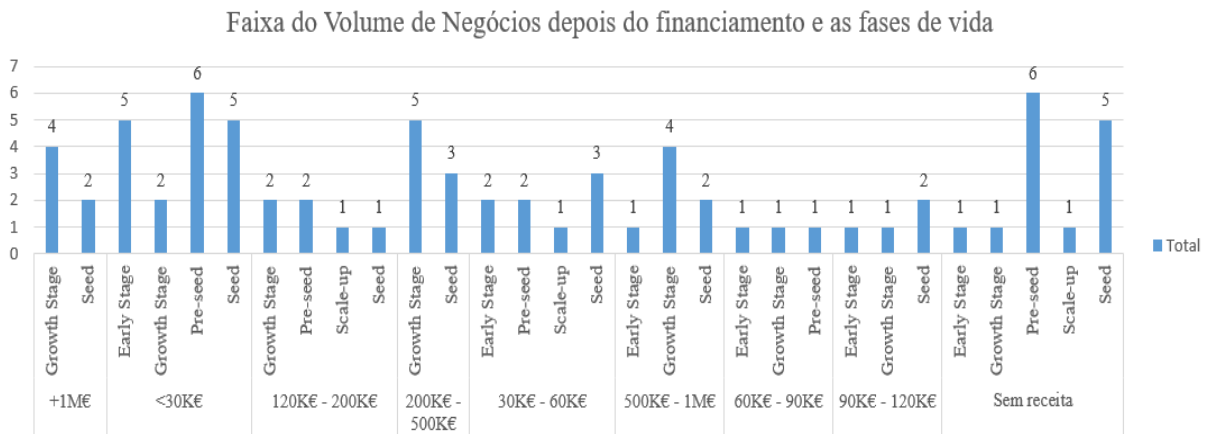
Destaca-se ainda a evolução relativamente ao volume de negócio depois de financiadas, é possível observar que após esse momento estas *startups* passaram a ter receitas. Inclusive, verificou-se uma diferença entre o VN antes e depois do financiamento, em que houve uma redução de 42 *startups* sem receitas para 14 *startups* sem receitas.

Figura 34 - Faixa do VN depois do financiamento



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Figura 35 - Faixa do VN depois do financiamento e as fases de vida



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

É perceptível a visão destas *startups* quanto ao modelo de negócio e aceleração da sua empresa. Estas procuram a disrupção e a inovação dos seus produtos ou serviços, sendo este facto verificável pela aplicação do financiamento no desenvolvimento do produto, serviço e de prototipagem. Em complemento, também procuram investir em I&D e em Propriedade Intelectual, revelando assim o carácter inovador destas. Sublinha-se que estas *startups* procuraram o financiamento com o objetivo de dedicar à expansão do negócio e na contratação de recursos humanos.

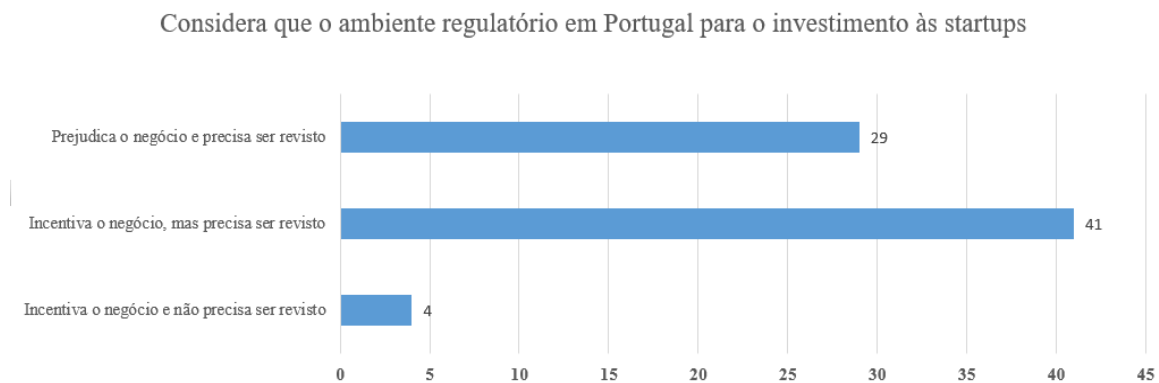
Quadro 12 - Finalidade do financiamento

Aplicação do financiamento	Nº
Desenvolver o produto ou serviço	9
Contratar Recursos Humanos	5
Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Investir em I&D	5
Desenvolver o produto ou serviço; Investir em I&D	4
Desenvolver o protótipo	4
Expansão	4
Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos	3
Desenvolver o protótipo; Contratar Recursos Humanos	3
Desenvolver o protótipo; Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Investir em Propriedade Intelectual; Investir em I&D	3
Desenvolver o produto ou serviço; Investir em Propriedade Intelectual; Investir em I&D	2
Desenvolver o protótipo; Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos	2
Desenvolver o protótipo; Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Investir em I&D	2
Expansão; Desenvolver o produto ou serviço	2
Investir em I&D	2
Contratar Recursos Humanos; Investir em Propriedade Intelectual; Desenvolver o produto ou serviço; Desenvolver o protótipo; Expansão	1
Contratar Recursos Humanos; Investir em Propriedade Intelectual; Investir em I&D; Expansão; Desenvolver o produto ou serviço; Desenvolver o protótipo	1
Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Desenvolver o protótipo	1
Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Expansão	1
Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Investir em I&D; Expansão	1
Desenvolver o produto ou serviço; Desenvolver o protótipo; Contratar Recursos Humanos	1
Desenvolver o produto ou serviço; Expansão	1
Desenvolver o produto ou serviço; Expansão; Investir em I&D	1
Desenvolver o produto ou serviço; Investir em I&D; Contratar Recursos Humanos	1
Desenvolver o produto ou serviço; Investir em Propriedade Intelectual; Investir em I&D; Contratar Recursos Humanos	1
Desenvolver o protótipo; Contratar Recursos Humanos; Desenvolver o produto ou serviço	1
Desenvolver o protótipo; Contratar Recursos Humanos; Investir em I&D	1
Desenvolver o protótipo; Contratar Recursos Humanos; Investir em I&D; Expansão	1
Desenvolver o protótipo; Contratar Recursos Humanos; Investir em Propriedade Intelectual; Investir em I&D; Desenvolver o produto ou serviço	1
Desenvolver o protótipo; Desenvolver o produto ou serviço; Contratar Recursos Humanos; Investir em Propriedade Intelectual; Investir em I&D; Expansão	1
Desenvolver o protótipo; Desenvolver o produto ou serviço; Investir em Propriedade Intelectual; Contratar Recursos Humanos; Investir em I&D	1
Desenvolver o protótipo; Investir em I&D	1
Desenvolver o protótipo; Investir em I&D; Contratar Recursos Humanos; Desenvolver o produto ou serviço	1
Desenvolver o protótipo; Investir em Propriedade Intelectual	1
Expansão; Contratar Recursos Humanos	1
Expansão; Investir em I&D	1
Investir em I&D; Contratar Recursos Humanos	1
Investir em I&D; Desenvolver o produto ou serviço	1
Investir em Propriedade Intelectual; Desenvolver o produto ou serviço	1

Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Quando questionados sobre o ambiente regulatório aplicado em Portugal na obtenção de investimento para as *startups*, obteve-se uma resposta maioritária, de que $\approx 55,4\%$, confia que o atual sistema incentiva o negócio. Existe uma pequena percentagem, $\approx 5,4\%$, que acredita que o atual sistema incentiva o negócio e não precisa de ser revista. Contudo, $\approx 39\%$ afirma que o atual modelo prejudica o negócio e que o mesmo precisa ser revisto.

Figura 36 - Considerações sobre o ambiente regulatório aplicado em Portugal dedicado ao financiamento às startups



Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às startups.

No que concerne a matéria de *funding*, os *founders* e *startups* foram questionados através do questionário aplicado sobre a sua visão dos desafios na aquisição do financiamento público e privado. Veja-se que no sector privado, parte dos seus contributos encontravam-se focados na dificuldade para arranjar um investidor e na captação de investimento para a sua *startup*, especialmente para áreas como a Biotech. Para o sector público referiram que a burocracia do Estado, a linguagem utilizada nos fundos e a demora na atribuição dos fundos são os grandes entraves ao desenvolvimento da sua *startup*. Ainda foi referido que o ambiente regulatório dedicado às empresas é excessivo e que a legislação portuguesa não acompanha as *startups* e seus sectores.

Quadro 13 - Principais desafios que a startup enfrenta na aquisição de investimento público e/ou privado, do ponto de vista das startups

Nº	Desafios do setor privado	Desafios do setor público
1	Investidores portugueses possuem um caráter muito conservador no que respeita o investimento	Melhoria nos tempos de espera de atribuição dos fundos
2	Investidores focados em Seed Stage e B2C	Conhecimento dos fundos e dificuldade na linguagem dos fundos
3	Receio dos investidores em investir num produto que ainda não tem receita	Melhoria do ambiente regulatório e revisão da carga fiscal sobre as empresas e trabalhadores
4	Ecosistema com dimensões reduzidas	Burocracia e Timings, os organismos públicos são lentos e com resposta desproporcional às necessidades de empresas como as startups que têm dificuldade para subsistir.
5	Capacidade para atrair investimento estrangeiro, especialmente dos EUA, que normalmente esperam métricas com uma ordem de grandeza muito maior	Muito pouca oferta de investimento pre-seed.
6	Negócios para o público a retalho são pouco atrativos para os investidores, na nossa experiência procuram sempre ser uma plataforma, servir outros negócios, e não o público final	O principal desafio é o acesso a investimento a fundo perdido para tecnologias com baixo grau de maturidade.
7	Falta competência para avaliar e apostar em empresas de hardware & deeptech.	Apoio às empresas para testarem os produtos criados pelas startups. O dinheiro até chega às startups mas falta um empurrãozinho para que consigam as primeiras vendas e com estas os primeiros insights sobre o que verdadeiramente valorizam os clientes
8	Do lado VC e Public Venture, investimentos predatórios (larga chunk de equity exigida em troca de capital que não é transformador). Do lado da banca, exigência de garantias pessoais dos sócios (clara violação do princípio de limited liability)	É difícil desenvolver e escalar produtos quando o aperto fiscal é praticamente igual para uma empresa nova ou em fase de desenvolvimento. Ainda mais, num mercado onde cada vez é mais difícil atrair e reter recursos humanos, face à concorrência dos mercados estrangeiros em trabalho remoto.
9	Falta de investidores na área da saúde	Fundos público colocam as empresas em dificuldade por não serem céleres na sua atribuição
10	Difícil acesso às pessoas certas	Imaturidade da regulação das startup
11	Dimensões do investimento é baixa	A legislação portuguesa não está adaptada aos novos sectores, mais especificamente desenvolvimento de videojogos. O conceito de produto digital não é claro em Portugal.
12	Falta de visão e espírito de risco do investimento privado	Financiamento público demora anos (literalmente) e é extremamente burocrático, nalguns casos praticamente impossível de obter (e.g. Selo ID para acesso a fundos SIFIDE é impraticável para startups com runway curto que não têm tempo/recursos a perder).
13	Facturar de acordo com as expectativas.	Ser uma deep tech e necessitar de mais tempo do que é esperado, sendo comparada a todas as outras. O ecossistema ainda não é maduro o suficiente.
14	Investidores Portugueses são mais conservadores do que investidores estrangeiros. Exigem mais tração por muito menos dinheiro e mais equity.	Capital disponível é insuficiente para desenvolver projetos
15	Angels só querem investir quando a empresa tem receitas	
16	Na área Biotech, o maior desafio centra-se no elevado risco relacionado com o desenvolvimento do produto e regulamentar, o que pode dificultar a atração de investidores que não possuem experiência específica no setor. É crucial encontrar parceiros de capital de risco ou outros investidores com experiência e compreensão das particularidades do setor Biotech. A aversão ao risco de muitos investidores pode ser um obstáculo significativo.	
17	Dimensão do mercado português acaba por ser uma limitação para captação de investimento estrangeiro.	

Fonte: Elaboração própria a partir do questionário aplicado às *startups*.

Tanto o sector público e o sector privado possuem a sua importância para estas empresas e são fundamentais na aceleração destas *startups*, tal pode ser comparado por via das receitas antes e depois do financiamento. O sector público é caracterizado por ser lento e burocrático no processo de candidatura e atribuição dos fundos. No entanto, o apoio proveniente deste sector ainda é uma mais-valia para estas empresas. Isto significa que o problema não se encontra na arquitetura dos fundos ou na falta de diversidade porque a expressão do problema está relacionada com dificuldade do Estado em distribuir os fundos e por consequência, os projetos perdem impacto porque perdeu-se o *timing* para a sua execução.

Quanto ao sector privado, e apesar de ser recente a forma de *VC* em Portugal, é importante que se consiga adequar as suas políticas de atração de investimento e possuir uma rede de investidores com capacidade para realizar investimentos de maior dimensão. Contudo, é relevante que o sector privado e público criem sinergias para investir em projetos de risco mais elevado, como o sector de *Biotech*.

Por fim, a perceção das *startups* sobre ambiente regulatório é clara, dado que a sua maioria acredita que é indispensável a revisão desta matéria. Estas empresas sentem que conseguem agregar mais valor social e económico caso o ambiente regulatório se torne mais favorável ao desenvolvimento da sua atividade e que estimule a maximização dos lucros destas empresas.

4.2. A perceção da Startup Portugal

A Startup Portugal é o *policy-maker* próximo do Ecosistema nacional no que diz respeito ao trabalho de campo e também de financiamento a *startups*. É importante sublinhar que a SUP é responsável pelo reconhecimento do estatuto de *startups* e ainda é a entidade delegada pelo IAPMEI para as medidas “Vouchers para Startups” e “Vales Incubadoras”.

De acordo com o RSUP (2024), esta é uma associação sem fins lucrativos com utilidade pública, atribuída pelo Decreto-Lei 33/2019 de 4 de março, em que o seu financiamento em parte é proveniente do IAPMEI para estimular o empreendedorismo em Portugal. O entrevistado afirmou que o facto de a SUP estar no terreno entende com mais facilidade quais são as dificuldades do Ecosistema e colabora ativamente com o IAPMEI e o Ministério da Economia no que diz respeito a construção de políticas públicas para esta área. Revelou ainda que a estrutura é apoiada por um conselho estratégico, que é composto por vários atores do Ecosistema, e que estes auxiliam ativamente na discussão das prioridades e nas PP. Isto é visível através da “Lei das *Startups*”, nas medidas do OE de 2023 e 2024 em que foram trazidas

a jogo a melhoria do IRC e IRS e ainda no pacote das 60 medidas do XXIV Governo Constitucional em que possuíram o contributo direto da SUP.

Com base no relatório da IDC (2023), desde o ano de 2020 o Ecosistema português tem vindo a melhorar a posição no que diz respeito à robustez, sendo este proporcionado pela melhoria da PP aplicadas, o aumento de agentes de apoio às *startups* e de *startups*. O referido relatório argumenta que este Ecosistema apresenta pontos positivos na capacidade do país em atrair talentos especializados e a diversificação do mercado interno. No entanto aponta que os pontos negativos estão associados às políticas que prejudicam os negócios e de investimentos. Este relatório também refere o impacto económico e social destas empresas que é verificado através dos VN e dos empregos gerados.

O RSUP (2024) refere que o Ecosistema possui mais de 4 000 *startups* e afirma que estas são empresas com características que crescem acima das empresas ditas normais do tecido português, dado que são empresas com um forte crescimento e exportadoras no que diz respeito ao volume de negócios, com um crescimento de 67%, contrariando o crescimento de uma empresa normal que ronda os 25%. O entrevistado ainda expõe estas empresas impactam positivamente a economia portuguesa e são caracterizadas por serem muito produtivas, encontrando-se predominantemente no Litoral, sendo que Lisboa e Porto detém 67% do total de *startups* existentes em Portugal. Ainda foi revelado que o Norte possui *startups* dedicadas ao sector da engenharia e o Sul é caracterizado por ter mais detentores de capital e VC.

Segundo o RSUP (2024), o Ecosistema é caracterizado por possuir uma rede nacional de incubadoras com mais de 130 incubadoras ao longo do país que incubam cerca de 3 000 *startups* com uma taxa de sobrevivência elevada, sendo isto possível por via das redes de *networking* e *mentoring* e conexões destas estruturas de apoio às *startups*. O RSUP (2024) sublinha a qualidade da comunidade empreendedora em Portugal, uma vez que é diferenciada por ter espírito de comunidade e o acesso à esta rede entre estes agentes e as *startups* é significativo. Acrescentou que no estrangeiro a comunidade empreendedora em Portugal é reconhecida pela sua proximidade. O entrevistado ainda evidenciou que este trabalho resultou num investimento significativo em *startups* portuguesas e num crescimento dos unicórnios em Portugal, sendo este um mérito de todos os agentes públicos e empresários.

De acordo com RSUP (2024), um outro ponto positivo que se relaciona com a “Lei das *Startups*”, que legisla e regulamenta o que é uma *startup* e/ou *scale-up*, visto que é um elemento importante para o legislador por se tornar mais fácil perceber a quem se pretende endereçar as PP. Sobre este tema, reforçou que esta Lei atribui um regime fiscal de *stock options* e dota as *startups* de um regime específico e especial de IRS para estas empresas durante 10 anos.

Conforme apresentado anteriormente, um dos principais desafios na aquisição de financiamento público e privado está associado à burocracia do Estado na atribuição dos fundos, na pouca oferta para fases mais embrionárias e na dificuldade das *startups* conseguirem arranjar um investidor. RSUP (2024) destacou que os pontos em que é preciso continuar a trabalhar são os em matérias de regulamentação e especialmente de *funding*, uma vez que existem lacunas expressivas para as fases de *Pre-Seed* e em outras fases iniciais em que é sentido a falta de incentivos financeiros para transformar ideias em ideias de negócios. Já para as fases de “*Later Stage*” o entrevistado argumentou que em Portugal não tem acesso a investidores, e por essa razão, as *startups* portuguesas mudam-se para os Estados Unidos da América (EUA) e que inclusive mudam as suas sedes para outros países.

Ainda sobre o tema de *funding*, o entrevistado frisou que existem bons fundos e programas em Portugal como o SIFIDE, Programa *Seed*, e o Programa Avançar, que atribui majorações na contratação de RH. Em adição, referiu que as medidas geridas pela SUP são fundamentais para as *startups* e para as incubadoras, visto que se aplica financiamento público destinados ao crescimento das *startups* e também permite a profissionalização das incubadoras.

Por fim, argumentou que é fundamental reforçar a robustez por via de melhoria das condições para empreendedores e investidores quanto a criar *startups* e a aceder os fundos que possam fazer as *startups* crescerem. Reforçou que são necessários investimentos de maior dimensão e ainda referiu que a Europa deveria seguir o exemplo dos EUA no que diz respeito à participação dos fundos de pensões de VC em *startups*.

Portanto, vale destacar a importância da SUP junto do Ecosistema pela via do trabalho de campo, em que é responsável pela profissionalização do Ecosistema e o seu financiamento. Além disso, ressalta-se que é fulcral na apresentação de propostas de melhoria que beneficiarão as *startups* e o Ecosistema português.

4.3. A perspetiva da Portugal Ventures

A Portugal Ventures é um dos *policy-markers* mais importantes no que diz respeito ao investimento público de CR em Portugal e é responsável pelo financiamento de *startups*. Importante lembrar que o seu propósito é impulsionar as empresas portuguesas e reforçá-las quanto à sua competitividade nas diversas fases de vida.

O relatório do IDC (2023) refere que os principais sectores das *startups* dos Ecosistema português referem à Tecnologia de Informação e Comunicação, *Business Services* e Indústria. Segundo o RPV (2024), a PV investe em *startups* com presença maioritariamente nacional, e a

sua estratégia de investimento segue cinco áreas e negócio: i) Digital & Tecnologia; ii) Indústria & Tecnologia; iii) Tecnologias da Saúde; iv) Turismo; e v) Novos negócios. O RPV (2024) sublinhou que nas primeiras quatro a tração é procurada através da validação do modelo de negócio, produto e/ou serviço desenvolvido pela empresa e pelas parcerias que a mesma possui para desenvolver os produtos e/ou serviço a que se dispuseram. Ainda referiu que não existe uma fórmula secreta para um investidor aplicar o seu capital numa *startup*, uma vez que depende de vários factores. No entanto, revelou que os investidores procuram *startups* com uma equipa capaz de fazer funcionar o modelo de negócio a que se propõem a desenvolver e que possuam características diferenciadoras da sua concorrência.

No capítulo 2 abordou-se as fases de vida de uma *startup* e inclusive chegou-se à conclusão que ainda não foi estabilizado um conceito uniforme para as fases de vida. Veja-se que Salamzadeh e Kesim (2015) consideram que existem três fases de vida: i) “*Bootstrapping Stage*”; ii) “*Seed Stage*” e iii) “*Creation Stage*”. O RPV (2024) expõe que a denominação das fases de vida é variada, mas que utilizam cinco fases de vida: i) “*Pre-Seed*”, que se refere à ideação do projeto; ii) “*Seed*”, que é caracterizada por possuir clareza ao mercado a que pertencem, tanto que o protótipo desenvolvido por estes adequa-se ao mercado e iniciam os primeiros contactos com agentes de aceleração, incubação e investidor; iii) “*Startup*”, que nesta fase o modelo de negócio encontra-se validado e que em média poderão ter realizado um ou duas rondas de investimento, além de também serem caracterizadas por terem geralmente vendas, mas que ainda não são suficientes para permitir o seu autofinanciamento; iv) “*Venture Capital*”, em que as vendas estão com crescimento forte, possuem uma equipa capacitada para desenvolver os produtos e/ou serviços e um plano para a futura lucratividade da empresa; e v) “*Growth*”, em que a empresa já atingiu uma maior estabilidade das vendas e existe uma preocupação com a sua rentabilidade

Quanto aos principais desafios de uma *startup* a nível geral e do investimento, Cremades (2016), Ries (2011) e Wise e Feld (2015) argumentam que os principais erros são: i) olhar para o financiamento como meio para desenvolver o produto ou serviço sem que este tenha sido testado no mercado; ii) *startups* não conhecem o mercado em que se inserem e iii) inexistência de uma visão estratégia de crescimento tanto para o investidor como a *startup*. De acordo com RPV (2024), as três características gerais são: i) dificuldade das empresas entenderem e/ou desconhecerem o funcionamento dos fundos comunitários e a sua complexidade relacionada; ii) falta de investidores-anjo para a fase de “*Pre-Seed*” que dificulta o desenvolvimento destas empresas; iii) morosidade da aplicação dos fundos europeus nas *startups*, impactando assim o seu desenvolvimento.

Já no que concerne ao investimento, RPV (2024) afirma que os três erros mais comuns provenientes de um *founder* e/ou da *startups* são: i) não proceder à *due diligence* aprofundada sobre o potencial investidor; ii) desconhecimento no que respeita às particularidades dos diferentes métodos de investimento possíveis; e iii) inexistência de planeamento sobre as operações de *fundraising*, a título de exemplo, “quem faz o quê, ou se será necessário contratar colaboradores para auxiliar durante o processo – seja no processo *per se*, ou no apoio ao negócio *core* da empresa, que tende a ser negligenciado durante períodos intensivos de *fundraising* se não houver um correto planeamento”. Em complemento, ainda refere que na fase de desinvestimento existem três erros comuns: i) falta de planeamento fiscal do *exit*; ii) inexistência de um mercado de VC (e de PE) maduro em Portugal e iii) falta de preparação financeira e estratégia para um eventual momento de alinação das suas participações

No que diz respeito ao CR, os relatórios da OCDE (2020) e da InvestEurope (2022) refletem a necessidade de Portugal continuar a desenvolver a área, visto que em comparação com outros mercados europeus, ainda não conseguiu convergir com estes parceiros. Na perspetiva do RPV (2024), este acontecimento ocorre devido ao facto que o sector de CR em Portugal ser recente, contrariamente ao que acontece em países europeus do Centro e do Norte da Europa. Acrescentou-se que ainda que é fundamental estimular a cultura de VC em Portugal, apesar dos poucos anos de atividade no país. Sublinhou-se ainda a evolução e os progressos alcançados recentemente na área de VC em Portugal pela via do aumento das dimensões dos investimentos, na qualidade de atuação dos atores e promotores como também dos fundos. O entrevistado acredita que este sector em Portugal tem evoluído em projetos em fases de mais “*Early-Stage*” devido à ausência de fundos de maior dimensão para as fases subsequentes, face ao aparecimento desses fundos.

Relativamente à reforma no Regime de Gestão de Ativos (RGA), RPV (2024) acredita que com o RGA não houve redução da carga burocrática nem uma simplificação quanto ao capital de risco. O Decreto-Lei n.º 27/2023 de 28 de abril⁶ detalha as alterações na Lei no CR, a título de exemplo: i) artigo 230.º, n.º 3 do RGA prevê a obrigatoriedade de um Organismo de Investimento Alternativo (OIA de CR) investir um valor mínimo de 10% de ações emitidas por cada uma das entidades em que este participa quando aplica o investimento em valores mobiliário admitidos à negociação em mercado regulamentado; ii) artigo 230.º, n.º 4 do RGA dispensa os investidores de qualquer natureza de investir mais de 33% do seu ativo para investimento noutra OIA de CR ou investir mais de 33% do valor disponível para investimento

⁶ Ver mais detalhes em PLMJ (2023). Regime da Gestão de Ativos. Disponível em: https://www.plmj.com/xms/files/07_Guias_e_Manuais/2023/Regime_da_Gestao_de_Ativos_230503.pdf.

aplicado ou não numa sociedade ou grupo de sociedade, caso estes tenham investido valor mínimo do capital subscrito de 100k (antes eram 500k); iii) este regime elimina a regulação de aquisição de unidades de participações próprias por OIA de CR e ainda a extinguiu o prazo máximo para proceder à alienação das unidades de participação próprias.

Frisa-se a relevância da Portugal Ventures na lógica de representação do sector de VC em Portugal e também pelo estímulo do crescimento deste sector. Em complemento, o trabalho de financiamento desta estrutura é importante para reforçar a competitividade das *startups* e financiar projetos que estariam em sectores de maior risco, como o sector de *DeepTech*.

5. Conclusão

Conclui-se que, as *startups* portuguesas possuem um grande desafio quanto à obtenção de financiamento. O Ecossistema possui atores, agências e organizações que são relevantes e que o seu contributo é direto e fundamental para o seu crescimento. Afirma-se que este Ecossistema tem muito potencial de crescimento, mas a atual estrutura ainda não é suficiente para alcançar outros patamares, dado que necessita de mais financiamento para continuar a evoluir, profissionalizar-se e ser capaz de apoiar as *startups* através de *ventures studios*, aceleradoras e incubadoras que colaborem ativamente no desenvolvimento das atividades destas empresas, e que consequentemente, impactem positivamente a economia portuguesa. Por isso, é crítico que o Estado português se reveja no papel de agente impulsionador e dinamizador do Ecossistema e destas através de PP que impactem o domínio público e privado.

Na esfera pública é crucial que os fundos geridos pelas organizações públicas sejam distribuídos com maior celeridade, caso contrário o impacto, desejado na economia portuguesa e nas *startups* não ocorrerá nos níveis pretendidos. Acrescentando que existe uma necessidade imperativa e que deverá ser uma prioridade do governo em trabalhar na redução dos tempos de espera de atribuição dos fundos, conforme referido pela CNA-PRR (2024), em que revela que as plataformas informáticas e os sistemas de informação do Estado encontram-se deficientes e provocam ineficiências do ponto de vista da atribuição destes fundos.

É importante que sejam criados fundos e políticas que combatam, em matéria de *funding*, as falhas de mercado e que respondam as necessidades das *startups*, especialmente em sectores como *Biotech*, *Medtech* e *Deeptech*. Note-se que as fases mais embrionárias (como a fase de *Pre-Seed* e *Seed*) de uma *startup* e/ou até para a fase de ideação, necessitam de apoio financeiro para desenvolver a sua atividade, os seu protótipos, produtos e/ou serviços.

A “Lei das *Startups*” é importante, pois permite ao legislador criar e dirigir políticas públicas a este público-alvo sem misturar PME’s e *startups*, o que por consequência fomentará a robustez do Ecossistema através da identificação destas empresas e do regime fiscal aplicável a estas. Contudo, existe a necessidade de proceder à revisão desta Lei, dado que algumas questões quanto à aplicabilidade precisam ser clarificadas, tais como: i) a proibição da relação de domínio entre uma grande empresa e a *startup*, esclarecendo legalmente quais as relações societárias que o aplicador deve considerar ao avaliar a existência de uma participação maioritária indireta, e isso significa, que o aplicador não consegue avaliar diretamente através da Lei o que é uma participação maioritária indireta; ii) a extensão da proibição, para efeitos do cumprimento do requisito previsto na subalínea *ii*) da alínea *f*) do nº 1 do artigo 2º, de investimentos realizados por pessoas que não tendo atividade relacionada com a promoção, intermediação, investimento ou desenvolvimento imobiliário, possuem qualquer relação societária com uma pessoa que exerce alguma dessas atividades, ou seja, se uma empresa do sector imobiliário criar uma sociedade gestora de capital de risco para investir em *startups* do mesmo ramo, isso configuraria um investimento indireto de uma empresa ligada ao sector imobiliário, e a interpretação atual da Lei não está impedindo essa situação.

No domínio privado existem preocupações na ordem das políticas de investimento e do espectro dos empreendedores e das startups. Do lado do Governo é imprescindível que se adote uma postura que permita o Ecossistema e às *startups* atrair investimento, captar o interesse dos investidores para Portugal e a maximização dos lucros tanto dos investidores como das empresas. Em complemento, Portugal deverá continuar a trabalhar na harmonização e na desburocratização das regras destinadas ao investimento, implementar uma cultura de investimentos e de *Venture Capital*, e por fim, seguir o exemplo dos EUA no aumento da participação dos fundos de investimento.

Quanto aos empreendedores e *startups*, é importante capacitar os *founders* de ferramentas e de conhecimentos/literacia fundamentais para matérias como gestão, *funding* e investimentos. Como referido em seções anteriores, existem *founders* que cometem erros tanto na hora do investimento e do desinvestimento, sendo isto necessário resolver, pois caso contrário, poderão cometer danos gravíssimos para o lado do indivíduo e para a empresa.

Para além disso, é fundamental que se mude a visão do financiamento nas esferas pública e privada. Denote-se que existem *founders* que olham para o financiamento à sua *startup* como meio de fazê-la sobreviver e não como um instrumento essencial para o desenvolvimento do protótipo, soluções inovadoras, produtos e/ou serviços ou até mesmo como mecanismo de aceleração da empresa. A remoção dos entraves ao financiamento nessas esferas, especialmente

no sector de *Venture Capital*, deverá ser concretizada, pois dessa forma será possível o aumento do impacto no desenvolvimento dos projetos e na atração de investidores interessados em aplicar o seu capital em Portugal. Ademais, a remoção destes entraves permitirá a reversão da atual tendência em que as *startups* portuguesas mudam as suas sedes para outros países no qual o investidor se sente mais confortável para investir.

Apesar desta dissertação focar-se nos desafios do financiamento das *startups* do Ecossistema português, todos os agentes com poder político e de tomada de decisão são responsáveis pela evolução e/ou estagnação do Ecossistema e também no que diz respeito à obtenção de financiamento por parte das *startups*.

Referências bibliográficas

ANI. (2024a). Guia Prático Preenchimento de candidaturas ao SIFIDE. Disponível em: https://www.ani.pt/media/9094/guia-pr%C3%A1tico-sifide_fev2024.pdf

ANI. (2024b). SIFIDE. Disponível em: <https://www.ani.pt/pt/financiamento/incentivos-fiscais/sifide/>

APCRI e IAPMEI. (2006). Guia Prático do Capital de Risco. Disponível em: <https://www.ua.pt/file/43221>

Banco de Portugal. (2024). O que é o investimento direto?. Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/paginas/1646>

Banco Português de Fomento. (2024). Produtos de Capital. Disponível em: <https://www.bpfomento.pt/pt/catalogo/produtos-de-capital/>

Basel Area. (2024). *The 6 stages of a startup (and how to master each)*. Disponível em: <https://baselarea.swiss/knowledge-hub/6-startup-stages/>

Carvalho, P. e Nunes, J. (2022). ABC Capital de Risco. Disponível em: https://www.pvci.pt/public/files/ABC_PT.pdf

Cemex Ventures. (2021). *What are the six stages of a startup?*. Disponível em: <https://www.cemexventures.com/startup-stages-phases/1>

CMVM. (2023). Relatório de supervisão da atividade de capital de risco – 2022. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/PdfViewer?Input=DE89130C3CB2CB193EEE5B6CC14EC94CEC0054B762170F9416415BAD4DF5A2D9>

Comissão da Normalização Contabilística. (2016). Norma Contabilística e de Relato Financeiro 12. Disponível em: https://www.cnc.min-financas.pt/pdf/snc/2016/normas%20com%20retifica%C3%A7%C3%A3o/NCRF_12.pdf

Comissão Europeia. (2020). Guia do utilizador relativo à definição de PME. Disponível em: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/42921>

Comissão Europeia. (2024). Definição de PME. Disponível em: https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en

CNA-PRR. (2024). Relatório 1/2024. Disponível em: https://cnaprr.pt/wp-content/uploads/2024/07/Relatorio-1_2024-CNAPRR_CI.pdf

Cremades, A. (2016). *The Art of Startup Fundraising - Pitching Investors, Negotiating the Deal, and Everything Else Entrepreneurs Need to Know*. United States of America, New Jersey: Wiley

Dealroom. (2023). *Explore the Portuguese Startup Ecosystem*. Disponível em: <https://startupportugal.dealroom.co/intro?applyDefaultFilters=true>

Dealroom. (2024). *Funding rounds*. Disponível em: https://startupportugal.dealroom.co/transactions.rounds/f/founding_or_hq_locations/all_of_Portugal/growth_stages/not_mature/rounds/not_GRANT_SPAC%20PRIVATE%20PLACEMENT/tags/not_outside%20tech?chartDataKey=amount&showScale=percentage&showStats=YEAR&statsType=investor-location

Diário da República. (2014). Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas – CIRC. Disponível em: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/2014-64205634>

Diário da República. (2023). Estabelece o regime aplicável às Startups e Scale-ups e altera o Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, o Estatuto dos Benefícios Fiscais e o Código Fiscal do Investimento. Disponível em: <https://files.dre.pt/1s/2023/05/10100/0000200009.pdf>

Dias, M. A. (2023). PRR. Segunda Tranche de Vouchers para Startups e Incubadoras chegam em Outubro. Disponível em: <https://www.dinheirovivo.pt/fazedores/prr-segunda-tranche-de-vouchers-para-Startups-e-incubadoras-chega-em-outubro-17069162.html>

Dias M, A. (2023). Reforçar a aposta nas Startups: a saída para a economia portuguesa Disponível em: <https://www.dn.pt/dinheiro/reforcar-a-aposta-nas-Startups-a-saida-para-a-economia-portuguesa-17322193.html/>

Drumond, I. (2023). Capital de Risco: tendências recentes e revisão do quadro legal aplicável. Disponível em: <https://www.dn.pt/i/17193051.html/>

Escartín et al. (2020). *Startup: Concepto y ciclo de vida*. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 30, 13-21. Disponível em: https://ec.economistas.es/wp-content/uploads/sites/5/2021/11/RCD30_Startups_cast-Startup-Concepto-y-ciclo-de-vida.pdf

Hemer, J., Schneider, U., Dornbusch, F., e Frey, S. (2011). *Crowdfunding und andere Formen informeller Mikrofinanzierung in der Projekt-und Innovationsfinanzierung*. Estugarda, Alemanha: Fraunhofer Verlag.

Hiennerth, C. e Riar, F. (2013). *The Wisdom of the Crowd vs. Expert Evaluation: A Conceptualization of Evaluation Validity*. *35th DRUID Celebration Conference*, 1-31. Disponível em: http://druid8.sit.aau.dk/acc_papers/im4odl75ix421p8111ry1qg6gko8.pdf

IAPMEI. (2018). Estratégia Nacional para o Empreendedorismo 2 anos de StartUP Portugal. Disponível em: [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)

IAPMEI. (2019a). Aviso de concurso - 2019-01 – StartUP Voucher – Projetos Empreendedores. Disponível em: [https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Empreendedorismo-Inovacao/Empreendedorismo-\(1\)/StartUP-Voucher-2019-2022/Aviso-de-Concurso-2019-01-StartUP-Voucher-Projetos-Empreendedores.pdf.aspx](https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Empreendedorismo-Inovacao/Empreendedorismo-(1)/StartUP-Voucher-2019-2022/Aviso-de-Concurso-2019-01-StartUP-Voucher-Projetos-Empreendedores.pdf.aspx)

IAPMEI. (2019b). Vale Incubação. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Sistemas-de-Incentivos/Arquivo/Incentivos-Portugal-2020/Vale-Incubacao.aspx>

IAPMEI. (2021). Empreendedorismo e Inovação. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Empreendedorismo-Inovacao.aspx>

IAPMEI. (2024). Capitalização ou recapitalização de empresas. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/Paginas/Capitalizacao-ou-recapitalizacao-de-empresas.aspx>

IDC. (2022). *Startup & Entrepreneurial Ecosystem Report*. Disponível em: <https://idcportugal.com/build-a-scaleup-nation/startup-entrepreneurial-ecosystems-report-2022-long-version/>

IDC. (2023). *Startup & Entrepreneurial Ecosystem Report*. Disponível em: <https://idcportugal.com/portugal-role-in-the-global-startup-scene-report-2023/>

Indian Institute of Foreign Trade. (2007). *A Pilot Study on Technology-Based Startups, New Delhi*. Disponível em: <https://www.dsir.gov.in/sites/default/files/2019-12/Startups.pdf>

Invest Europe. (2022). *Investing in Europe: Private Equity activity 2022*. Disponível em: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/?keyword=Investing%20in%20Europe:%20Private%20Equity%20activity%202022>

Jornal Oficial da União Europeia. (2003). Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas, médias empresas. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/Certificacao-PME/Recomendacao-da-Comissao-2003-361-CE.pdf.aspx>

Kotashev, K. (2024a). *Startup Mistakes: First-Hand Lessons from 80+ Failed Startups*. Disponível em: <https://www.failory.com/blog/startup-mistakes>

Kotha, R. e George, G. (2012). *Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization*, 27(5), 525-543. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0883902612000365>

Macht, S., e Weatherston, J. (2014). *The Benefits Of Crowdfunding for Fundseeking Business Ventures*. *Strategic Change*, 23 (1-2), 1-14. DOI: [10.1002/jsc.1955](https://doi.org/10.1002/jsc.1955)

Mason, C. e Brown, R. (2014). *Entrepreneurial Ecosystems and Growth Oriented Entrepreneurship*. 1-29. OECD LEED. Disponível em: <https://www.oecd.org/cfe/leed/Entrepreneurial-ecosystems.pdf>

OECD. (2013). *Start-up Latin America: Promoting Innovation in the Region*, Development Centre Studies, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264202306-en>

OECD. (2020). *OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, OECD Capital Market Series. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Portugal.htm>

Pahwa, A. (2023). *What is startup ecosystem? How does it work?* Disponível em: <https://www.feedough.com/what-is-startup-ecosystem-how-does-it-work/>

PLMJ. (2023). Regime da Gestão de Ativos. Disponível em: https://www.plmj.com/xms/files/07_Guias_e_Manuais/2023/Regime_da_Gestao_de_Ativos_230503.pdf

PORDATA. (2024a). Produto Interno Bruto (PIB) (base=2016). Disponível em: [https://www.pordata.pt/municipios/produto+interno+bruto+\(pib\)+\(base+2016\)-894](https://www.pordata.pt/municipios/produto+interno+bruto+(pib)+(base+2016)-894)

PORDATA. (2024b). Balança financeira: investimento direto (Euro) Disponível em: [https://www.pordata.pt/europa/balanca+financeira+investimento+direto+\(euro\)-2743](https://www.pordata.pt/europa/balanca+financeira+investimento+direto+(euro)-2743)

Portugal Ventures. (2023). Proposta de Valor. Disponível em: <https://www.portugalventures.pt/sobre-nos/proposta-de-valor/>

Portugal Ventures. (2024a). *Calls*. Disponível em: <https://www.portugalventures.pt/candidaturas/calls-em-aberto/>

Portugal Ventures. (2024b). *Dashboard*. Disponível em: <https://www.portugalventures.pt/dashboard/>

PVCI. (2019). Estudo de caracterização dos mercados-alvo (Alemanha, França, Luxemburgo, Reino Unido, Itália, Holanda, Noruega, Suécia e Finlândia). Disponível em: https://pvci.pt/public/files/PVCI_Estudo_Mercados_Alvo_Rev.03.pdf

Ramadani, V. (2009). *Business angels: who they really are*. *Strategic Change*, 18, 249-258. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/jsc.852>

Recuperar Portugal. (2023). Vouchers para startups - novos produtos verdes e digitais – Aviso N.º 16/C16-i02/2023. Disponível em: https://recuperarportugal.gov.pt/wp-content/uploads/2023/11/PRR_Republicacao_Aviso_16-C16-i02-2023_2o-Aviso_Vouchers-para-Startups-Novos-Produtos-Verdes-e-Digitais_04-12-2023.pdf

- Ries, E. (2011). *The Lean Startup?* São Paulo, Brasil: Texto Editores.
- RPV. (2024, maio, 27). Entrevista. Os desafios do financiamento às Startups: O caso de estudo do Ecosistema Português. (António Francisco Melim Soalheiro, Entrevistador)
- RSUP. (2024, julho, 19). Entrevista. Os desafios do financiamento às Startups: O caso de estudo do Ecosistema Português. (António Francisco Melim Soalheiro, Entrevistador)
- Salamzadeh, A., Kesim, H. (2015). *Startup Companies: Life Cycle and Challenges*. 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship, 1–11. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2628861
- Sanesi, F. (2021). *Startup ecosystem: How does this thing work?* Disponível em: <https://alchemycrew.com/startup-ecosystem-how-does-this-thing-work/>
- Shelby, J. (2023). *Pre-Seed Funding Guide for Startups*. Disponível em: <https://foundersshield.com/blog/pre-seed-funding-guide-for-Startups/>
- Silvares, M. (2023). IAPMEI tem milhões em atraso nos apoios às empresas. Disponível em: <https://eco.sapo.pt/2023/09/26/iapmei-tem-milhoes-em-atraso-nos-apoios-as-empresas/>
- Skala, A. (2019). *Digital Startups in Transition Economies: Challenges for Management, Entrepreneurship and Education*. Cham, Suíça: Palgrave Macmillan
- Startup Portugal. (2023a). *Above & Beyond Hangouts*. Disponível em: <https://startupportugal.com/pt/above-beyond-hangouts-2/>
- Startup Portugal. (2023b). *Programas*. Disponível em: <https://startupportugal.com/pt/programs/>
- Startup Portugal. (2024). Estabelecer um negócio em Portugal: financiamento. Disponível em: <https://startupportugal.com/pt/estabelecer-um-negocio-em-portugal-financiamento/>
- StartupBlink. (2023). *Global Startup Ecosystem Index 2023*. Disponível em: <https://www.startupblink.com/startupecosystemreport>
- The Next Big Idea. (2023). António Dias Martins: “Acho ótimo as startups saírem da Europa para ir buscar mercado ou talento. Sair para ir buscar capital é mau sinal”. Disponível em:

em: <https://thenextbigidea.pt/antonio-dias-martins-acho-otimo-as-startups-sairem-do-pais-para-ir-buscar-mercado-ou-com-uma-estrategia-de-internacionalizacao-sair-para-ir-buscar-capital-e-mau-sinal/>

Tóthová, V. e Fil'a, M. (2023). Startups and Global Startup Ecosystems. European Forum of Entrepreneurship 2023, 261-273. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/373013850_Startups_and_Global_Startup_Ecosystems

Venturz. (2024). *What Are the Stages of a Startup? An Exclusive Guide*. Disponível em: <https://venturz.co/academy/startup-stages>

WIPO. (2023). *Global Innovation Index 2023*. Disponível em: <https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-2000-2023/pt.pdf>

Wise, S. e Feld, B. (2015). *Startup Opportunities: Know When to Quit Your Day Job*. United States of America, New Jersey: Wiley

Anexos

Anexo I – Questionário aplicado às Startups

- 1) Nº de fundadores da startup
 - a. 1
 - b. 2
 - c. +3
- 2) Sexo
 - a. Masculino
 - b. Feminino
- 3) Faixa etária do(s) founder(s)
 - a. 18 - 25
 - b. 25 - 30
 - c. 30 - 35
 - d. 35 - 40
 - e. 40 - 50
 - f. 50 - 60
 - g. +65
- 4) Nacionalidade(s) do(s) founder(s)
- 5) Escolaridade do(s) founder(s)
 - a. Ensino Básico ou inferior
 - b. Ensino Secundário
 - c. Licenciatura
 - d. Mestrado
 - e. Doutoramento
- 6) Área de estudos do(s) fundador(es)
 - a. Economia
 - b. Gestão
 - c. Direito
 - d. Ciências da Computação
 - e. Marketing
 - f. Engenharia
 - g. Matemática ou Estatística
 - h. Medicina
 - i. Outra (Resposta aberta)
- 7) Data de constituição da sua startup (mês/ano)
- 8) Que tipo de financiamento suportou o arranque da sua startup?
 - a. Poupanças
 - b. Crédito Bancário
 - c. Fundos públicos
 - d. Venture Capital

- e. Business Angels
 - f. Outra (Resposta aberta)
- 9) Que tipo de financiamento a sua startup tem procurado?
- a. Fundos públicos
 - b. Crédito bancário
 - c. Venture Capital
 - d. Business Angels
 - e. 3 F's (Família, amigos e conhecidos)
 - f. Cash flow
 - g. Outra (Resposta aberta)
- 10) A sua startup está/esteve incubada?
- a. Sim
 - b. Não
- 11) A sua startup está/esteve num programa de Aceleração?
- a. Sim
 - b. Não
- 12) Atualmente possuem quantos colaboradores?
- a. 0 - 5
 - b. 5 - 10
 - c. 10 - 15
 - d. 15 - 20
 - e. +20
- 13) Indique a região em que opera (NUTS II e NUTS III)
- a. Grande Lisboa
 - i. Grande Lisboa
 - b. Oeste e Vale do Tejo
 - i. Médio Tejo
 - ii. Lezíria do Tejo
 - iii. Oeste
 - c. Península de Setúbal
 - i. Península de Setúbal
 - d. Norte
 - i. Área Metropolitana do Porto
 - ii. Alto Minho
 - iii. Alto Tâmega e Barroso
 - iv. Ave
 - v. Cávado
 - vi. Douro
 - vii. Terra de Trás-os-Montes
 - viii. Tâmega e Sousa
 - e. Centro
 - i. Beira Baixa
 - ii. Beiras e Serra da Estrela
 - iii. Região de Aveiro

- iv. Região de Coimbra
 - v. Região de Leiria
 - vi. Viseu-Dão-Lafões
 - f. Alentejo
 - i. Alentejo Central
 - ii. Alentejo Litoral
 - iii. Alto Alentejo
 - iv. Baixo Alentejo
 - g. Algarve
 - h. Região Autónoma da Madeira
 - i. Região Autónoma dos Açores
- 14) Sector de atividade
- a. Tecnologias de Informação e da Comunicação
 - b. Business Services - Serviços empresariais
 - c. Indústria
 - d. Imobiliário
 - e. Retalho
 - f. Serviços Gerais
 - g. Comércio
 - h. Construção
 - i. Agricultura e recursos naturais
 - j. Restauração e alojamento
 - k. Energia e ambiente
 - l. Transportes
 - m. Fintech - Tecnologia Financeira
 - n. MedTech - Tecnologia Médica
 - o. Edutech - Tecnologia para a educação
 - p. Outra (Resposta aberta)
- 15) Indique a atual fase de vida da sua startup
- a. Pre-Seed
 - b. Seed
 - c. Early Stage
 - d. Growth Stage
 - e. Scale-up
- 16) Indique quais os tipos de fonte de financiamento que já recebeu
- a. Público
 - b. Privado
 - c. Público e Privado
- 17) Caso tenha recebido financiamento público, indique o programa
- a. Vouchers para Startups
 - b. Startup Voucher
 - c. INOV-ID
 - d. Empreende XXI
 - e. Programa de Venture Capital

- f. Call Fostering Innovation in Tourism
 - g. Portugal Tech
 - h. Não recebi financiamento público
 - i. Outra (Resposta aberta)"
- 18) Indique a faixa de investimento público que já obteve
- a. 0€
 - b. 1€ - 150K€
 - c. 150K€ - 300K€
 - d. 300K€ - 450K€
 - e. 450K€ - 600K€
 - f. 600K€ - 750K€
 - g. 750K€ - 900K€
 - h. 900K€ - 950K€
 - i. +950K€"
- 19) Caso tenha recebido financiamento privado, indique a fonte
- a. Crédito Bancário
 - b. 3 F's (Família, amigos ou conhecidos)
 - c. Peer-to-peer Lending
 - d. Crowdfunding
 - e. Equity Funding
 - f. Venture Capital
 - g. Business Angels
 - h. Empresas/Grandes empresas
 - i. Private Equity
 - j. Outra (Reposta aberta)"
- 20) N° de rondas de financiamento privado
- a. Nenhum
 - b. 1 - 3
 - c. 3 - 6
 - d. 7 - 9
 - e. +10
- 21) Indique a faixa de investimento privado que já obteve
- a. 0€
 - b. 1€ - 1M€
 - c. 1M€ - 4M€
 - d. 4M€ - 15M€
 - e. 15M€ - 40M€
 - f. 40M€ - 100M€
 - g. 100M€ - 250M€
 - h. +250M€
- 22) O investimento e/ou financiamento obtido foi aplicado para:
- a. Desenvolver o protótipo
 - b. Desenvolver o produto ou serviço
 - c. Contratar Recursos Humanos

- d. Investir em Propriedade Intelectual
 - e. Investir em I&D
 - f. Expansão
 - g. Outra (Resposta aberta)
- 23) Qual dos financiamentos teve mais impacto no seu volume de negócios?
- a. Público
 - b. Privado
- 24) Indique a faixa do Volume de Negócios antes do financiamento
- a. Sem receita
 - b. <30K€
 - c. 30K€ - 60K€
 - d. 60K€ - 90K€
 - e. 90K€ - 120K€
 - f. 120K€ - 200K€
 - g. 200K€ - 500K€
 - h. 500K€ - 1M€
 - i. +1M€
- 25) Indique a faixa do Volume de Negócios depois do financiamento
- a. Sem receita
 - b. <30K€
 - c. 30K€ - 60K€
 - d. 60K€ - 90K€
 - e. 90K€ - 120K€
 - f. 120K€ - 200K€
 - g. 200K€ - 500K€
 - h. 500K€ - 1M€
 - i. +1M€
- 26) Considera que o ambiente regulatório em Portugal para o investimento às startups:
- a. Incentiva o negócio e não precisa ser revisto
 - b. Incentiva o negócio, mas precisa ser revisto
 - c. Prejudica o negócio e precisa ser revisto"
- 27) Para si, quais são aos principais desafios que sua startup enfrenta na aquisição de investimento público e/ou privado?

Anexo II - Guião para as entrevistas semiestruturadas realizadas com Representantes da PV e da SUP

Questões direcionadas ao Representante da PV	Questões direcionadas ao Representante da SUP
1) As startups portuguesas atuam em sectores de atividade muito diversificado, os principais sectores, segundo o relatório do IDC, são as de tecnologias de informação e comunicação, Business Services e Indústria. No caso da PV, como caracterizam as startups portuguesas e o que um investidor procura numa startup antes de investir nela?	1) O Ecosistema português tem vindo a crescer e tem vindo a tornar-se mais robusto. A) Como caracterizam, atualmente, o Ecosistema português e quais são os seus principais desafios? B) Qual é o caminho que o Ecosistema português terá de trilhar para tornar-se um dos mais robustos da europa? C) Qual é a vossa perceção sobre quais são os principais desafios de uma startup a nível geral e do investimento?
2) A academia ainda não chegou a um consenso no que concerne às fases de vida de uma startup. De acordo com a vossa estratégia de investimento, quais são as fases de vida e quais são as suas principais características?	2) O relatório de 2023 do IDC expõe que os dois principais obstáculos do Ecosistema estão associados ao investimento e à dificuldade de políticas que estimulam o negócio. Para esta matéria, qual tem sido o papel da Startup Portugal e o que têm proposto a nível legislativo e na construção/reforma de Políticas Públicas que deem resposta a estas dificuldades?
3) Qual é a vossa perceção sobre quais são os principais desafios de uma startup a nível geral e do investimento?	3) A Startup Portugal tem duas grandes Medidas (Vouchers para Startups e Vales para Incubadoras) que combinadas equivalem 110M€, qual é a vossa perceção sobre a importância destas medidas e o que isto representa para o Ecosistema e para as startups?
4) O relatório da OCDE refere que a área de CR em Portugal encontra-se subdesenvolvida, afirmando que era necessária uma maior diversidade de entidades que gerem CR. Em adição, a InvestEurope refere que há uma discrepância entre Portugal e os parceiros europeus no que diz respeito ao investimento do sector e aos mercados em percentagem do PIB visto que está abaixo da média europeia. Da perspetiva dos investidores de CR, quais são os principais desafios do sector?	4) De acordo com vários relatórios sobre o Ecosistema português, uma das grandes críticas comuns relaciona-se com o facto de que o ambiente regulatório português destinado ao investimento às startups portuguesas tem afastado os investidores, especialmente de Capital de Risco. Como é que a Startup Portugal perceciona esta temática e qual é o feedback que tanto o Ecosistema e os investidores têm dado à vossa organização?
5) Durante o ano de 2023 existiu uma reforma no Regime de Gestão de Ativos com o propósito de aumentar a simplificação e a redução da burocracia para o investimento de CR. Esta reforma tem proporcionado as melhorias que os investidores procuravam? Quais são as principais diferenças que verificaram entre o anterior regime e o atual?	5) Para a Startup Portugal, qual é a importância da Estratégia Nacional para o Empreendedorismo (ENE) e a Nova Lei das Startups e quais são as melhorias esperadas no ambiente regulatório e no investimento nas startups portuguesas?
6) Tendo por base o vosso conhecimento, quais são os erros comuns de uma startup e/ou de um founder na hora do investimento e do desinvestimento?	