

# COMO A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS WEB STARTUPS BRASILEIRAS DE SOFTWARE É FORMADA?

**Anselmo Luiz Eden Battisti (PUCPR)**

anselmo@webgenium.com.br

**Carlos Olavo Quandt (PUCPR)**

carlos.quandt@pucpr.br



*As web startups são empresas nascentes inseridas no mercado da tecnologia da informação (TI). Em geral, o principal ativo deste tipo de organização é intangível, porém, elas também necessitam de ativos tangíveis, notadamente o capital financeiro para o seu desenvolvimento. A lógica da constituição da estrutura de capital deste tipo de organização é diferente da encontrada em setores como a indústria, por exemplo. Este trabalho analisou a forma como sua estrutura de capital foi constituída em uma amostra de 105 web startups de todo o Brasil. A estrutura de capital padrão obtida neste estudo foi contrastada com a estrutura descrita pela Pecking Order Theory. Foi observado que no Brasil a estrutura de capital é diferente daquela preconizada pela teoria. Aqui, as web startups utilizam primeiro os recursos internos da firma, depois procuram o mercado alternativo de crédito e por fim, recorrem ao mercado tradicional de financiamento.*

*Palavras-chave: Web Startup, Estrutura de Capital, Financiamento*

## 1. Introdução

Nas últimas décadas, surgiram diversas tecnologias advindas da disseminação das tecnologias de informação e comunicação. Com a evolução dos computadores pessoais e da Internet, novas formas de interação foram estabelecidas e novos mercados com extraordinário potencial econômico se desenvolveram. As *web startups* são novos empreendimentos nos setores de tecnologia da informação (TI). Mesmo atuando em um setor onde a informação e o conhecimento são altamente relevantes, o capital é elemento necessário para o surgimento e a consolidação de uma *web startup*. A estrutura de capital destas empresas é formada a partir de recursos próprios ou externos. Os recursos externos podem ser obtidos no mercado tradicional, bancos privados, no mercado alternativos, investidores anjos, ou ainda, advindos de recursos de fomento governamental.

O fomento para o financiamento das *web startups* é diferente do existente nos negócios tradicionais. Em geral, a obtenção de capital para negócios tradicionais atrela o bem adquirido ao financiador, de tal forma que o não pagamento da dívida contraída resulta na tomada do bem comprado. No caso das *web startups*, onde seu maior patrimônio é intangível e de difícil conversão em um ativo tangível, quando do não pagamento da dívida contraída, existiria grande dificuldade por parte do financiador para reaver o capital emprestado. Desta forma, a contração de dívidas para a formação da estrutura de capital dessas empresas nascentes possui características distintas.

Existem diversas teorias que tentam explicar a formação da estrutura de capital de uma organização. Algumas dessas abordagens são: teoria dos custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976); decisão estratégia em relação a concorrência (MCGEE, 1958) e a hipótese da assimetria da informação, ou *Pecking Order Theory* (MYERS; MAJLUF, 1984). A utilização destas teorias para explicar a estrutura de capital das *web startups* ainda é questão de debate, porém, em se tratando de um novo campo de estudo é plausível a utilização de tais estratégias para definir as bases teóricas e empíricas do mesmo.

Tomando como referência o exposto anteriormente, apresenta-se o seguinte problema de pesquisa: Quais são os principais tipos de financiamento adotados pelas *web startups* brasileiras para a formação da sua estrutura de capital e, como esta estrutura se relaciona com a *Pecking Order Theory*? Nas próximas seções, serão apresentados o marco teórico empírico, o método utilizado, a análise dos dados e, por fim, as considerações finais desta pesquisa.

## 2. Fundamentação teórica

### 2.1 Web startup

O conceito de *web startup* ainda não possui uma definição clara (BECKMAN; SINHA, 2009). Uma *web startup* é uma organização criada para desenvolver novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza (RIES, 2011), que está em desenvolvimento e evolui por cinco fases independentes, sendo elas: cliente, produto, equipe, modelo de negócio e financiamento (BECKMAN; SINHA, 2009). Além disso, o modelo de negócio deve ser repetível e escalável (FOURATI; AFFES, 2013), o tempo de vida da organização deve ser menor do que um ano, ou em estágio de financiamento e com faturamento menor do que trezentos e sessenta mil reais ao ano (ABES, 2014).

O termo *web startup* ainda está em desenvolvimento. Verifica-se que diversos conceitos ainda não estão claramente definidos, o que é exemplificado pela escalabilidade e a repetibilidade. Argumenta-se que, devido à natureza das *web startups*, com pequeno número de colaboradores, produtos e serviços em desenvolvimento e recursos financeiros ainda incipientes, o modelo de negócio deve ser repetível e escalável.

- Escalabilidade: é relação entre os custos de manutenção da *web startup* e os ganhos obtidos pela mesma. O crescimento do custo deve se comportar como uma função linear, ao passo que o crescimento da receita deve se comportar de forma significativamente maior (RIES, 2011);
- Repetibilidade: o produto ou serviço oferecido pela organização deve atender ao maior número de clientes possível, sem a necessidade de personalização (RIES, 2011).

A próxima seção aborda os modelos de financiamento disponíveis para as *web startups*.

### 2.2 Financiamento em *web startups*

A construção de uma *web startup* demanda recursos tangíveis e intangíveis. Neste trabalho, foi considerado recurso tangível o capital advindo de algum tipo de financiamento, sendo ele externo ou próprio. O recurso intangível é tudo aquilo que advém de forma implícita ao financiamento, ou seja, o conhecimento agregado, influência e relacionamentos gerados em função da entrada de um investidor na *web startup*. Alguns dos principais mecanismos para obtenção de recursos financeiros para as *web startups* podem ser visto no Quadro 1.



Quadro 1. Financiamentos para *web startups*

Tipo	Definição
Capital Próprio	O empreendedor investe o dinheiro acumulado ao longo de sua vida.
Amigos, Família	Pessoas próximas ao empreendedor investem seu capital no novo negócio.
Empréstimo Banco	O empreendedor contrai junto a bancos financiamentos pessoais, geralmente dando como garantia bens pessoais.
Financiamento (Finep, BNDES)	São tipos de financiamentos com algum benefício governamental.
Incentivos	Em geral são concursos onde diversas <i>startups</i> participam e as ganhadoras recebem o patrocínio. Exemplos: Google Summer of Code, Prêmio FINEP.
Financiamento pelo Cliente	Futuros clientes interessados no desenvolvimento do produto oferecido pela nova empresa financiarão sua implantação.
<i>Crowdfunding</i>	Similar ao financiamento pelo cliente, porém, o modo de arrecadação do capital para o negócio se dá pelo uso de plataformas virtuais que mobilizam pessoas que tem interesse na nova empresa, produto ou serviço oferecido.
Emprego Alternativo	Um dos fundadores da <i>startup</i> mantém o seu emprego com o objetivo de financiar o desenvolvimento da mesma.

Fonte: adaptado de Grando (2012).

Uma organização é formada pelos seus recursos tangíveis e intangíveis (KAPLAN; NORTON, 2004b). As *web startups* possuem no início de sua formação mais recursos intangíveis, conhecimentos e ideias, do que recursos tangíveis, equipamentos e recursos financeiros. Assim como nos negócios tradicionais, nas *web startups* também é necessário a existência de capital financeiro para o sua criação e sustentação, o que pode ocorrer de diversas formas.

O financiamento de uma *startup* é efetivado pelos financiadores quando são atendidas as expectativas de retorno do capital investido em relação ao tempo que o recurso financeiro estará indisponível, esta característica é conhecida como margem de atratividade (GREGORY et al., 2005; PANIGRAHI, 2011). A margem de atratividade esperada e os recursos necessários estabelecerão os limites mínimos de financiamento necessários para a continuidade do projeto (CHESBROUGH; ROSENBLOOM, 2002). A viabilidade do projeto estará intimamente relacionada com a escalabilidade, a repetibilidade e do tipo de financiamento disponível ao empreendedor no ato da concepção da *web startup*.

O tipo de financiamento pode variar de acordo com a fase da organização, pois as necessidades de capital modificam-se ao longo do tempo (GREGORY et al., 2005). Na Figura 1 pode-se observar as etapas genéricas da evolução dos tipos de financiamento, porém a ordem pode variar de acordo com a organização e o mercado onde a organização atua. O uso

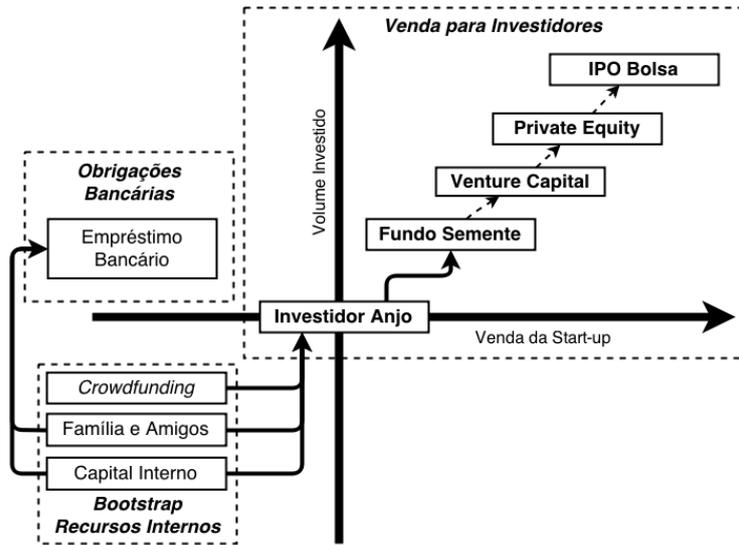
de recursos internos da organização também deve ser classificado como financiamento. Pereira e Gomes (2014) apontam que o uso deste tipo de capital torna o ativo em questão imobilizado por um determinado período de tempo, sendo assim, seu uso impossibilita o aproveitamento de outras oportunidades de investimento. Ou seja, mesmo quando se usa capital próprio, existe um custo associado ao risco de uma possível oportunidade perdida.

O capital de risco é uma indústria que prospera na vanguarda da inovação. Nas últimas décadas, nada mais evoluiu tão rapidamente quanto as inovações tecnológicas, e, consequentemente, as novas oportunidades de investimento (DRAPER, 2012). Um dos fatores que aumentam o custo do dinheiro do capital de risco é a assimetria de informações existente entre os empreendedores e os investidores (COSH et al., 2009). Mecanismos para aumentar a publicidade das informações disponíveis entre empreendedores e o mercado investidor podem melhorar a qualidade do financiamento, diminuir os custos de transação e aumentar a quantidade de investimentos.

As *web startups* são muito suscetíveis a riscos, pois geralmente possuem poucos dados sobre o próprio negócio ou o mercado onde atuam, existe uma incerteza a respeito do seu real valor e dos possíveis resultados que a empresa possa gerar (BAUM; SILVERMAN, 2004). Esse risco é potencializado devido a possibilidade do uso da nova tecnologia por empresas já consolidadas no mercado (ALDRICH; FIOL, 1994). Como as *web startups* estão largamente baseadas em software, a criação de um software semelhante por algum concorrente é um fato bastante comum. Ou seja, a tecnologia por si só dificilmente traz vantagem competitiva sustentada (KAPLAN; NORTON, 2004a).

As organizações evoluem por diversas razões. Segundo Aldrich (1999) uma organização evolui influenciada por quatro forças: variação; seleção; retenção e disputa. A seleção pode ocorrer de forma interna ou externa. Um agente de seleção externa é o investidor. Desta forma, o padrão adotado pelos investidores sobre onde e quando investir é relevante pois, suas escolhas influenciam a forma como uma organização e o mercado evoluem.

Figura 1. Tipos de investimento e sua relação com POT



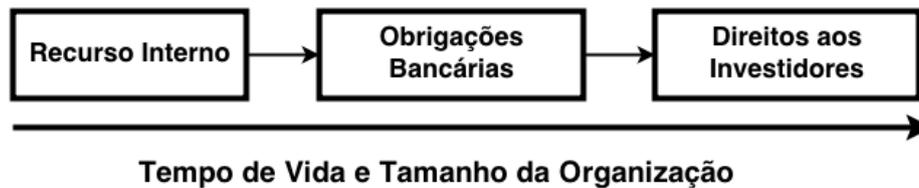
Fonte: Adaptado de Fourati e Affes (2013) e Spina (2012)

### 2.3 Pecking Order Theory

A *Pecking Order Theory* (POT) preconiza que o custo do financiamento se alinha proporcionalmente à assimetria de informação entre investidor e empreendedor. Além disso, os empreendedores utilizam recursos próprios ou da firma antes de buscar recursos externos, seja com obrigações bancárias ou mesmo oferecendo direito a terceiros (MYERS; MAJLUF, 1984). A sequência preconizada pela busca de financiamento segundo a POT pode ser vista na Figura 2.

O uso da POT para explicar a estrutura de capital nas *web startups* ainda é questão de debate. Estudos empíricos realizados por (FOURATI; AFFES, 2013) apontam que em *startups* os empreendedores optam pelo direito aos investidores em detrimento de obrigações bancárias. Essa situação pode ser explicada pela falta de oportunidades existentes de financiamento utilizando débitos bancários pelos empreendedores que atuam neste segmento (VERHEUL; THURIK, 2001).

Figura 2. Escolha de financiamento pelos empresários segundo a POT.



Fonte: adaptado de Myers e Majluf (1984).

Originalmente, os estudos que utilizam a POT como base teórica analisam indicadores financeiros como: fluxo de caixa; pagamento de dividendos; investimento de capital; aumento líquido do capital de giro e dívidas existentes de longo prazo (MEDEIROS; DAHER, 2008). Porém, este trabalho estuda empresas entrantes no mercado e estes dados em geral ainda não existem, desta forma, a análise sobre a aplicação ou não da POT nestas empresas dar-se-á em relação a aderência da estrutura de capital existente ao modelo teórico por ela proposto.

### 3. Método

Este estudo é caracterizado como não experimental, transversal e descritivo. Não experimental, pois não serão controlados os valores das variáveis envolvidas no estudo. Ele é transversal com relação ao tempo haja visto que a pesquisa busca retratar o fenômeno em um ponto temporal específico. A unidade de análise deste estudo foi composta por *web startups*. A população pode ser definida como as *web startups* brasileiras que atuam no setor de TI, cujos produtos ou serviços sejam consumidos pela Internet.

A amostragem dos dados foi do tipo não probabilística por conveniência. No Brasil não existe um repositório central de informações sobre este tipo de empresa. Como a amostra foi do tipo não probabilística, buscou-se assegurar a representatividade da amostra obtida com o uso de fontes de dados diversas. A base de dados adotada como referência para definição das *startups* que compuseram este estudo foi gerada e consolidada a partir da união de diversas bases, sendo elas: Dealbook, Startupbase e Startupi.

A união de todas as *web startups* nestas três bases de dados gerou um número aproximado de 3500 empresas. Durante a realização da construção da base de empresas que foram pesquisadas, observou-se que muitas delas não seguiam os critérios estabelecidos nesta pesquisa sobre as características básicas de uma *web startup*. Os critérios adotados para a escolha das empresas investigadas foram:

- a) O site deveria estar ativo;
- b) O site deveria possuir uma seção específica com descrições sobre os produtos ou serviços oferecidos;
- c) Os produtos ou serviços deveriam ser inovadores, o modelo de negócio escalável e repetível.

Foram selecionadas 651 empresas para a participação da pesquisa. Deste total, foi enviado para 613 empresas um e-mail explicativo com um link para o questionário eletrônico. Além disso, foi realizado contato telefônico com 260 destas empresas. A partir desta aplicação foram coletados 120 casos e 15 destes foram descartados devido ao preenchimento incorreto ou incompleto do questionário. Desta forma, 105 casos válidos foram utilizados nas análises realizadas nesta pesquisa.

#### 4. Análise dos dados

A Tabela 1 apresenta a caracterização do número de funcionários das *web startups*. As categorias seguiram a distribuição de quartis. Já a Tabela 2 apresenta a distribuição regional das *web startups*. Alguns aspectos descritivos são destacados em cada uma destas tabelas.

Tabela 1 - Agrupamento por número médio de funcionários

	Frequência (N)	Frequência (%)	Frequência Acumulada
Abaixo de 4,5	26	24,8%	24,8%
4,5 e 8	30	28,6%	53,3%
8 -12	24	22,9%	76,2%
Acima de 12	25	23,8%	100,0%
<b>Total</b>	105	100,0%	

Fonte: dados da pesquisa.

O número médio de funcionários existentes nas *web startups* brasileiras é de 9,61. Além disso, observou-se um desvio padrão de 7,3. Este dado apresenta que existem variações significativas entre o número de funcionários nas *web startups*. Em geral, trata-se de micro e pequenas empresas, pois mais de 50% possuem menos de 9 colaboradores. Além disso, 24,8% das organizações possui menos de 4 colaboradores; neste caso é provável que todos os integrantes da equipe sejam também sócios ou cotistas da mesma.

Tabela 2 - Distribuição das *web startups* por região

	Frequência (N)	Frequência (%)	Frequência Acumulada
Centro-Oeste	4	3,8%	3,8%
Nordeste	7	6,7%	10,5%
Sudeste	58	55,2%	65,7%
Sul	36	34,3%	100,0%
<b>Total</b>	<b>105</b>	<b>100,0%</b>	

Fonte: dados da pesquisa.

Esta pesquisa teve abrangência nacional, e empresas de todas as regiões brasileiras foram incluídas na população pesquisada. A pesquisa mostrou que existe grande concentração destas empresas nas regiões sul e sudeste, totalizando 89,5%. Já as regiões centro-oeste e nordeste possuem juntas 10,5%. A distribuição por Estado dentro das regiões analisadas foi homogênea.

#### 4.1 Estrutura de capital das *web startups* brasileiras

Uma organização pode utilizar vários tipos de financiamento ao longo de sua existência. A distribuição das *web startups* de acordo com o tipo de financiamento que já foi utilizado pela mesma é apresentada na Tabela 3. Nesta tabela, uma *web startup* pode aparecer em mais de uma categoria ao mesmo tempo, pois ela pode ter utilizado mais de um tipo de financiamento. Verifica-se uma predominância do uso do capital próprio. Além disso, o capital advindo de mecanismos tradicionais de financiamento, como bancos, é pouco utilizado neste tipo de empreendimento.

Tabela 3 - Quantidade de empresas por tipo de financiamento

Tipo de Financiamento	Número	Percentual
Próprio	93	88,57%
Banco	29	27,62%
Alternativo	48	45,71%

Fonte: dados da pesquisa.

Com o propósito de padronizar a análise dos dados, as *web startups* foram categorizadas quanto ao principal tipo de financiamento utilizado. A Tabela 4 lista as categorias junamente com a quantidade de *web startups* em cada uma delas. Cada empresa aparece uma única vez nesta tabela. O procedimento adotado para determinar em qual categoria a *web startup* seria computada foi o maior valor indicado pelo respondente nas variáveis referentes aos tipos de financiamento. Em caso de empate, a empresa seria vinculada à categoria que associa ambos os tipos de financiamento. A junção dos tipos de financiamento Banco-Alternativo não possuía nenhum caso, desta forma esta categoria não foi incluída na tabela.

Tabela 4 - Categorias da estrutura de capital das *web startups*

Financiamento	N	%	% Acumulado
Próprio	63	60,0%	60,0%
Banco	8	7,6%	67,6%
Alternativo	23	21,9%	89,5%
Próprio-Banco	7	6,7%	96,2%
Próprio-Alternativo	4	3,8%	100,0%
<b>Total</b>	<b>105</b>	<b>100,0%</b>	

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme indica a Tabela 4, 60% das *web startups* utilizaram majoritariamente capital próprio, 21,9% foram financiadas por mecanismos alternativos de crédito e apenas 7,6% tiveram como mecanismo principal de financiamento o empréstimo em bancos.

## 5. Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi responder às questões: Quais são os principais tipos de financiamento adotados pelas *web startups* brasileiras para a formação da sua estrutura de capital e, como esta estrutura se relaciona com a POT? Em seguida serão apresentadas as respectivas argumentações sobre cada uma delas.

Uma organização é formada pelos seus recursos tangíveis e intangíveis (KAPLAN; NORTON, 2004a). As *web startups* necessitam de recursos de ambos os tipos. A estrutura de capital destas organizações é formada ao longo do tempo e de acordo com suas necessidades de financiamento.

Dentre os diversos tipos de financiamento disponíveis, o menos utilizado pelas *web startups* brasileiras foi o financiamento bancário. Esse fenômeno pode ser explicado pelo fato destes agentes financiadores exigirem garantias reais para a liberação de crédito. No caso das *web startups* o principal ativo das mesmas é o conhecimento, ou seja, um ativo intangível que não pode facilmente ser convertido em ativo circulante pelo financiador em caso de não pagamento do capital emprestado. Assim, a liberação de crédito pelos bancos comerciais para *web startups* é pouco comum.

As formas alternativas de financiamento, como o capital de risco, foram a segunda modalidade mais utilizada pelas *web startups*. Deve ser destacado que os modelos alternativos de financiamento ainda não estão totalmente disseminados dentro do mercado de investimento brasileiro. Mesmo o investimento no mercado tradicional, como a bolsa de valores, é um fenômeno relativamente recente no Brasil. Observa-se ainda que o investimento do tipo “anjo” ainda precisa ser regulamentado, para preservar o patrimônio pessoal do investidor anjo em caso de falência da empresa financiada.

O modelo de financiamento mais utilizado pelas *web startups* brasileiras foi o financiamento próprio. Nele, os empreendedores utilizam capital próprio para financiar o novo negócio. Este tipo de financiamento em geral não sustenta uma organização por muito tempo, pois em geral tais recursos são escassos. Esses podem ser alguns dos fatores que justifiquem a estrutura de capital encontrado nas *web startups* brasileiras.

### **5.1 Aplicabilidade da POT às *web startups* brasileiras**

A POT preconiza que o custo do financiamento se alinha proporcionalmente com a assimetria de informação entre investidor e empreendedor, e o nível esperado de retorno está diretamente associado ao nível do risco da operação: quanto mais arriscada a operação, maior é o resultado esperado. Esta teoria aponta que os empreendedores utilizam recursos próprios, em seguida recursos bancários tradicionais, e por fim recursos de terceiros para formar a sua estrutura de capital.

A POT foi testada por Fourati e Affes (2013) em *web startups* estadunidenses. O resultado obtido apresentou discrepância entre o observado e a teoria. Foi identificado que os empreendedores americanos buscam primeiramente o financiamento alternativo, em seguida o financiamento tradicional e apenas ao final utilizam os seus recursos próprios.

Após a análise dos dados desta pesquisa, foi possível observar que a estrutura de capital existente nas *web startups* brasileiras difere tanto do modelo teórico proposto pela POT, quanto do padrão encontrado por Fourati e Affes (2013). Esta comparação pode ser observada na Figura 3. No caso das *web startup* brasileiras é utilizado prioritariamente capital próprio, em seguida financiamentos alternativos e por fim são utilizados recursos de bancos.

Este achado foi embasado na distribuição das preferências do uso dos tipos de financiamentos nas *web startups*. Verificou-se que 63,2% destas organizações utilizam recursos próprios e, 25,3% recorrem aos mecanismos de financiamento alternativo ao passo que apenas 11,5% optam pelo financiamento bancário tradicional.

O resultado pode ser associado às atitudes dos brasileiros em relação a negócios inovadores com alto grau de risco. Apesar de Vieira (2013) apontar que o número de empreendedores vem aumentando, e que o percentual de empreendimento por oportunidade de negócio tende a predominar, verifica-se que os empreendimentos concentram-se nos setores e mercados tradicionais. O mercado do empreendimento para inovação ainda é limitado no Brasil.

Figura 1 – Ordem do financiamento em outros estudos e os resultados obtidos nesta pesquisa

	1º	2º	3º
(MYERS; MAJUF, 1984) POT	RI	FT	FA
(FOURATI. AFFES, 2003)	FA	FT	RI
ESTA PESQUISA	RI	FA	FT

Legenda

RI = Recursos Internos
FT = Financiamento Tradicinoal
FA = Financiamento Alternativo

Conforme indicado anteriormente, tais resultados podem ser explicados pelos mecanismos de financiamento existentes no Brasil. Os bancos exigem garantias reais que dificilmente uma

*web startup* consegue atender. Além disso, o mercado alternativo de financiamento ainda está em seu estágio inicial no Brasil, e se mostra insuficiente para atender as demandas. Desta forma, resta para grande parte dos empreendedores financiar o desenvolvimento de suas empresas com recursos próprios.

Uma das limitações desta pesquisa é a inexistência de uma base centralizada com todas as *web startups* brasileiras. Assim, alguns casos representativos podem ter sido omitidos, considerando-se ainda o método não probabilístico de amostragem. Sugere-se a realização de mais estudos sobre os mecanismos utilizados para a formação de capital das *web startups*, bem como outros aspectos do desenvolvimento dessas empresas inovadoras, caracterizadas por intangibilidade, flexibilidade e interatividade. Elas desafiam os formatos organizacionais e modelos gerenciais estabelecidos, contrastando com a concepção de valor baseada em bens físicos, típica do capitalismo industrial (PINHEIRO; TIGRE, 2010). Assim, a dinâmica das *startups* impõe novos desafios à compreensão do processo de inovação, com profundas implicações para a formulação de estratégias, políticas e formas de investimento apropriadas ao contexto atual.

## REFERÊNCIAS

- ABES. **Mercado Brasileiro de Software, Panorama e Tendências 2014**. São Paulo: ABES.
- ALDRICH, H. **Organizations evolving**. London, UK: Sage, 1999.
- ALDRICH, H. E.; FIOLE, C. M. Fools Rush in? the Institutional Context of Industry Creation. **Academy of Management Review**, v. 19, n. 4, p. 645–670, 1 out. 1994.
- BAUM, J. A. C.; SILVERMAN, B. S. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. **Journal of Business Venturing**, v. 19, n. 3, p. 411–436, maio 2004.
- BECKMAN, S.; SINHA, K. K. Conducting Academic Research with an Industry Focus: Production and Operations Management in the High Tech Industry. **Production and Operations Management**, v. 14, n. 2, p. 115–124, 5 jan. 2009.
- CHESBROUGH, H.; ROSENBLOOM, R. S. The role of the business model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation's technology spin-off companies. **Industrial and Corporate Change**, v. 11, n. 3, p. 529–555, 2002.
- COSH, A.; CUMMING, D.; HUGHES, A. Outside Entrepreneurial Capital. **The Economic Journal**, v. 44, n. March, 2009.
- DRAPER, W. H. **O Jogo Das Startups**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2012.
- FOURATI, H.; AFFES, H. The Capital Structure of Business Start-Up: Is There a Pecking Order Theory or a Reversed Pecking Order? v. 2013, n. November, p. 244–254, 2013.
- GRANDO, N. **Empreendedorismo Inovador Como criar start-ups de tecnologia no Brasil**. 1. ed. São Paulo / SP: Ed. Evora, 2012.
- GREGORY, B. T.; RUTHERFORD, M. W.; OSWALD, S.; GARDINER, L. An Empirical Investigation of the

- Growth Cycle Theory of Small Firm Financing. **Journal of Small Business Management**, v. 43, n. 4, p. 382–392, out. 2005.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- KAPLAN, R.; NORTON, D. Measuring the strategic readiness of intangible assets. **Harvard Business Review**, v. 82, n. 2, p. 52–63., 2004a.
- KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **Strategy Maps: Converting Intangible Assets Into Tangible Outcomes**. Boston, MA: Harvard Business Press, 2004b.
- MCGEE, J. S. Predatory Price Cutting: The Standard Oil (N. J.) Case. **The Journal of Law and Economics**, v. 1, n. 1, p. 137, 1958.
- MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, 2008.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187–221, jun. 1984.
- PANIGRAHI, A. Firms' Life Stage and Capital Structure Decisions. **South Asian Journal of Commerce and Management**, v. 2, p. 1–54, 2011.
- PEREIRA, L.; GOMES, P. **Relação com Investidores: Da Pequena Empresa ao Mercado de Capital**. 1. ed. Rio de Janeiro: IBRI – CVM, 2014.
- PINHEIRO, A.; TIGRE, P. Os serviços de TI e a inovação do século XXI: necessidade de uma nova agenda para a produção de indicadores. In: CGEE. **Bases conceituais em pesquisa, desenvolvimento e inovação: Implicações para políticas no Brasil**. Brasília: CGEE, 2010.
- RIES, E. **The Lean Startup**. New York, New York, USA: Crown Business, 2011.
- SPINA, C. A. **Investidor Anjo Guia Para Empreendedores e Investidores**. São Paulo / SP: nVersos, 2012.
- VERHEUL, I.; THURIK, R. Start-up capital: “does gender matter?” **Small business economics**, p. 329–345, 2001.
- VIEIRA, S. N. **GEM Global Entrepreneurship Monitor - Empreendedorismo no Brasil Relatório Executivo**. Curitiba: [s.n.]. Disponível em: <<http://goo.gl/LzMEzn>>.