

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - PPGA  
CURSO DE MESTRADO**

**GUSTAVO ANDRÉ PAZINI**

**FATORES DE INFLUÊNCIA NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS  
PARA *STARTUPS* EM CAMPANHAS DE *EQUITY CROWDFUNDING***

**CAXIAS DO SUL  
2020**

**GUSTAVO ANDRÉ PAZINI**

**FATORES DE INFLUÊNCIA NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS  
PARA *STARTUPS* EM CAMPANHAS DE *EQUITY CROWDFUNDING***

Dissertação de Mestrado apresentada ao programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Administração.

Linha de pesquisa: Inovação e competitividade.

Orientador: Prof. Dr. Alex Eckert.

**CAXIAS DO SUL  
2020**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Universidade de Caxias do Sul  
Sistema de Bibliotecas UCS - Processamento Técnico

P348f Pazini, Gustavo André

Fatores de influência na captação de recursos financeiros para *startups* em campanhas de *equity crowdfunding* / Gustavo André Pazini. – 2020.

121 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado) - Universidade de Caxias do Sul, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2020.

Orientação: Alex Eckert.

1. Financiamento coletivo. 2. Negócios. 3. Empresas. I. Eckert, Alex, orient. II. Título.

CDU 2. ed.: 658.14

**GUSTAVO ANDRÉ PAZINI**

**FATORES DE INFLUÊNCIA NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS  
PARA *STARTUPS* EM CAMPANHAS DE *EQUITY CROWDFUNDING***

Dissertação de Mestrado apresentada ao programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Administração.

**Aprovado em: 25/09/2020.**

**Banca Examinadora**

---

Prof. Dr. Alex Eckert  
Universidade de Caxias do Sul – UCS

---

Prof. Dr. Fabiano Larentis  
Universidade de Caxias do Sul – UCS

---

Prof<sup>a</sup>. Dra. Luciene Eberle  
Universidade de Caxias do Sul – UCS

---

Prof. Dr. Gabriel Machado Braidó  
Universidade do Vale do Taquari – UNIVATES

Dedico este trabalho à minha família e aos amigos que me auxiliaram e deram todo o suporte necessário para eu alcançar esse objetivo.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha família e aos meus amigos pelo apoio, e à Universidade de Caxias Sul pela possibilidade de avançar na minha formação acadêmica.

*O segredo do sucesso é a constância do propósito.*

***Benjamin Disraeli***

## RESUMO

O financiamento de empreendimentos pode ser uma necessidade quando a empresa está em estágio inicial e precisa crescer e se consolidar no mercado. Nesse contexto, o *Equity Crowdfunding* é uma modalidade de financiamento que possibilita, ao público em geral, investir em *startups* que possuam negócios que se alinhem aos seus interesses. Assim, o objetivo desta pesquisa é analisar como determinados fatores de influência atuam sobre o *Equity Crowdfunding* utilizado no fomento financeiro de *startups*, possibilitando captações de recursos bem-sucedidas e visando o crescimento desse tipo de empresa. Para tanto, foi desenvolvido um estudo qualitativo exploratório, que contou com a realização de oito entrevistas com os *stakeholders* envolvidos. Os excertos das entrevistas possibilitaram analisar como os fatores abordados atuam no *Equity Crowdfunding*, tanto de forma positiva, como negativa. O exposto gera um impacto direto no resultado das campanhas que têm por objetivo captar recursos financeiros para as *startups*, possibilitando o crescimento desse tipo de empresa e a sua consolidação no mercado.

**Palavras-chave:** *Equity Crowdfunding*. *Startups*. Financiamento de empreendimentos.



## **ABSTRACT**

Entrepreneurial finance can be a necessity when the company is in an initial stage and needs to grow and consolidate itself in the market. In this context, Equity Crowdfunding is a type of financing that allows the general public to invest in startups that have businesses that align with their interests. Thus, the objective of this research is to analyze how certain influencing factors act on Equity Crowdfunding used in the financial promotion of startups, enabling successful fundraising and aiming at the growth of this type of company. To this end, a qualitative exploratory study was developed, which included eight interviews with involved stakeholders. The excerpts from the interviews made it possible to analyze how the factors addressed act in Equity Crowdfunding, both positively and negatively. The exposed has a direct impact on the results of the campaigns that aim to raise financial resources for startups, enabling the growth of this type of company and its consolidation in the market.

**Keywords:** Equity Crowdfunding. Startups. Entrepreneurial finance.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – TEA com a proporção de TEA inovadores .....	22
Figura 2 – Evolução de publicações científicas por ano .....	23
Figura 3 – Países ou territórios com maior número de publicações – Scopus .....	24
Figura 4 – Países ou territórios com maior número de publicações - Web of Science .....	24
Figura 5 – Estágios e modalidades de investimento PE/VC e investimento-anjo.....	34
Figura 6 – Etapas do lançamento de oferta pública para captação de recursos via <i>equity crowdfunding</i> .....	38
Figura 7 – O lançamento de plataformas e campanhas relevantes de <i>equity crowdfunding</i> ao longo do tempo .....	40
Figura 8 – Regulações de <i>equity crowdfunding</i> ao longo do tempo.....	42
Figura 9 – Triangulação de fontes de evidência .....	54
Figura 10 – Nuvem de palavras do grupo fatores do ambiente .....	62
Figura 11 – Nuvem de palavras do grupo fatores financeiros e de performance .....	68
Figura 12 – Nuvem de palavras do grupo fatores operacionais .....	76
Figura 13 – Nuvem de palavras do grupo fatores associados à gestão e ao negócio .....	84
Figura 14 – Esquema conceitual dos fatores de influência no <i>equity crowdfunding</i> .....	90

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Incubadoras x aceleradoras.....	30
Quadro 2 – Quadro-resumo das metodologias para criação e desenvolvimento de <i>startups</i> ...	31
Quadro 3 – Estágios de investimento baseados no ciclo de vida das empresas .....	33
Quadro 4 – Modalidades de <i>crowdfunding</i> .....	37
Quadro 5 – Categorias <i>à priori</i> .....	59
Quadro 6 – Saturação teórica.....	59

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Caracterização dos respondentes .....	57
--	----

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABStartups	Associação Brasileira de <i>Startups</i>
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Venture Capital e Private Equity</i>
ANPROTEC	Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores
B2B	<i>Business-to-business</i>
B2C	<i>Business-to-consumer</i>
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EC	<i>Equity Crowdfunding</i>
EIS	<i>Enterprise Investment Scheme</i>
GEM	<i>Global Entrepreneurship Monitor</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO	<i>Inicial Public Offering</i>
JOBS	<i>Jumpstart Our Business Startups</i>
MVP	<i>Minimum Viable Product</i>
OCDE	Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico
PMEs	Pequenas e Médias Empresas
PV	<i>Private Equity</i>
S.A.	Sociedade Anônima
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEIS	<i>Seed Enterprise Investment Scheme</i>
TEA	Taxas de atividade empreendedora total em estágio inicial
VC	<i>Venture Capital</i>

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>16</b>
1.1	DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	19
1.2	JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO.....	20
1.3	QUESTÃO CENTRAL DE PESQUISA.....	26
1.4	OBJETIVOS DO TRABALHO.....	26
<b>1.4.1</b>	<b>Objetivo geral.....</b>	<b>26</b>
<b>1.4.2</b>	<b>Objetivos específicos.....</b>	<b>26</b>
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>28</b>
2.1	<i>STARTUPS</i> .....	28
<b>2.1.1</b>	<b>Conceito e características.....</b>	<b>28</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Ecosistema empreendedor: as incubadoras e as aceleradoras.....</b>	<b>29</b>
<b>2.1.3</b>	<b>Principais metodologias para a criação e o desenvolvimento de <i>startups</i>.....</b>	<b>30</b>
2.2	CAPITAL DE RISCO.....	32
<b>2.2.1</b>	<b>O capital de risco e sua relação com o investimento em <i>startups</i>.....</b>	<b>32</b>
<b>2.2.2</b>	<b>As modalidades de investimento PE/VC e investimento-anjo.....</b>	<b>32</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Estágios de investimento do PE/VC e investimento-anjo.....</b>	<b>33</b>
2.3	<i>EQUITY CROWDFUNDING</i> .....	35
<b>2.3.1</b>	<b><i>Crowdfunding</i>: conceito e modalidades.....</b>	<b>35</b>
<b>2.3.2</b>	<b>Plataformas de <i>equity crowdfunding</i> e a captação de recursos financeiros....</b>	<b>38</b>
<b>2.3.3</b>	<b>O desenvolvimento do <i>equity crowdfunding</i> no Brasil e no mundo.....</b>	<b>39</b>
<b>2.3.4</b>	<b>Fatores de influência do <i>equity crowdfunding</i>.....</b>	<b>43</b>
2.3.4.1	Fatores do ambiente.....	44
2.3.4.1.1	<i>Democratização do acesso</i> .....	44
2.3.4.1.2	<i>Legislação</i> .....	45
2.3.4.1.3	<i>Cultura de investimento</i> .....	45
2.3.4.2	Fatores financeiros e de <i>performance</i> .....	45
2.3.4.2.1	<i>Liquidez</i> .....	46
2.3.4.2.2	<i>Monitoramento de indicadores</i> .....	46
2.3.4.2.3	<i>Relação risco e retorno financeiro</i> .....	46
2.3.4.2.4	<i>Valuation</i> .....	47
2.3.4.3	Fatores operacionais.....	47
2.3.4.3.1	<i>Pitch deck</i> .....	47

2.3.4.3.2	<i>Atuação da plataforma de EC na campanha</i> .....	48
2.3.4.3.3	<i>Comunicação entre stakeholders</i> .....	48
2.3.4.3.4	<i>Due diligence</i> .....	49
2.3.4.3.5	<i>Percepção da qualidade das plataformas</i> .....	49
2.3.4.4	Fatores associados à gestão e ao negócio.....	49
2.3.4.4.1	<i>Governança corporativa</i> .....	50
2.3.4.4.2	<i>Time de gestão</i> .....	50
2.3.4.4.3	<i>Compreensão e engajamento com o negócio e com o mercado de atuação</i> .....	50
2.3.4.5	Fatores de influência verificados em outras pesquisas acadêmicas .....	51
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>52</b>
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA .....	52
3.2	CRITÉRIOS DE QUALIDADE ADOTADOS PARA A PESQUISA .....	53
3.3	PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	55
<b>4</b>	<b>ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b> .....	<b>61</b>
4.1	ANÁLISE DOS FATORES DE INFLUÊNCIA DO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i> .....	61
<b>4.1.1</b>	<b>Fatores do ambiente</b> .....	<b>61</b>
4.1.1.1	Democratização do acesso .....	63
4.1.1.2	Legislação.....	65
4.1.1.3	Cultura de investimento .....	66
<b>4.1.2</b>	<b>Fatores financeiros e de performance</b> .....	<b>67</b>
4.1.2.1	Liquidez.....	69
4.1.2.2	Monitoramento de indicadores.....	70
4.1.2.3	Relação do risco e do retorno financeiro.....	71
4.1.2.4	<i>Valuation</i> .....	74
<b>4.1.3</b>	<b>Fatores operacionais</b> .....	<b>76</b>
4.1.3.1	<i>Pitch deck</i> .....	77
4.1.3.2	Atuação da plataforma na campanha de <i>equity crowdfunding</i> .....	78
4.1.3.3	Comunicação entre <i>stakeholders</i> .....	79
4.1.3.4	<i>Due diligence</i> .....	81
4.1.3.5	Percepção da qualidade da plataforma .....	82
<b>4.1.4</b>	<b>Fatores associados à gestão e ao negócio</b> .....	<b>83</b>
4.1.4.1	Governança corporativa .....	84

4.1.4.2	Time de gestão .....	86
4.1.4.3	Compreensão e engajamento com o negócio e com o mercado de atuação.....	87
4.2	ESQUEMA CONCEITUAL DOS FATORES DE INFLUÊNCIA NO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i> .....	89
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>93</b>
5.1	CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS .....	101
5.2	CONTRIBUIÇÕES GERENCIAIS.....	103
5.3	LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS .....	107
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>109</b>
	<b>APÊNDICE A – INSTRUMENTO DE PESQUISA PARA <i>STARTUPS</i>.....</b>	<b>114</b>
	<b>APÊNDICE B – INSTRUMENTO DE PESQUISA PARA INVESTIDORES..</b> <b>.....</b>	<b>116</b>
	<b>APÊNDICE C – INSTRUMENTO DE PESQUISA PARA</b> <b>INTERMEDIÁRIOS .....</b>	<b>119</b>
	<b>APÊNDICE D – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E</b> <b>ESCLARECIDO .....</b>	<b>121</b>



## 1 INTRODUÇÃO

*Startups*: assim são conhecidas as empresas de base tecnológica que possuem um produto ou serviço inovador, acompanhado de um modelo de negócio disruptível e escalável (BLANK; DORF, 2014). Elas possuem um alto risco de investimento devido às incertezas ligadas à aceitação que seus produtos ou serviços terão no mercado-alvo (RIES, 2012).

O financiamento de empreendimentos pode ser uma necessidade quando a empresa precisa crescer e se consolidar no mercado, no entanto, sua operação não gera recursos financeiros suficientes para dar suporte a esse crescimento. Dessa forma, as *startups* também podem necessitar de acesso ao capital, o qual nem sempre está disponível.

Segundo o CB Insights (2019), uma das razões que levam uma *startup* ao fracasso é a ausência de financiamento ou de investidores interessados. Beaulieu, Sarker e Sarker (2015) afirmam que, tipicamente, as *startups* angariam fundos de capitalistas de risco, investidores-anjo, bancos, amigos e família.

Entretanto, além das formas típicas de angariação de recursos financeiros, as *startups* enxergam o *equity crowdfunding* (EC) como uma alternativa de captação de recursos. Conceitualmente, o *equity crowdfunding* é uma forma de financiamento em que os empreendedores utilizam uma plataforma *online* para vender um determinado número de ações de sua empresa, visando atingir um grande grupo de investidores (AHLERS et al., 2015).

Ralcheva e Roosenboon (2018) afirmam que as *startups adotam* o *equity crowdfunding* como uma opção de financiamento, de modo que ele é uma alternativa às usuais fontes de capital, possibilitando que um grande grupo de pessoas tenha acesso a uma participação acionária na empresa. Por outro lado, essa alternativa também é benéfica para os investidores, que podem participar do financiamento da empresa inovadora e usufruir dos lucros e ganhos de capital provenientes da operação, que antes eram limitados apenas aos indivíduos com renda superior.

Seguindo essa linha de raciocínio, Peroni (2015) afirma que, devido ao fato de o *equity crowdfunding* possibilitar aos investidores a participação no capital social das *startups*, é esperado que eles obtenham um aumento de capital ou um fluxo de dividendos oriundos do valor investido. Assim, espera-se que as *startups* cresçam em seu mercado de atuação, proporcionando um aumento do lucro.

Outra constatação é a de Vismara (2016), que afirma que os avanços tecnológicos estão mudando o modo como o financiamento de empreendimentos está sendo efetuado. A

difusão das redes sociais e o desenvolvimento de plataformas *online* criaram novas oportunidades para os empreendedores obterem capital inicial e para que os investidores não profissionais não precisem de intermediários (como os bancos) para realizar os seus investimentos.

As plataformas de *equity crowdfunding* estão no centro da transformação digital do financiamento de capital de risco em estágio inicial. Essas plataformas foram, originalmente, anunciadas como uma força democratizadora no financiamento das primeiras fases de um empreendimento devido ao seu papel de facilitadoras do intercâmbio entre os empreendedores e uma multidão de pequenos investidores não profissionais (WANG et al., 2019).

Assim, segundo Zhu e Zhou (2016), o *equity crowdfunding* via internet é um canal de arrecadação de dinheiro para *startups* que possui baixas barreiras de entrada, baixo custo e alta velocidade e, portanto, que encoraja a inovação.

As primeiras fases de um empreendimento também são observadas nas *startups*. Para Dee et al. (2015), as *startups* passam pela fase de “pré-*startup*”, onde o empreendedor propõe uma solução para determinado problema, sendo seguida pela fase do “empreendimento nascente”, e posterior “empreendimento novo”, etapas onde buscam o seu modelo de negócios, a identificação do mercado-alvo e o desenvolvimento de seu produto, visando sua produção e comercialização.

Dee et al. (2015) também comentam que, por fim, as *startups* chegam na fase em que se tornam um “empreendimento estabelecido”, onde atingem uma taxa estável de crescimento e buscam recursos para a sua expansão, podendo vir a ser uma grande empresa. Os investidores poderão buscar liquidez logo que as *startups* tenham potencial para serem adquiridas por fundos de investimento ou realizarem uma oferta pública inicial – IPO, do inglês “*Inicial Public Offering*”.

Outro ponto a salientar é que a literatura explicita que as *startups* têm conexão com a inovação (TIMMONS; BYGRAVE, 1986) e que países que viabilizam a prática do *equity crowdfunding*, colaboram com as empresas inovadoras. Essas diferenças afetam a maneira pela qual esse mercado evolui e acabarão determinando o formato dos sistemas financeiros empresariais (VISMARA, 2016).

O *equity crowdfunding* tornou-se uma alternativa viável de financiamento externo para as empresas empreendedoras em países que permitem a solicitação do público em geral, sem a emissão de um prospecto oneroso (HORNUF; SCHWIENBACHER, 2017). No que tange a esse assunto, o Brasil desenvolveu uma legislação específica mas, de acordo com a Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2020), a prática do *equity*

*crowdfunding* teve início em 2014, antes mesmo da regulamentação específica se tornar pública, o que ocorreu em Julho de 2017.

Outra constatação é a realidade brasileira em relação ao universo de investidores, que estão presentes, inclusive, no contexto do *equity crowdfunding* (WANG et al., 2019). Devido a isso, torna-se relevante a informação extraída do estudo realizado pelo Global Entrepreneurship Monitor (GEM, 2016), denominado “Empreendedorismo no Brasil”, que evidencia que o capital de risco é menos disponível no país, que apresenta uma taxa de investidores menor do que os países desenvolvidos, como os Estados Unidos.

Percebe-se, por meio do exposto, que os países apresentam condições diferentes para o desenvolvimento do *equity crowdfunding* e, por consequência, do mercado de capitais e das empresas *startups*. Essas variações derivam de aspectos regulatórios e mercadológicos, e a visão multidimensional dos *stakeholders* é relevante para analisar como determinados fatores influenciam essa prática visando, inclusive, democratizar o acesso dos investidores às *startups*.

Este trabalho irá abordar diversos aspectos relevantes ao *Equity Crowdfunding*. Será exposta, inicialmente, a delimitação da pesquisa desenvolvida, situando a temática dentro do seu contexto mais amplo. Em seguida, serão expostas as justificativas do estudo, culminando na questão central da pesquisa e nos objetivos que irão sustentá-la.

A fundamentação teórica passa por temas que abordam as *Startups*, seu conceito e o contexto em que se inserem. Na sequência, o tema “Capital de Risco” é abordado, expondo suas características e sua conexão com as *Startups*. O tema *Equity Crowdfunding* é analisado com maior profundidade, sendo apresentado não só o seu conceito, mas também seu desenvolvimento no mundo. Serão abordados, ainda, determinados fatores que o influenciam, expondo a literatura que traz essa temática à tona.

Um pouco mais adiante, os procedimentos metodológicos serão abordados, indicando como a pesquisa foi realizada e de que forma os resultados surgiram. Na análise de resultados, serão expostos os excertos das entrevistas, evidenciando-se como os fatores abordados influenciam o *Equity Crowdfunding*, culminando em um esquema conceitual final.

Por fim, as contribuições desta pesquisa serão expostas, tanto no âmbito acadêmico, como no gerencial. Será possível não só observar como esta pesquisa corrobora com achados de estudos acadêmicos internacionais que abordam essa temática mas também verificar orientações práticas para investidores, *startups* e plataformas de *Equity Crowdfunding*, visando não apenas o sucesso das campanhas de EC, mas o atendimento aos interesses específicos de cada *stakeholder* envolvido nesse contexto.

## 1.1 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A delimitação desta pesquisa visa posicionar o *Equity Crowdfunding* dentro dos conceitos mais amplos dos quais ele deriva, evidenciando a sua origem. Partindo da temática mais ampla, pode-se citar o termo “*Crowdsourcing*”, que pode ser visto como um método de distribuição de trabalho para um grande número de trabalhadores (a multidão), dentro e fora de uma organização, com o propósito de melhorar a tomada de decisão, completar tarefas pesadas ou contribuir com a cocriação de *design* ou outros projetos (CHIU; LIANG; TURBAN, 2014).

Restringindo a temática, o *Crowdfunding* é um conceito que se encontra dentro do *Crowdsourcing*, sendo utilizado para descrever uma forma de captação de recursos em que um grupo de indivíduos aporta capital para apoiar uma meta específica. Geralmente, essas captações ocorrem pela Internet, por meio de contribuições individuais de menor valor (AHLERS et al., 2015).

Destaca-se que o termo “*Crowdfunding*” é formado pela união das palavras inglesas “*crowd*”, que significa plateia ou público, e “*funding*”, que se refere à financiamento. Peroni (2015) descreve que esse termo é interpretado, no Brasil, como “financiamento coletivo”.

É possível verificar diferentes modalidades de *crowdfunding*, que diferem entre si, principalmente no que tange à sua finalidade, sendo elas: (i) um modelo de recompensa, (ii) um modelo de pré-compra, (iii) um modelo de doação, (iv) um modelo de empréstimo e, por fim, (v) um modelo de participação, também conhecido como *equity crowdfunding* (BRADFORD, 2012). O foco desta pesquisa está na última modalidade apontada.

*Equity Crowdfunding* é uma forma de financiamento em que os empreendedores fazem uma chamada aberta para vender uma quantidade específica de ações, ou títulos similares a ações, de uma empresa na Internet, na esperança de atrair um grande grupo de investidores. A chamada aberta e os investimentos ocorrem em uma plataforma *online* que fornece os meios para as transações (AHLERS et al., 2015).

Devido ao fato de esta pesquisa ter por foco as *startups* em estágio inicial, que precisam angariar recursos para crescer e alcançar os próximos estágios de seu desenvolvimento, o *Equity Crowdfunding* foi escolhido como a forma de financiamento a ser estudada, uma vez que pode proporcionar a captação de valores financeiros. Nesse contexto, Block, Hornuf e Moritz (2018) apontam que o *Equity Crowdfunding* é uma ferramenta importante para que empresas jovens e inovadoras colham fundos no seu estágio inicial.

Ralcheva e Roosenboon (2018) descrevem que o *equity crowdfunding* é uma fonte de

financiamento alternativa, sendo uma opção adotada entre as inovadoras empresas *startups*. Também salientam que quase qualquer pessoa pode participar do financiamento da empresa inovadora e colher os possíveis benefícios da lucratividade e do ganho de capital, uma oportunidade anteriormente reservada para indivíduos de alta renda.

Pode-se dizer, então, que o *Equity Crowdfunding* não é apenas benéfico para as *startups*, que captam recursos por meio dele, mas também para os investidores que gostariam de aportar valores nessas empresas. Como diversas oportunidades tinham por foco um público de renda mais elevada, não era possível que esse tipo de investidor, que pretendia investir valores mais reduzidos, entrasse no negócio.

Assim, além de possibilitar o desenvolvimento de empresas em estágio inicial, o *Equity crowdfunding* democratiza o investimento, possibilitando o acesso de público que, anteriormente, não conseguia participar do capital social de *startups*.

## 1.2 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO

As *startups*, bem como outros tipos de empresa, podem precisar de capital para financiar suas operações e, portanto, algumas opções como o investimento direto ou indireto de pessoas físicas, viabilizam esse tipo de companhia (BEAULIEU; SARKER; SARKER, 2015).

O “*Equity Crowdfunding*”, objeto de estudo desta pesquisa, é uma dessas formas de investimento. De acordo com a Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento – Crowinvest (2019), esse instrumento possibilita que as pessoas em geral participem, via Internet, do capital de uma empresa nascente, comumente denominada *startup*. No Brasil, essa modalidade é também identificada como “investimento colaborativo”. Nesse contexto, investidores que acreditam no potencial de determinada *startup* podem, de forma coletiva, levantar o capital necessário em uma campanha, com o objetivo de subsidiar o empreendimento.

A Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2018) trouxe o *equity crowdfunding* como uma opção alternativa de financiamento *online* para pequenas e médias empresas de diversos países. A OCDE estuda a utilização e o desenvolvimento do *equity crowdfunding* ao redor do mundo.

No Brasil ainda são verificados volumes financeiros aquém dos observados em países desenvolvidos, o que demonstra que a prática do *EC* tem possibilidade de crescimento. Isto demonstra que esse mercado varia nas diversas localidades ao longo do

tempo, o que pode indicar diferentes condições que influenciam a prática do *EC* ao redor do mundo. Como essa modalidade de investimento também financia as *startups*, essa situação faz com que as condições sejam mais ou menos propícias para as empresas que buscam um mercado favorável para prosperar. Em complemento, segundo a Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2020), o *EC* é um modelo promissor para desenvolver o mercado de capitais brasileiro.

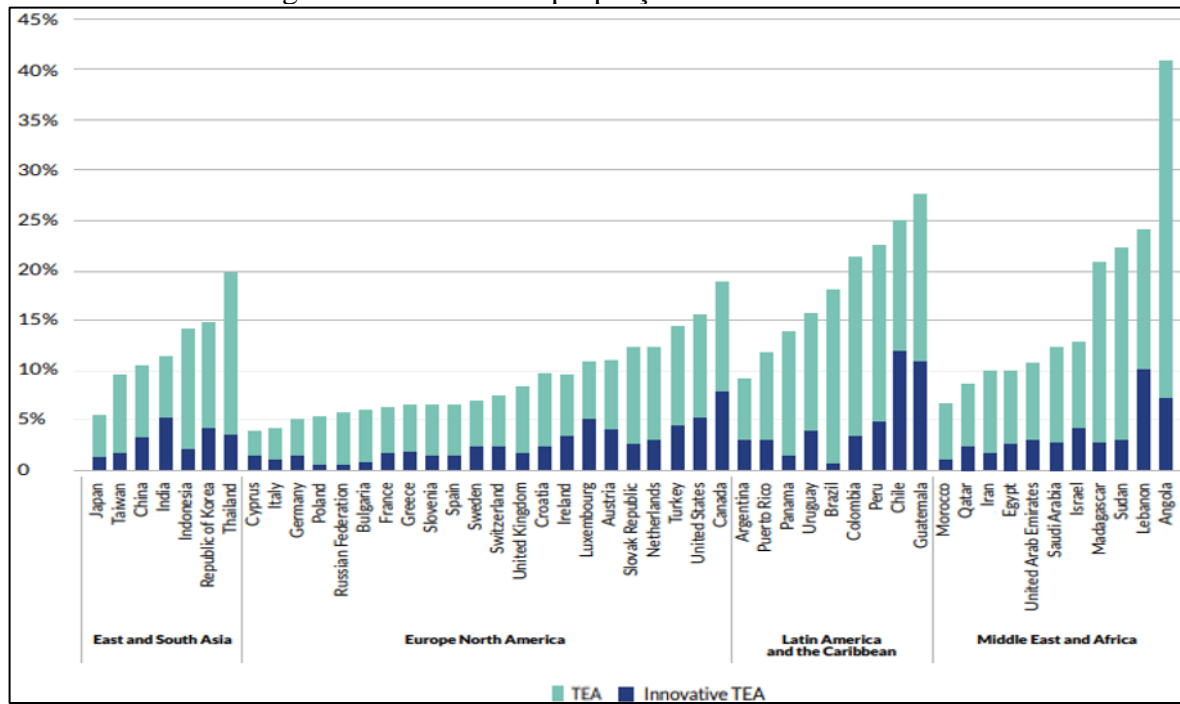
Uma questão relevante é a demonstrada pelo GEM (2018), segundo o qual os principais fatores limitantes para a abertura e a manutenção de novos negócios no Brasil, de acordo com os especialistas entrevistados, são as políticas governamentais, o apoio financeiro e a educação e a capacitação. Entre outras recomendações, o GEM (2018) aponta que o país deve criar incentivos financeiros e operacionais para os investidores-anjo.

O relatório global do GEM 2018/2019 aponta que as economias da América Latina e da região do Caribe, com exceção do Chile e da Guatemala, geralmente mostram baixos níveis de inovação em relação aos empreendimentos em estágio inicial, o que ocorre mais particularmente no Brasil. O relatório evidencia que, no Brasil, bem como em outras economias da América Latina, as atividades empreendedoras inovativas têm pouca representatividade em relação ao total da taxa de atividade empreendedora de estágio inicial (TEA) entre adultos com 18 a 64 anos.

Essa informação demonstra que, em via de regra, no Brasil, os novos negócios não são inovadores, o que pode indicar deficiências no mercado brasileiro em relação às condições para o surgimento de negócios com o teor inovativo.

A Figura 1, apresentada a seguir, foi extraída do relatório global emitido pelo GEM em 2018 e abrange um levantamento que foi realizado em 49 economias, em quatro regiões geográficas, que serão demonstradas a seguir:

Figura 1 – TEA com a proporção de TEA inovadores



Fonte: Global Entrepreneurship Monitor – GEM - 2018/2019 Global Report (2020).

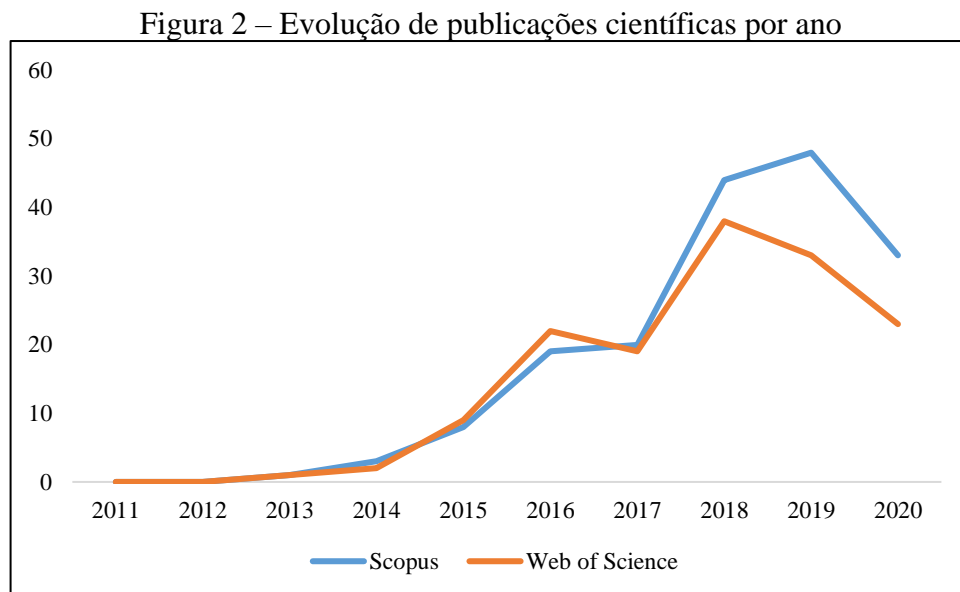
Ao analisar a Figura 1, percebe-se que existem diferenças percentuais na representatividade das atividades empreendedoras inovativas em relação ao total da taxa de atividade empreendedora de estágio inicial entre os países apresentados. Essa informação demonstra que há localidades com maior incidência de negócios inovadores em relação ao total de empreendimentos em estágio inicial, o que pode derivar de diferenças nas condições que atuam para incentivar ou coibir o surgimento de empreendimentos inovadores.

Esta pesquisa traz subsídios para que *startups* em estágio inicial, que possuem conexão com a inovação (TIMMONS; BYGRAVE, 1986), possam conseguir crescer por meio da captação de recursos financeiros via *Equity Crowdfunding*, auxiliando a posição do Brasil no índice apresentado. Ressalta-se, ainda, que a ausência de financiamento ou de investidores interessados é uma das principais causas para que as *startups* falhem (CB INSIGHTS, 2019).

Além do exposto, considera-se que esse tema possui relevância acadêmica, uma vez que apresenta produção científica recente, demonstrando um interesse atual pelo assunto na Academia. Devido à sua importância no meio acadêmico, as bases de dados *Scopus* e *Web of Science* foram escolhidas para a realização de bibliometrias que trazem dados sobre o *Equity Crowdfunding*.

Foram construídos gráficos por meio das bibliometrias citadas, as quais demonstram como vem evoluindo a produção acadêmica nos últimos anos. Na pesquisa, o termo de busca

“*equity crowdfunding*” foi utilizado em ambas as bases científicas.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Scopus / Web of Science (2020).

A bibliometria abrangeu os últimos de 10 anos de publicações científicas. Observa-se que não há histórico de publicações anteriores a 2013, o que indica um tema que vem sendo estudado recentemente. Em termos gerais, ambas as bases apresentam um número crescente de publicações ao longo dos anos de 2013 a 2016.

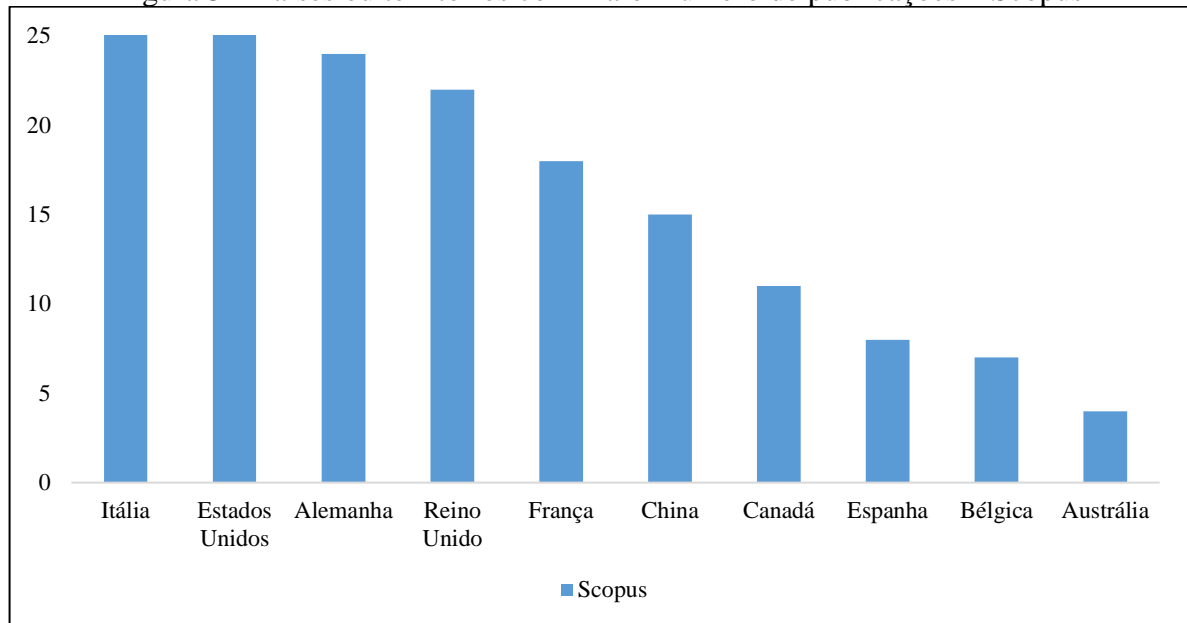
Verificou-se uma redução das publicações no ano de 2017 apenas na base *Web of Science*. Na *Scopus*, por outro lado, o movimento continuou crescente. A base *Web of Science* alcançou o seu pico de publicações em 2018 e, depois, apresentou declínio até o ano de 2020, entendendo-se que essa bibliometria está atualizada até o mês de Agosto de 2020, ou seja, que o último ano não está completo e, portanto, não pôde servir como base de comparação.

A base *Scopus*, por outro lado, continuou progredindo até o ano de 2019 e o declínio de 2020 também não deve ser considerado, uma vez que não foi finalizado, pois as pesquisas em ambas as bases foram feitas na mesma data. Na *Scopus* foram identificados 176 documentos que foram relacionados ao termo de busca citado, enquanto na *Web of Science* foram 147.

Outra evidência extraída das bibliometrias é o fato de que o Brasil não faz parte dos países que mais geram publicações em todo o mundo sobre essa temática. Conforme as Figuras 3 e 4, apresentadas a seguir, os países com maior número de publicações que envolvem o termo *equity crowdfunding* são a Itália na base *Scopus* e os Estados Unidos na base *Web of Science*.



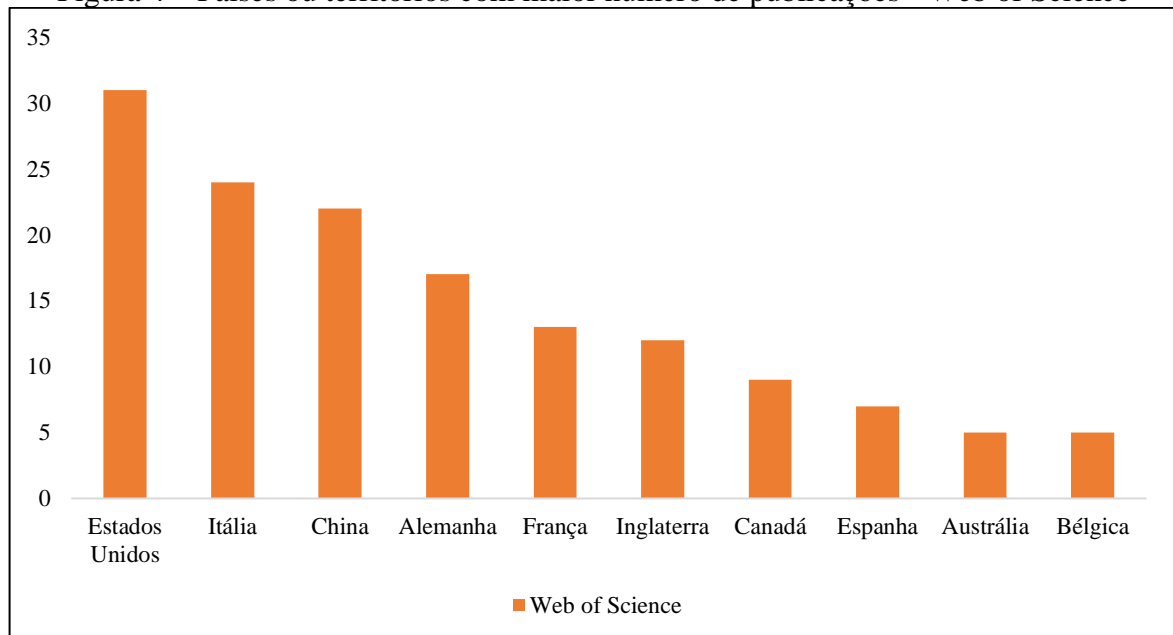
Figura 3 – Países ou territórios com maior número de publicações – Scopus



Fonte: Elaborado pelo autor através da Base Scopus (2020).

Ao analisar as Figuras 3 e 4, percebe-se que são os mesmos países listados em relação ao número de publicações, porém com posições diferentes na comparação entre as bases.

Figura 4 – Países ou territórios com maior número de publicações - Web of Science



Fonte: Elaborado pelo autor através da Base Web of Science (2020).

Publicações acadêmicas presentes nas bases *Scopus* e *Web of Science* relatam lacunas de pesquisas que podem ser preenchidas por meio da continuidade de estudos relacionados ao

*equity crowdfunding*, visando, dentre outros, descobrir como determinados fatores influenciam essa prática. Segundo Ahlers et al. (2015), a pesquisa sobre *crowdfunding* de capital só começou recentemente e, naturalmente, muitas questões permanecem sem resposta. Sabe-se pouco sobre o que leva os empreendedores a utilizarem o *equity crowdfunding* sobre outras fontes de financiamento.

Vismara (2016) afirma que, salvo exceções, os estudos concentraram-se principalmente em outras formas de *crowdfunding* que não a modalidade *equity*. Expõe, ainda, que a literatura não deve deixar de investigar como as plataformas de *crowdfunding* podem fornecer meios de financiamento para as empresas.

Outra questão que pode influenciar o *equity crowdfunding* é a regulatória. A Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2020) afirma que há países que ainda precisam estabelecer a sua regulamentação quanto a esse assunto, enquanto em outros a legislação já está consolidada.

Hornuf e Schwienbacher (2017) defendem que uma regulamentação sob medida pode ser necessária para o *equity crowdfunding*, uma vez que a regulamentação de títulos lida principalmente com a regulamentação de grandes emissões e, portanto, impõe custos significativos que são proibitivamente altos para pequenas empresas. Assim, uma legislação específica para esse mercado pode fomentar o seu desenvolvimento.

Pesquisas recentes demonstram que o tema continua sendo estudado. Barbi e Mattioli (2019) mostram que a educação e a experiência profissional dos membros da equipe são fatores que afetam materialmente o capital total levantado, bem como o número de investidores em campanhas de *equity crowdfunding*.

Vismara (2019) demonstra que empreendimentos orientados para a sustentabilidade influenciam o *equity crowdfunding*, e que essa é uma questão mercadológica, sendo possível para determinada plataforma de *equity crowdfunding* focar em empresas com essa característica para aumentar a quantidade de investidores. Isso ocorre porque há alguns investidores que consideram, além da lógica de mercado, uma lógica comunitária.

Wang et al. (2019) descrevem que as plataformas de *crowdfunding* atraem investidores profissionais, como investidores-anjo, e também pequenos investidores não profissionais. Os autores examinaram a interação entre as decisões de investimentos desses dois tipos de investidores e encontraram evidências de fluxo de informação entre eles nas plataformas citadas. Os autores acreditam que a complementariedade entre investidores-anjo e outros investidores parece aumentar a eficiência geral em um mercado altamente assimétrico e incerto.

Outra questão que vem sendo estudada é a proteção de investidores no *equity crowdfunding*. Para corroborar isso, Walthoff-Born, Vanacker e Collewaert (2018) sugerem que existem importantes questões de seleção adversa de empresas em plataformas de *equity crowdfunding*, e que a proteção do investidor contra essa seleção será importante para garantir a sustentabilidade desse mercado.

Por fim, salienta-se que o *equity crowdfunding* possibilita o financiamento de *startups* em estágio inicial (WANG et al., 2019), fomentando as suas necessidades financeiras (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018) e possibilitando que essas empresas possam crescer e se tornar organizações de grande porte.

Com isso, busca-se justificar a questão central de pesquisa que será apresentada a seguir.

### 1.3 QUESTÃO CENTRAL DE PESQUISA

Diante do contexto exposto, é necessário definir a questão central de pesquisa para que, por meio dela, venham a ser alcançados o objetivo geral e os objetivos específicos. Sendo assim, a seguinte pergunta foi elaborada:

Como determinados fatores de influência atuam sobre o *Equity Crowdfunding*, utilizado para fomento financeiro de *startups*, e que possibilitam captações de recursos bem-sucedidas, visando o crescimento desse tipo de empresa?

### 1.4 OBJETIVOS DO TRABALHO

#### 1.4.1 Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa é analisar como determinados fatores de influência atuam sobre o *Equity Crowdfunding*, que é utilizado para o fomento financeiro de *startups*, possibilitando captações de recursos bem-sucedidas e visando o crescimento desse tipo de empresa.

#### 1.4.2 Objetivos específicos

Foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos para esta pesquisa:

a) analisar as metodologias e as práticas adotadas que tenham relação com o *Equity*

*Crowdfunding*, que é utilizado como instrumento de captação de recursos financeiros para *startups*;

- b) analisar como certos aspectos influenciam o *Equity Crowdfunding*;
- c) evidenciar como esses fatores de influência possibilitam o sucesso na captação dos recursos financeiros destinados às *startups* em campanhas de *Equity Crowdfunding*.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A partir dos objetivos propostos neste capítulo, apresenta-se o referencial teórico da pesquisa a ser desenvolvida. Inicialmente, serão abordados o conceito e as características das *startups*, sua conexão com a inovação, bem como uma breve apresentação do ecossistema que lhes dá suporte e das principais metodologias utilizadas para a sua concepção e desenvolvimento.

Em seguida, serão expostos os conceitos e as características do capital de risco e das modalidades e estágios de investimento presentes nesse mercado. Por fim, será apresentado o conceito de *crowdfunding*, bem como suas modalidades, com foco na modalidade *equity crowdfunding*, apresentando sua contextualização no Brasil e no mundo. Também será discutida a forma como essa ferramenta pode ser utilizada para financiar *startups* por meio de plataformas *online* elencando, com base na literatura acadêmica, aspectos que podem influenciar a sua prática.

### 2.1 STARTUPS

#### 2.1.1 Conceito e características

A Associação Brasileira de Startups – ABStartups (2017) afirma que o termo “*startup*” surgiu nos Estados Unidos há algumas décadas, mas que, no entanto, só popularizou-se no meio empreendedor brasileiro a partir da bolha ponto-com, entre os anos de 1996 e 2001.

Um conceito que aponta as *startups* como uma organização em fase inicial é aquele proveniente do portal do SEBRAE (2019), que define as *startups* como um grupo de pessoas iniciando uma empresa, trabalhando com uma ideia diferente, escalável e em condições de extrema incerteza.

Ries (2012) comenta que “*startup* é uma instituição humana projetada pra criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, 2012). Graham (2012), por sua vez, afirma que as *startups* estão voltadas para um crescimento veloz. Para possibilitar essa situação, as *startups* possuem um modelo de negócios repetível e escalável (BLANK; DORF, 2014), que possibilita crescimento exponencial sem a necessidade de que os custos e despesas operacionais evoluam na mesma proporção.

Existem definições de *startups* que as conectam com a tecnologia, como é o caso da

apresentada por Timmons e Bygrave (1986), que as descrevem como empresas que possuem conexão com a inovação e com a tecnologia, e que possuem risco.

A tecnologia é uma aliada no processo de inovação, uma vez que pode proporcionar as ferramentas necessárias para que sejam desenvolvidas novas soluções para problemas já existentes, com uma visão disruptiva e um modelo de negócios escalável. Assim, as *startups* podem incorporar o conceito de “inovação tecnológica”. De acordo com o Manual de Oslo (OCDE, 2005), a inovação tecnológica é a implementação de produtos ou processos produtivos tecnologicamente novos, ou melhorias significativas implementadas em produtos ou processos já existentes.

Kepler (2018) menciona que a inovação precisa fazer parte das *startups*, as quais devem apresentar ideias inovadoras que solucionem problemas de um nicho ou de um segmento de mercado específico. Nesse contexto, as *startups* possuem conexão com a inovação e apresentam risco (TIMMONS; BYGRAVE, 1986).

No que tange à mortalidade desse tipo de empresa, a Associação Brasileira de *Startups* (2019) relata que apenas uma em cada quatro *startups* sobrevivem aos cinco primeiros anos. A CB Insights (2019), líder global em dados sobre *startups*, compilou as principais razões que são responsáveis pelo fracasso de boa parte das *startups* no mundo. Dentre essas razões, pode-se citar: construir uma solução procurando um problema e não visando uma necessidade de mercado; empregar incorretamente o dinheiro e o tempo; não acompanhar e conhecer os concorrentes diretos; e ausência de financiamento ou de investidores interessados.

Em contrapartida, como as *startups* possuem conexão com a inovação (TIMMONS; BYGRAVE, 1986), elas representam uma possível oportunidade de mercado, uma vez que seu produto pode atender necessidades que antes não haviam sido exploradas. Isso possibilita que esse tipo de empresa atinja um potencial de crescimento rápido e exponencial, especialmente se o modelo de negócios apresentado for escalável (BLANK; DORF, 2014).

### **2.1.2 Ecossistema empreendedor: as incubadoras e as aceleradoras**

O ecossistema empreendedor fornece suporte para o desenvolvimento de *startups*, de modo que elas venham a crescer e a se transformar em empreendimentos bem-sucedidos. Estão inseridas nesse ecossistema as Aceleradoras e as Incubadoras de empresas (DEE et al., 2015). Essas instituições podem fornecer não só uma mentoria especializada, mas também o acesso ao investimento de capital de risco, que visa financiar e ampliar as suas operações

(ANPROTEC, 2019).

Quadro 1 – Incubadoras x aceleradoras

	<b>Incubadoras</b>	<b>Aceleradoras</b>
<b>Definição</b>	Empresas ou projetos que têm como objetivo a criação ou o desenvolvimento de pequenas empresas ou de microempresas, apoiando-as nas primeiras etapas de suas vidas. Normalmente, estão atreladas à alguma instituição de ensino.	São entidades dedicadas a apoiar o desenvolvimento inicial de novos negócios inovadores ( <i>startups</i> ), por meio de um processo estruturado e com tempo determinado, em troca de uma possível participação societária futura nos negócios acelerados.
<b>Serviços Ofertados</b>	Oferecem suporte para os empreendedores, de modo que eles possam desenvolver ideias inovadoras e transformá-las em empreendimentos de sucesso. Fornecem e agilizam a transferência de resultados de pesquisa para atividades voltadas à produção, bem como a assessoria, o acompanhamento, a avaliação, os treinamentos, os cursos, o acesso aos mecanismos de financiamento, a infraestrutura e o espaço físico.	Capacitação técnica, mentorias, oportunidades de acesso aos mercados, infraestrutura e serviços de apoio, além do aporte de capital financeiro inicial (próprio ou de sua rede de investidores).

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Portal Brasil (2017), ABStartups (2017) e Anprotec (2019).

Percebe-se, pelo Quadro 1, que as Incubadoras e as Aceleradoras de *startups*, oferecem uma série de recursos que são especialmente importantes para as empresas em criação e/ou desenvolvimento, possibilitando que elas possam crescer e se estabelecer no mercado.

### 2.1.3 Principais metodologias para a criação e o desenvolvimento de *startups*

A inovação inerente às *startups* não encontra-se apenas no produto ou serviço que elas oferecem ao cliente, mas também nas próprias metodologias consolidadas para sua concepção e desenvolvimento que, por vezes, contradizem os modelos de negócios tradicionais.

Blank e Dorf (2014) comentam que as *startups* não são uma versão menor de uma grande empresa. Dessa forma, o modelo tradicional de lançamento de produtos, onde há um conceito inicial, o posterior desenvolvimento do produto e a realização dos testes, ocorrendo o lançamento da primeira remessa, não é adequado para as *startups* (BLANK, 2003). O autor propõe uma abordagem diferente, conhecida como *Customer Development*, em que o foco do processo está no cliente, e não no produto, passando por validações junto ao mercado para poder evoluir e se consolidar. Assim, é preciso entender quem é o cliente e quais são os seus problemas, para então criar as soluções com base nesses aspectos, validando continuamente

os elementos do modelo, em um processo que não segue uma lógica linear.

Ries (2012) apresenta uma metodologia similar, com base no trabalho de Blank (2003). Dessa forma, o autor propõe uma abordagem denominada “*Lean Startup*”, baseada nos conceitos da manufatura enxuta, que são aplicados no Sistema Toyota de Produção. Segundo o autor, os elementos do modelo de negócios da *startup* precisam ser validados diretamente com os usuários e os clientes, por meio de uma coleta de dados proveniente do uso efetivo do produto.

Apesar disso, é preciso reduzir o tempo para o lançamento de uma versão do produto, diminuindo os ciclos de planejamento, execução e entrega, com o objetivo de chegar a uma espécie de protótipo denominado Mínimo Produto Viável (MVP). Com ele, são validadas as hipóteses do modelo de negócio, verificando se haverá ou não a aceitação deste (RIES, 2012).

O *Business Model Generation*, proposto por Osterwalder e Pigneur (2011) apresenta uma forma inovadora de modelagem de negócios. Por meio de um quadro conhecido como “*Canvas*”, o negócio é desenhado, tendo por base os *insights* dos clientes, a ideação, o pensamento visual e a prototipagem, avaliando o ambiente de mercado e o próprio modelo de negócio no seu processo de construção. Dessa forma, o empreendedor consegue avaliar os componentes da técnica que envolvem os clientes, bem como a proposta de valor do negócio, os canais de comunicação e vendas, as fontes de receitas, os custos e os principais recursos, as atividades-chave e as parcerias.

Quadro 2 – Quadro-resumo das metodologias para criação e desenvolvimento de *startups*

<b>Autor</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Características</b>
Blank	<i>Customer Development</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Foco nos problemas dos clientes e em criar soluções para eles;</li> <li>* Validações contínuas dos elementos do modelo de negócios junto ao mercado;</li> <li>* O processo não segue a lógica linear.</li> </ul>
Ries	<i>Lean Startup</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Conceitos de manufatura enxuta;</li> <li>* Validações contínuas dos elementos do modelo de negócios junto a usuários e clientes;</li> <li>* Lançar uma versão reduzida do produto até tornar-se um protótipo denominado Mínimo Produto Viável – MVP, utilizado para validar o modelo de negócio.</li> </ul>
Osterwalder e Pigneur	<i>Business Model Generation</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Utilização de um quadro denominado “<i>Canvas</i>”;</li> <li>* O negócio é desenhado com a avaliação do ambiente de mercado e do modelo de negócio;</li> <li>* São componentes da técnica: clientes, proposta de valor do negócio, canais de comunicação e vendas, fontes de receitas, custos e principais recursos, atividades-chave e parcerias.</li> </ul>

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Blank (2003), Ries (2012) e Osterwalder e Pigneur (2011).



O quadro desenvolvido resume as principais metodologias para a criação e o desenvolvimento de *startups*, as quais estão alinhadas com a concepção de produtos e de modelos de negócios inovadores, com foco no cliente. Essas metodologias são importantes para que *a startup* se insira no mercado de forma contundente, obtendo a aceitação de seu produto ou serviço.

## 2.2 CAPITAL DE RISCO

### 2.2.1 O capital de risco e sua relação com o investimento em *startups*

O Capital de Risco, também conhecido como capital empreendedor, é uma das formas de captar recursos para realizar os planos e os projetos de longo prazo de um negócio (PERONI, 2015). Damodaran (2002) menciona que o risco pode ser definido em termos de variância dos retornos efetivos em relação ao retorno possível. Assim, um investimento é considerado livre de risco quando seu retorno efetivo é sempre igual ao retorno possível.

O autor comenta ainda que a presença de capital de risco é de grande importância para dar suporte às *startups*, uma vez que são empreendimentos de alto risco, com baixos índices de sobrevivência, fazendo com que o financiamento de suas operações seja dependente da oferta de capital privado de maior apetite a riscos (DAMODARAN, 2012).

Como as *startups* são empresas que operam em condições de extrema incerteza (RIES, 2012), elas podem demandar aportes de capital de risco, especialmente nas fases iniciais de seu desenvolvimento (MASON; HARRISON, 1996).

### 2.2.2 As modalidades de investimento PE/VC e investimento-anjo

O capital de risco compreende diversas modalidades de investimento, dentre elas o PE/VC, sigla derivada das letras iniciais dos termos “*Private Equity*” e “*Venture Capital*”, e o Investimento-Anjo (ABDI, 2010).

Conforme a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI, 2011), o *Private Equity*, em sua definição estrita, refere-se às participações acionárias (*equity*) em empresas de capital fechado (*private*) não listadas em mercados públicos de valores. Os investimentos de *Private Equity* são tradicionalmente divididos em *Venture Capital* e *Buyout*, em que o primeiro refere-se às participações minoritárias em empresas em estágios iniciais e o último às aquisições de controle acionário em empresas nos estágios mais maduros. Segundo

Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelatto (2008), “*Venture Capital*” é um termo da língua inglesa que geralmente é traduzido para o Português como “Capital de Risco”.

A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (2010) reitera que, apesar de estar claro que o VC é um tipo de investimento de PE, a definição tradicional de VC e *Buyout* não é um impedimento para que as organizações de PE/VC adquiram uma parte majoritária de ações de uma empresa em estágio inicial ou, da mesma forma, uma parcela minoritária das ações de uma empresa grande tradicional. Com efeito, o termo VC foi estabelecido como uma “marca” para investimentos em empresas que se situavam em estágios iniciais e, da mesma forma, PE para empresas em estágios mais maduros, para designar os segmentos distintos de atuação dos gestores.

Os investidores-anjo são indivíduos que cedem capital de risco a negócios novos e crescentes (MASON; HARISSON, 1996). Esse investidor utiliza a sua vivência e as suas competências para detectar negócios promissores que, com o acompanhamento correto e, muitas vezes, com uma sequência de rodadas de financiamento, proporcionam a entrada posterior em um veículo de PE/VC. O investimento-anjo é uma modalidade para financiamento de novos negócios (ABDI, 2010).

### 2.2.3 Estágios de investimento do PE/VC e investimento-anjo

No decorrer do ciclo de vida de uma empresa, são definidos os estágios de investimento em que uma organização recebe aportes de capital provenientes de diversas modalidades, como o PE/VC e o investimento-anjo. O Quadro 3, a seguir, apresenta as definições e as características de cada estágio de investimento, de acordo com a etapa do ciclo de vida em que a empresa se encontra:

Quadro 3 – Estágios de investimento baseados no ciclo de vida das empresas

(continua)

Ciclo de Vida	Estágio de Investimento	Conceito
Inicial	<i>Seed</i>	Conhecido como Capital Semente, é um pequeno aporte realizado na fase pré-operacional para o desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou, ainda, para testes iniciais de mercado ou registro de patentes.
	<i>Startup</i>	Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, geralmente ocorrendo do primeiro ao segundo ano de funcionamento. Nessa fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e efetuou todos os estudos necessários para colocar o plano de negócios em prática.
Desenvolvimento	<i>Venture Capital – Early Stage</i>	Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já testados comercialmente.

(conclusão)

Ciclo de Vida	Estágio de Investimento	Conceito
	<i>Venture Capital – Later Stage</i>	A empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que os que são criados pela geração interna, seja para poder ampliar a comercialização, seja para melhorar o produto, aumentar a capacidade produtiva e de distribuição, entre outros.
Expansão	<i>Private Equity – Growth</i>	Nesse estágio ocorre o aporte de capital para a expansão de empresa, que já possui linhas de produtos estabelecidas e marca consolidada. O aporte é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em formação de marca. A taxa de crescimento de vendas é, usualmente, superior a 25% ao ano.
Maturidade	<i>Private Equity – Later Stage</i>	A empresa já atingiu uma taxa de crescimento alta e estável, fluxo de caixa expressivo, marca consolidada e pode ser caracterizada como plataforma de expansão e aquisição de empresas do mesmo setor.
	<i>Distressed</i>	Investimentos destinados à reestruturação de empresas que estão a caminho ou já se encontram no estado de dificuldade financeira, concordata, etc.

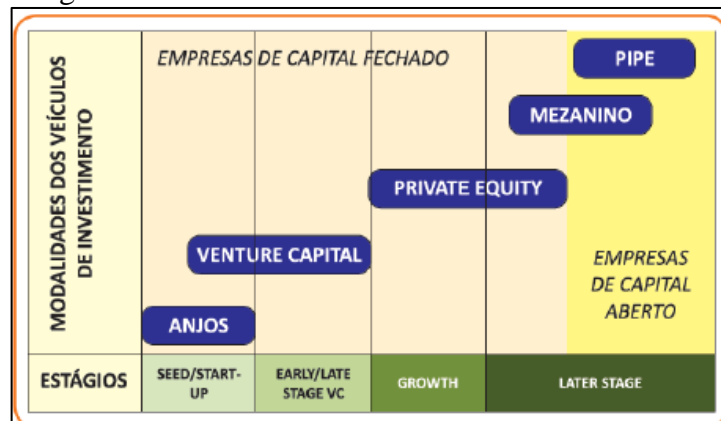
Fonte: Elaborado pelo autor conforme ABDI (2011).

A ABDI (2010) também menciona o conceito de veículo de investimento, que é uma estrutura legal na qual os investidores aplicam seu capital para que as organizações gestoras de PE/VC realizem os investimentos nas empresas. Existem variações das estruturas tradicionais de PE/VC e, em alguns casos, os próprios investidores atuam como organizações gestoras e administram recursos próprios, seja por meio de investimentos diretos, seja utilizando empresas de participações (holdings).

A agência salienta, ainda, que, embora os investidores-anjo não sejam considerados organizações gestoras, eles são um importante componente da cadeia de valor da indústria de PE/VC, constituindo o elo inicial para os investimentos em empresas no estágio *Seed* e *Startup* (ABDI, 2010).

A presença do PE/VC e do investimento-anjo é verificada nos estágios de investimento expostos na Figura 5, conforme segue:

Figura 5 – Estágios e modalidades de investimento PE/VC e investimento-anjo



Fonte: ABDI (2010, p. 100).

O *Equity Crowdfunding* destina-se ao financiamento de capital de empresas em estágio inicial (WANG et al., 2019). Salienta-se a existência de plataformas de *Equity Crowdfunding* que só aceitam, em seu processo de seleção, empresas que já tenham validado o seu MVP buscando, por meio da injeção de capital, atingir novas etapas no desenvolvimento do seu negócio (CAPTABLE, 2020).

## 2.3 EQUITY CROWDFUNDING

### 2.3.1 Crowdfunding: conceito e modalidades

O *Crowdfunding* é um termo genérico, utilizado para descrever uma forma cada vez mais difundida de captação de recursos, geralmente pela Internet, em que grupos de pessoas levantam dinheiro de forma coletiva, normalmente pequenas contribuições individuais, para apoiar uma meta específica (AHLERS et al., 2015).

O *crowdfunding* faz parte de um fenômeno mais amplo, o *crowdsourcing*, que pode ser visto como um método de distribuição de trabalho para um grande número de trabalhadores (a multidão), dentro e fora de uma organização, com o propósito de melhorar o processo de tomada de decisão, completar tarefas pesadas ou contribuir com a cocriação de *design* ou outros projetos (CHIU; LIANG; TURBAN, 2014).

O *crowdfunding* é composto pela junção das palavras de origem inglesa “*crowd*”, que significa plateia ou público, e “*funding*”, que se refere ao financiamento. Esse termo é conhecido no Brasil como “financiamento coletivo” (PERONI, 2015).

É possível verificar diferentes modalidades de *crowdfunding*, que diferem entre si, principalmente em razão da sua finalidade, sendo eles: (i) um modelo de recompensa, (ii) um modelo de pré-compra, (iii) um modelo de doação, (iv) um modelo de empréstimo e, por fim, (v) um modelo de participação, também conhecido como *equity crowdfunding* (BRADFORD, 2012).

No *Crowdfunding* de Recompensa, indivíduos ou empresas procuram contribuições financeiras de uma multidão de patrocinadores e oferecem uma recompensa, que é a entrega de um produto ou serviço (VISMARA, 2019). Os apoiadores, portanto, recebem recompensas ou garantem sua participação em uma pré-venda do serviço ou do produto que o idealizador do projeto pretende produzir (PERONI, 2015).

Nesse caso, o apoiador utiliza seus recursos para contribuir com um objetivo específico, seja para a realização de um projeto ou para a criação de um produto inovador,

com o intuito de receber uma contrapartida por isso, a qual não inclui participação nos lucros decorrentes do negócio (BRADFORD, 2012).

Dentre as fontes pesquisadas (BRADFORD, 2012; PERONI, 2015; VISMARA, 2019), a modalidade de pré-compra, foi apontada unicamente por Bradford (2012), que divide entre essa modalidade e a de recompensas, apontando a similaridade no fato de ambas não oferecerem retorno financeiro ao contribuinte. O autor comenta que, na modalidade de pré-compra, os apoiadores recebem o produto que o empreendedor está produzindo, enquanto na modalidade de recompensas o retorno pode se dar, por exemplo, com o nome do investidor nos créditos de um filme financiado. As outras fontes pesquisadas, no entanto, já incluem a possibilidade de aquisição do produto na modalidade de recompensa.

No modelo baseado em doação, os apoiadores doam recursos sem criar expectativas de retorno financeiro e a satisfação em ajudar uma causa é sua principal motivação (PERONI, 2015). Segundo Lukkarinen et al., (2016), o *crowdfunding* com base em doação é utilizado para coletar fundos de caridade em apoio a causas e projetos. Vismara (2019) vai ao encontro dessa afirmação ao mencionar que, no *crowdfunding* baseado em doações, os indivíduos ou organizações não-governamentais arrecadam dinheiro por uma causa, sem uma entrega material aos doadores.

Bradford (2012) aponta que, na modalidade de doação, embora o motivo do contribuinte seja a caridade, a motivação do destinatário pode não ser, apontando que as doações podem financiar empresas com fins lucrativos.

No *Crowdfunding* de Empréstimo, os contribuintes fornecem fundos de forma temporária, esperando o seu reembolso. Em alguns casos, são acordados juros sobre o montante emprestado e, em outros casos, os investidores têm o direito de receber somente o reembolso do valor principal (BRADFORD, 2012). Vismara (2019), por outro lado, afirma que os credores do *crowdfunding*, baseados em empréstimos, recebem taxas de juros fixas para participarem desse modelo.

A modalidade *Equity Crowdfunding* é uma forma de financiamento em que os empreendedores fazem uma chamada aberta para vender uma quantidade específica de ações ou títulos similares a ações, de uma empresa na Internet, na esperança de atrair um grande grupo de investidores. A chamada aberta e os investimentos ocorrem em uma plataforma *online*, que fornece os meios para as transações (AHLERS et al., 2015).

No Quadro 4, a seguir, serão expostas, de forma resumida, as modalidades de *crowdfunding*, bem como os autores que deram base teórica a essas definições:

Quadro 4 – Modalidades de *crowdfunding*

<b>Modalidade</b>	<b>Definição</b>	<b>Referências</b>
Recompensa	Indivíduos ou empresas procuram contribuições financeiras de uma multidão de patrocinadores e oferecem uma recompensa.	Bradford, 2012; Peroni, 2015; Vismara, 2019
Pré-compra	Indivíduos ou empresas procuram contribuições financeiras de uma multidão de patrocinadores e os apoiadores recebem o produto que o empreendedor está produzindo.	Bradford, 2012
Doação	Os apoiadores doam recursos, sem expectativas de retorno financeiro. É utilizado para coletar fundos de caridade em apoio a causas e projetos.	Bradford, 2012; Peroni, 2015; Lukkarinen et al., 2016; Vismara, 2019
Empréstimo	Os contribuintes fornecem fundos de forma temporária, esperando seu reembolso. Podem ou não oferecer juros ao investidor.	Bradford, 2012; Vismara, 2019
<i>Equity Crowdfunding</i>	Os empreendedores fazem uma chamada aberta para vender uma quantidade específica de ações ou títulos similares a ações de uma empresa na Internet, na esperança de atrair um grande grupo de investidores. O investimento coletivo é feito em uma empresa por meio de uma plataforma.	Ahlers et al., 2015

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

O Quadro 4 apresenta as modalidades de *Crowdfunding* e suas características. Cada modalidade de *Crowdfunding* tem uma finalidade, que deve ser avaliada não só pelo indivíduo que pretende aportar capital, mas também pelas empresas, indivíduos e instituições que pretendem captar recursos financeiros por meio das modalidades citadas.

Block, Hornuf e Moritz (2018) afirmam que o *equity crowdfunding* é uma ferramenta importante para que empresas jovens e inovadoras colham fundos no seu estágio inicial. Ralcheva e Roosenboon (2018), por sua vez, comentam que o *equity crowdfunding* é uma fonte de financiamento alternativa, sendo uma opção adotada entre as inovadoras empresas *startups*. Os autores salientam, ainda, que praticamente qualquer pessoa pode participar do financiamento da empresa inovadora e colher os possíveis benefícios da lucratividade e do ganho de capital, uma oportunidade anteriormente reservada para indivíduos de alta renda.

Nesse sentido, pode-se dizer que, além de possibilitar o desenvolvimento de empresas em estágio inicial, o *equity crowdfunding*, democratiza o investimento, dando acesso a um público de investidores que anteriormente não encontrava opções para participar do capital social de *startups*.

### 2.3.2 Plataformas de *equity crowdfunding* e a captação de recursos financeiros

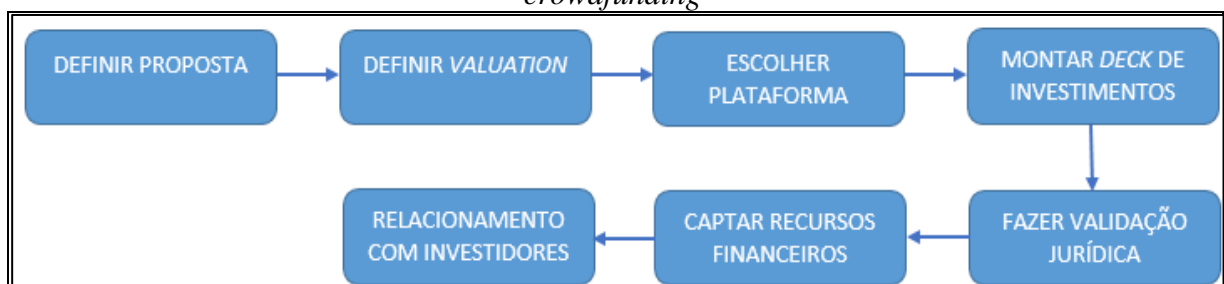
As plataformas de *crowdfunding* são o meio pelo qual os apoiadores ou investidores aportam recursos de capital para financiar determinada meta, como um novo produto, projeto ou o desenvolvimento de uma empresa em estágio inicial. Considerando-se o último caso, Vismara (2016) afirma que o desenvolvimento de plataformas *online* criou novas oportunidades para os empreendedores obterem capital inicial e para que investidores não profissionais não precisem de intermediários (como os bancos) para realizar os seus investimentos.

No caso específico das plataformas de *equity crowdfunding*, Wang et al. (2019) mencionam que elas estão no centro da transformação digital do financiamento de capital de risco em estágio inicial. Essas plataformas digitais foram originalmente anunciadas como uma força democratizadora no financiamento das primeiras fases de um empreendimento, devido ao seu papel de facilitadoras do intercâmbio entre empreendedores e uma multidão de pequenos investidores não profissionais. Entretanto, as plataformas de *crowdfunding* também atraem investidores profissionais, como é o caso dos investidores-anjo.

As plataformas *online* desempenham um papel importante no mercado de *equity crowdfunding*, que vai além de facilitar a transferência de informações entre empreendedores e investidores. Com o passar do tempo, as plataformas introduziram serviços para ajudar os empreendedores a desenvolver seus negócios, lançar campanhas com sucesso e gerenciar com eficiência esse processo (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018).

Para angariar os fundos necessários, as empresas em estágio inicial devem fazer o lançamento de uma oferta pública, por meio de uma campanha de *equity crowdfunding*, realizada na plataforma escolhida. Na Figura 6, a seguir, é possível encontrar, de forma simplificada, um exemplo de como esse processo pode ser desenvolvido:

Figura 6 – Etapas do lançamento de oferta pública para captação de recursos via *equity crowdfunding*



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em Peroni (2015).

Ao analisar a Figura 6, é possível notar que a etapa “definir proposta” exige que o empreendedor defina com clareza a proposta de investimento, que consiste no montante de recursos necessários e para quais fins serão usados. Na sequência, a etapa “definir *valuation*” consiste, tradicionalmente, em verificar o valor da empresa, que será utilizado como base para definir qual é o percentual equivalente ao montante de recursos que se busca captar. Na etapa “escolher a plataforma”, por outro lado, o empreendedor deve selecionar a plataforma mais adequada para os seus objetivos, considerando o histórico de captação de recursos, as taxas de intermediação e os termos de uso e políticas (PERONI, 2015).

O “*deck* de investimentos” ou *pitch deck*, citado na etapa seguinte, é uma apresentação detalhada do negócio e da oportunidade de investimento. Posteriormente, é preciso fazer a validação jurídica da documentação que envolve esse processo e, em virtude de uma exigência da legislação atual, é necessário comunicar oficialmente a Comissão de Valores Mobiliários – CVM que a empresa está utilizando esse mecanismo de captação de recursos. Com a captação dos recursos dos investidores, a empresa iniciará o seu projeto de crescimento, atualizando os investidores sobre a evolução deste e da forma como os recursos estão sendo investidos (PERONI, 2015).

### **2.3.3 O desenvolvimento do *equity crowdfunding* no Brasil e no mundo**

O *equity crowdfunding* tem se desenvolvido de diferentes maneiras ao redor do mundo. Ao longo dos anos, ocorreu o surgimento de plataformas *online*, o que possibilitou o desenvolvimento de campanhas e a arrecadação de um valor expressivo por algumas delas.

Rossi e Vismara (2018) apresentam um histórico do surgimento dessas plataformas e de marcos que ocorreram por meio da realização das campanhas nelas lançadas. Segundo os autores, é possível destacar campanhas que ocorreram na plataforma do Reino Unido *CrowdCube*, como a da empresa Chilango, que lançou, em 2014, os primeiros *mini-bonds* de *crowdfunding*, levantando mais de 2 milhões de libras de mais de 700 investidores.

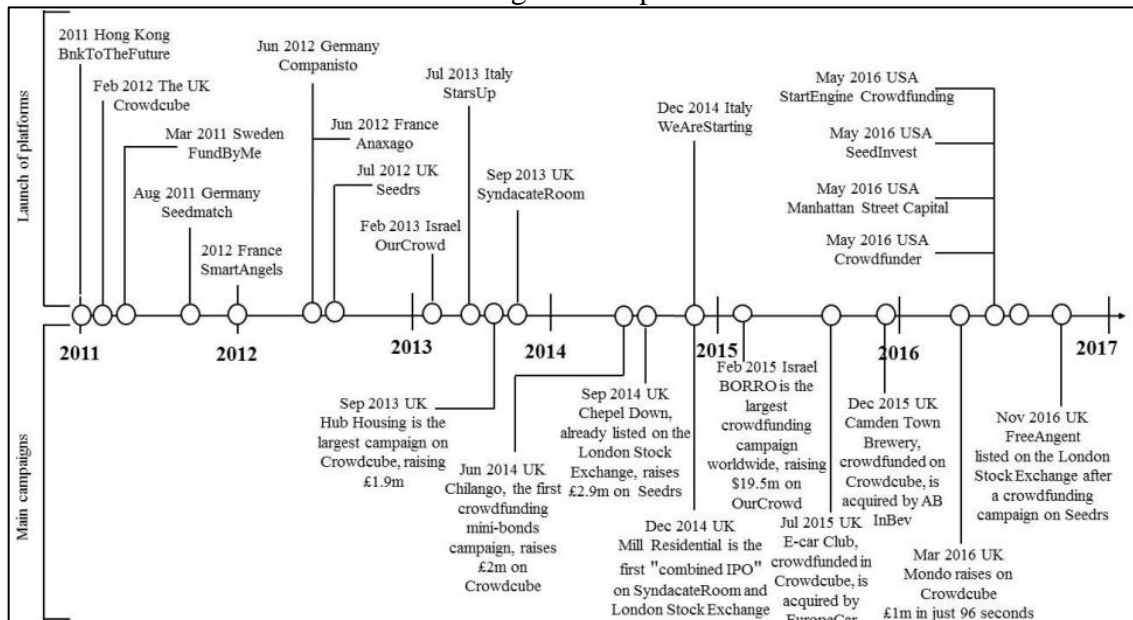
A primeira realização do lucro no *crowdfunding* em todo o mundo ocorreu nessa mesma plataforma em 2015, com a empresa E-Car sendo vendida para a Europecar. Outra campanha importante é a da Mondo, que levantou 1 milhão de libras em apenas 96 segundos. Existem conexões entre *equity crowdfunding* e IPOs. Na plataforma Seedrs, a empresa FreeAgent foi a público na Bolsa de Valores de Londres, sendo a primeira do portfólio a conseguir um IPO (ROSSI; VISMARA, 2018).

A Figura 7, a seguir, apresenta o surgimento dessas plataformas, bem como os



marcos que surgiram por meio das campanhas realizadas. Com sua utilização, é verificado o surgimento de diversas plataformas importantes no mundo, como a *Crowdcube* e a *Seedrs*, no Reino Unido e a *SeedInvest*, nos Estados Unidos. Outros dados apresentados são campanhas importantes que foram desenvolvidas ao longo do tempo:

Figura 7 – O lançamento de plataformas e campanhas relevantes de *equity crowdfunding* ao longo do tempo



Fonte: Rossi e Vismara (2018, p. 21).

No Brasil, o desenvolvimento do *crowdfunding* foi possibilitado por sites como o Vakinha e também pelo Catarse. Em seu site, a plataforma Catarse informa que iniciou suas atividades em 2011, com o objetivo de auxiliar o financiamento de projetos criativos no Brasil. Desde sua fundação até o momento atual, a plataforma já direcionou 136 milhões aos 13.503 projetos nela publicados, sendo que 750.426 pessoas já apoiaram pelo menos 1 projeto (CATARSE, 2020).

Existem diversas plataformas de *equity crowdfunding* no País. Entre elas, pode-se citar a Startmeup que, conforme o seu site, foi a primeira plataforma de *crowdfunding* de investimentos do Brasil, fundada em Fevereiro de 2013 (STARTMEUP, 2019).

Outra plataforma de *equity crowdfunding* presente no Brasil é a Eqseed, fundada em 2014 e na qual, até o momento atual, conforme informações de seu site, foi investido um valor em torno de 32,7 milhões de reais, por meio de 31 rodadas de investimento (EQSEED, 2020).

Por fim, pode-se citar a plataforma CapTable que, segundo seu site, tem o propósito de auxiliar empreendedores da nova economia a escalarem seus negócios, aproximando investidores de empreendedores com propósito (CAPTABLE, 2020).

Outro aspecto que relacionado à prática do *equity crowdfunding* em um determinado país é o regulatório. Lukkarinen et al. (2016) salientam que os regulamentos em torno do tema diferem entre os países.

Nos Estados Unidos, a Lei *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS), assinada em 05 de abril de 2012, introduziu o potencial de mudança na forma como os empresários buscam financiamento de capital no País. Especificamente, essa lei estabeleceu uma série de mudanças regulatórias destinadas a aumentar o acesso ao financiamento para pequenas empresas. Mais notavelmente, o Título III da lei permite que as empresas angariem capital acionário por meio de transações de *crowdfunding online* (CUMMINGS et al., 2019).

O primeiro país da Europa a definir uma regulamentação de investimentos em *crowdfunding* foi a Itália, em dezembro de 2012. O *Decreto Crescita 2.0* permitiu que *startups* e pequenas e médias empresas angariassem fundos, colocando títulos de valores mobiliários de forma *online*. Na França, o regulamento de *equity crowdfunding* permite tanto títulos de ações como títulos de taxa fixa (ROSSI; VISMARA, 2018).

Já na Alemanha, as plataformas de *equity crowdfunding* são regulamentadas, desde Abril de 2015, pelo ato de proteção ao pequeno investidor – *Kleinanlegerschutzgesetz*. A Espanha regulou o tema com a *Ley de Fomento a la Financiación Empresarial*. O governo português adotou um regulamento de *crowdfunding* baseado em investimentos, em Agosto de 2015, por meio da Lei de *Crowdfunding*. Regulamentos referentes à temática foram aprovados em 2015 na Áustria e na Suíça e, em 2016, na Finlândia e na Holanda (ROSSI; VISMARA, 2018).

No Reino Unido, a regulamentação ocorreu em 2014, por meio da Declaração de Política da FCA PSI14/4. A *Financial Conduct Authority* (FCA) supervisiona as plataformas de *crowdfunding* baseadas em investimentos (ROSSI; VISMARA, 2018). Além disso, para encorajar o público a investir em novas empresas, o governo do Reino Unido ofereceu incentivos fiscais por meio do *Seed Enterprise Investment Scheme* - SEIS - e do *Enterprise Investment Scheme* - EIS (WANG et al., 2019).

Ambos os esquemas são projetados para ajudar pequenas empresas, sediadas no Reino Unido, a obter financiamento oferecendo alívio fiscal sobre novas ações dessas empresas (VULKAN; ÅSTEBRO; SIERRA, 2016).

No Canadá, os regulamentos de *equity crowdfunding* foram feitos por província. A primeira delas a adotar uma regulamentação legal foi a Província de Saskatchewan, em 2013, por meio da Ordem Geral 45-925 - *Saskatchewan Equity Crowdfunding Exemption*. Um grande passo à frente foi dado em 2015, quando as províncias de *British Columbia*,

Saskatchewan, Manitoba, Quebec, Nova Brunswick e Nova Scotia adotaram o regulamento por meio do *Startup Crowdfunding Registration and Prospectus Exemptions* (ROSSI; VISMARA, 2018).

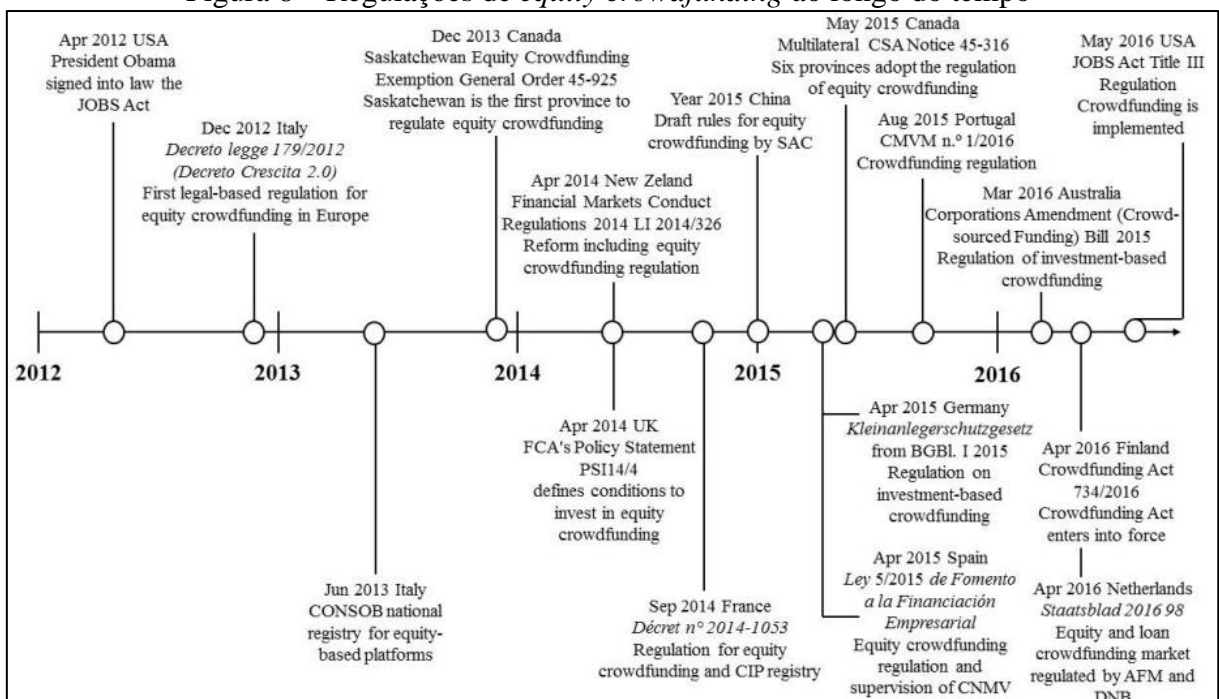
Os regulamentos de *crowdfunding* são extremamente detalhados nas províncias canadenses. Eles são impostos a todas as partes envolvidas na segurança do processo de oferta: financiadores, emissores e plataformas *online* (CUMMING; ZHANG, 2018).

Na China, um projeto de regulamentação foi fornecido pela Comissão de Ativos do Estado, em 2015. No Japão, a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio foi aprovada em maio de 2015, fazendo com que os títulos de ações fossem negociados por *crowdfunding* baseado em investimento. Na Coreia do Sul, a Lei dos Serviços de Investimento Financeiro e Mercado de Capitais entrou em vigor em 2016 e regulou o *equity* e o *debt crowdfunding* (ROSSI; VISMARA, 2018).

A Nova Zelândia, por sua vez, adotou um regulamento específico de *equity crowdfunding* quando foi feita a reforma do Regulamento sobre o Mercado Financeiro em 2014. Na Austrália, o *crowdfunding* baseado em investimentos tem sido praticado por investidores profissionais desde 2007 (ROSSI; VISMARA, 2018).

A Figura 8, a seguir, apresenta o surgimento dessas legislações nos países ao longo do tempo, sendo possível verificar que diversos deles buscaram regulamentar o *equity crowdfunding*:

Figura 8 – Regulações de *equity crowdfunding* ao longo do tempo



Fonte: Rossi e Vismara (2018, p. 20).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários publicou a Instrução n. 588, de 13 de Julho de 2017, visando regulamentar o mercado de *equity crowdfunding*. Entretanto, conforme a Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2020), as práticas de *Equity Crowdfunding* iniciaram no Brasil em 2014. A primeira captação *online* ocorreu em junho de 2014 e foi realizada por meio da plataforma Broota, atual Kria (PERONI, 2015).

Anteriormente à regulamentação advinda pela Instrução CVM n. 588, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, o *Equity Crowdfunding* era regrado pela Instrução CVM n. 400, que dispõe sobre as ofertas públicas e a distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário (PERONI, 2015; CVM, 2019a; 2019b).

A Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2020) aponta diferenças na nova legislação em comparação à antiga. Anteriormente, apenas microempresas optantes pela Lei do Simples ou pequenas empresas que fossem companhias limitadas, com faturamento anual inferior a 3,6 milhões de reais, poderiam captar por meio do *Equity Crowdfunding*, sendo que a captação era limitada a 2,4 milhões de reais anuais. Atualmente, qualquer tipo de sociedade com faturamento anual de até 10 milhões de reais é elegível para captação, inclusive Sociedades Anônimas. O levantamento anual de capital pode ser de até 5 milhões de reais. Com a nova regulamentação, espera-se que o Brasil tenha um ambiente com maior transparência e segurança jurídica, de maneira que essa prática possa continuar avançando no País.

#### **2.3.4 Fatores de influência do *equity crowdfunding***

O *Equity Crowdfunding* pode ser influenciado por diversos fatores explorados em estudos acadêmicos. Esses fatores são determinantes para o sucesso ou o fracasso da campanha de EC. Este estudo acata, principalmente, fatores de influência citados em um artigo feito por Cummings et al. (2019). Apesar disso, também cita a obra de outros autores, que embasaram fatores definidos previamente para esta pesquisa, os quais serão abordados nesta seção.

Em complemento, especificamente para o estudo de Cummings et al. (2019), os fatores citados foram extraídos por meio de uma análise de conteúdo qualitativa, utilizando 540 comentários de participação pública, submetidos à SEC, entre 2013 e 2015, em resposta aos regulamentos de *Equity Crowdfunding* propostos.

Por meio da análise foram descobertos os principais interesses, expectativas e preocupações apontados pelos *stakeholders* do EC. A partir dos temas em comum, foram expostos fatores e também proposições quanto à realização de pesquisas futuras citadas (CUMMINGS et al., 2019).

Para fins didáticos, esses fatores serão agrupados em 4 categorias maiores, conforme as similaridades de determinadas especificidades de cada fator. As categorias serão denominadas da seguinte forma: Fatores do Ambiente, Fatores Financeiros e de Performance, Fatores Operacionais e Fatores associados à Gestão e ao Negócio.

#### 2.3.4.1 Fatores do ambiente

O grupo “Fatores do Ambiente”, composto pelos fatores Democratização do Acesso, Legislação e Cultura de Investimento, envolve fatores que possuem uma abrangência mais generalista, proveniente das características de um grande grupo, como o de investidores, ou que atingem a esse grande grupo de pessoas de forma ampla.

Como exemplo disso, o fator “Cultura de Investimento” traz características que atingem a toda a população de investidores, como a educação financeira e sua compreensão sobre aspectos macroeconômicos e como esses aspectos atuam sobre eles, fazendo com que optem ou não por determinada modalidade de investimento, como o EC.

##### 2.3.4.1.1 Democratização do acesso

Este fator sugere que o *Equity Crowdfunding* tem um forte papel democratizador, pois amplia o acesso para que os indivíduos aportem valores em *startups* o que, por vezes, não era possível de outra forma devido ao fato de os *tickets* iniciais de investimento serem mais altos. Além disso, ele amplia a possibilidade de as *startups* obterem o capital necessário para seu crescimento, o que não estava sendo disponibilizado de outra maneira.

Há autores que afirmam que investir em *startups* era destinado a indivíduos de alta renda (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018). Ao se ampliar a base de investidores, o EC vai democratizar o acesso e pode reduzir as barreiras para que os empresários obtenham capital (CUMMINGS et al., 2019).

#### 2.3.4.1.2 Legislação

A legislação é um fator de influência que atua sobre o *Equity Crowdfunding*. Ela pode ser uma influência positiva, quando regulamenta o mercado, dá segurança aos *stakeholders* e confiabilidade ao processo, ou negativa, quando burocratiza em excesso ou mesmo é omissa em pontos que poderiam alavancar a prática do EC.

Para Hornuf e Schwienbacher (2017), uma regulamentação sob medida pode ser necessária para o *Equity Crowdfunding*, uma vez que a regulamentação de títulos lida principalmente com a regulamentação de grandes emissões e, portanto, impõe custos significativos que são proibitivamente altos para pequenas empresas. Assim, uma legislação específica para esse mercado pode fomentar o seu desenvolvimento.

#### 2.3.4.1.3 Cultura de investimento

Conhecer o *Equity Crowdfunding* é essencial para que o investidor brasileiro possa fazer aportes financeiros nessa modalidade. A cultura de investimento não está apenas ligada ao EC, mas também a diversos fatores que influenciam o mercado financeiro, como entender os impactos da política econômica, conhecer os produtos financeiros disponíveis no mercado, entre outros. A função de educar o investidor para o EC é atividade relevante das plataformas, visando o crescimento dessa modalidade no País, o que significa que a cultura de investimento pode influenciar o EC.

Cummings et al. (2019) sugerem que seja pesquisada a forma como a cultura da população do País influencia os empreendimentos relacionados ao EC. Sendo assim, o contexto sugerido foi adotado no roteiro das entrevistas, fazendo com que a influência da cultura da população nesse investimento fosse analisada neste estudo.

#### 2.3.4.2 Fatores financeiros e de *performance*

O grupo “Fatores Financeiros e de *Performance*” abrange fatores de influência ligados ao lucro e à sua realização, a possibilidade de perda do capital investido e o acompanhamento de indicadores que demonstram a evolução de aspectos ligados não só à questão financeira, mas também à *performance* do negócio em si, sendo relativo à *startup* investida. Dentro desse grupo estão os fatores Liquidez, Monitoramento de Indicadores, Relação Risco e Retorno Financeiro e *Valuation*.

#### 2.3.4.2.1 Liquidez

A liquidez é um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*, pois os investidores querem obter lucro com o investimento realizado, e para realizar este lucro, devem transformar seus títulos em dinheiro. Para isto, é necessário haver demanda de compra para estes títulos citados.

O conceito de liquidez de um ativo é definido como o tempo ideal esperado para que o ativo seja convertido em valores financeiros (LIPPMAN; MCCALL, 1986). Entretanto, o *Equity Crowdfunding* enfrenta uma falta geral de liquidez em mercados secundários (CUMMINGS et al., 2019).

#### 2.3.4.2.2 Monitoramento de indicadores

O monitoramento dos indicadores de uma *startup* possibilita a verificação da evolução da empresa ao longo do tempo, de modo que o investidor possa evidenciar o seu crescimento. Quando uma empresa apresenta seu projeto para um investidor, diversos tipos de números, informações e métricas mostram os resultados, as promessas e a saúde do negócio (KEPLER, 2018).

O monitoramento contínuo das atividades da *startup* é vital para proteger os interesses de investidores. A falta de interesse no monitoramento também poderia ter implicações para as *startups* pois, muitas vezes, recebem conselhos úteis de investidores. As plataformas são suscetíveis a facilitar a capacidade dos investidores de monitorar seus investimentos (CUMMINGS et al., 2019), o que pode ter um efeito de influência na captação de recursos financeiros por EC.

#### 2.3.4.2.3 Relação risco e retorno financeiro

No âmbito das Finanças, o risco é definido em termos da variabilidade dos retornos observados de um investimento em comparação ao retorno esperado do investimento. Aqueles que desejam grandes recompensas precisam também estar dispostos a se expor a um risco considerável. A relação entre risco e retorno fica mais visível quando da tomada de decisão envolvendo investimentos (DAMODARAN, 2008).

O autor comenta ainda que a presença de capital de risco é de grande importância para dar suporte às *startups*, uma vez que são empreendimentos de alto risco, com baixos

índices de sobrevivência, fazendo com que o financiamento de suas operações seja dependente da oferta de capital privado de maior apetite a riscos (DAMODARAN, 2012).

Entende-se que as *startups* possuem um risco considerável, podendo também representar um relevante retorno ao investimento. A relação entre o risco e o retorno financeiro pode influenciar na tomada de decisão do investimento e é um fator de influência do EC.

#### 2.3.4.2.4 *Valuation*

O *valuation* é um termo da língua inglesa que significa “Avaliação de Empresas”. Tradicionalmente, o *valuation* consiste em verificar o valor da empresa, que será usado como base para definir qual é o percentual equivalente ao montante de recursos que se busca captar (PERONI, 2015).

Nos pequenos empreendimentos em vias de expansão, a avaliação desempenha um papel fundamental na hora de procurar capitalistas de risco ou investidores em empresas de capital fechado, como fontes de fornecimento de capital próprio. A participação societária que ambos exigirão em troca de seus investimentos dependerá do valor que atribuírem à empresa (DAMODARAN; DA CUNHA SERRA, 2000) e, dessa forma, pode ser considerada um fator de influência do *Equity Crowdfunding*.

#### 2.3.4.3 Fatores operacionais

O grupo “Fatores Operacionais” abrange os fatores ligados ao processo que envolve o *Equity Crowdfunding*, como os critérios utilizados nas etapas de seleção de *startups* pela plataforma, o planejamento e a execução da campanha de EC e a influência mútua entre os *stakeholders*. Nesse grupo, encontram-se os fatores *Pitch deck*, a Atuação da Plataforma na Campanha de *Equity Crowdfunding*, a Comunicação entre *Stakeholders*, a *Due diligence* e a Percepção da Qualidade das Plataformas de EC.

##### 2.3.4.3.1 *Pitch deck*

O *Pitch deck* é o material que apresenta a *startup* ao público investidor. Um *pitch* deve posicionar o investidor acerca das informações indispensáveis para que possa considerar aportar recursos na *startup*. O *pitch* adequado deve elencar pontos como: a exposição do



problema e a sua solução, o mercado, os concorrentes, o modelo de negócio, a demonstração, a equipe, as expectativas, o investimento e um encantamento final (KEPLER, 2018).

Por requerer que as *startups* forneçam um conjunto relativamente abrangente de divulgações, o EC dá aos investidores a capacidade de avaliar com eficiência as empresas em estágio inicial em uma série de dimensões importantes. As plataformas estão suscetíveis a fornecer informações mais completas sobre os empreendimentos nascentes e as oportunidades de investimento (CUMMINGS et al., 2019).

Por abranger um conjunto de informações importantes para a tomada de decisão do investidor, o *Pitch deck* é considerado um fator de influência do *Equity Crowdfunding*.

#### 2.3.4.3.2 Atuação da plataforma de EC na campanha

Pode-se dizer que a forma ativa de atuação das plataformas dentro da campanha *Equity Crowdfunding* é relevante e visa a captação dos recursos financeiros. As plataformas *online* desempenham um papel relevante, não só facilitando a transferência de informações entre os empreendedores e os investidores, mas também disponibilizando serviços para ajudar os empreendedores a desenvolver seus negócios, lançar campanhas de sucesso e gerenciar com eficiência esse processo (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018). Dessa forma, a atuação da plataforma pode influenciar o EC.

#### 2.3.4.3.3 Comunicação entre *stakeholders*

As plataformas, além de outras atribuições, desempenham o papel de facilitar a transferência de informações entre empreendedores e investidores (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018). Wang et al. (2019) afirmam que as plataformas de *crowdfunding* atraem investidores profissionais, como investidores-anjo, e também pequenos investidores não profissionais, concluindo que existem evidências de fluxo de informação entre eles nas plataformas citadas.

O mais amplo acesso às informações faz mais do que apenas fornecer caminhos eficientes para a comunicação da *startup* com o investidor ou entre investidores. A sabedoria coletiva de investidores em EC que apoiam uma *startup* pode ser um sinal mais forte de probabilidade de sucesso do empreendimento do que a decisão única de um investidor sofisticado e abastado (CUMMINGS et al., 2019).

Sendo assim, a comunicação entre *stakeholders*, que deve ser facilitada pela

plataforma, é um fator que pode vir a influenciar o *Equity Crowdfunding*, atuando diretamente no sucesso da campanha.

#### 2.3.4.3.4 *Due diligence*

A *due diligence* engloba a coleta dos dados necessários para verificar a situação atual do empreendimento que se deseja adquirir, se há a ocorrência de passivos e possíveis contingências, bem como a avaliação do impacto de tais aspectos no valor da operação (WALD; MORAES; WAISBERG, 2009).

Cumming e Zhang (2018) afirmam que as plataformas podem variar no grau de *due diligence* exercida no processo de seleção da *startup*. Os autores também descobriram que a *due diligence* está associada a maiores fundos arrecadados e a uma maior porcentagem de campanhas bem-sucedidas.

Assim, a *due diligence* é um fator de influência do EC, uma vez que pode atuar sobre aspectos relacionados à seleção das plataformas, à quantia de valores arrecadados nas campanhas e no seu respectivo sucesso.

#### 2.3.4.3.5 Percepção da qualidade das plataformas

Segundo Ahlers et al. (2015), é por meio da plataforma online que ocorre a interligação entre os investidores e os empreendedores. Cummings et al. (2019) sugerem uma pesquisa futura que possa examinar se as diferenças referentes à qualidade das plataformas existem e como elas podem ser medidas. Sendo assim, esse contexto foi adotado no roteiro das entrevistas, fazendo com que a percepção da qualidade da plataforma fosse analisada neste estudo.

#### 2.3.4.4 Fatores associados à gestão e ao negócio

Por fim, o grupo “Fatores Associados à Gestão e ao Negócio” compreende como os aspectos ligados ao negócio, ao modelo de gestão e à transparência das informações gerenciais das *startups* influenciam os *stakeholders* ligados ao EC. Esse grupo compreende os fatores Governança Corporativa, Time de Gestão e Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação.

#### 2.3.4.4.1 Governança corporativa

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. A Governança Corporativa é importante para os planos de crescimento das *startups* e *scale-ups*. Ela está associada à transparência e à melhoria da gestão e está presente na agenda da maioria dessas empresas (IBGC, 2020).

Assim como em outros mercados de ações públicas (por exemplo, IPOs), o financiamento coletivo abre a propriedade do empreendedor da *startup* para investidores externos, expondo assim as empresas a desafios de governança (CUMMINGS et al., 2019). Considerando-se o exposto, a Governança Corporativa pode influenciar o *Equity Crowdfunding*.

#### 2.3.4.4.2 Time de gestão

O time de gestão, sejam os fundadores ou os colaboradores contratados, é importante para transmitir confiança de que a *startup* tem condições administrativas e técnicas para crescer e colocar seu plano de ação em prática, mudar o rumo ou fazer o necessário para que possa ser sustentável.

Barbi e Mattioli (2019) mostram que a educação e a experiência profissional dos membros da equipe influenciam o capital total levantado e o número de investidores em campanhas de EC. Assim, as características do time de gestão atuam sobre os resultados do EC, de maneira que esse item pode ser considerado um fator de influência.

#### 2.3.4.4.3 Compreensão e engajamento com o negócio e com o mercado de atuação

Compreender o negócio e o mercado de atuação da *startup* ou considerá-los relevantes e promissores é uma premissa para que o investimento seja efetivado. De acordo com Lukkarinen et al. (2016), os consumidores podem se sentir mais confortáveis investindo em produtos que conhecem ou entendem.

O mesmo ocorre para determinado mercado de atuação, como por exemplo o citado por Vismara (2019), que demonstra que empreendimentos orientados para a sustentabilidade (como os que não dependem da exploração privada de recursos do meio-ambiente)

influenciam o EC. Isso ocorre porque há alguns investidores que consideram, além da lógica de mercado, uma lógica comunitária, o que atrai um número maior de investidores.

#### 2.3.4.5 Fatores de influência verificados em outras pesquisas acadêmicas

O tema “Fatores de Influência do EC” vem sendo estudado pela Academia e as pesquisas estão trazendo à tona forças que atuam sobre o *Equity Crowdfunding* e que podem aumentar o sucesso das campanhas realizadas.

Nasafi, Pangemanan e Sfenrianto (2020) realizaram uma pesquisa em Jacarta, na Indonésia, e concluíram que os fatores que afetam a intenção da sociedade em utilizar a plataforma de EC na Indonésia garantem o sucesso das campanhas da plataforma de EC e o estágio de maturidade do projeto.

Foram analisados efeitos significativos, como é o caso do de proximidade geográfica e semelhança de idade, ao explicar a probabilidade de que um investidor financie uma campanha de *Equity Crowdfunding* (GIUDICI; GUERINI; ROSSI-LAMASTRA, 2020).

Também foi encontrado um artigo que revelou que a proporção do investimento do investidor-líder na meta de financiamento e sua experiência de investimento estão positivamente relacionadas ao desempenho da captação de recursos (SHEN, 2020).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo serão apresentados o delineamento, os critérios de qualidade e os procedimentos de coleta de análise da pesquisa realizada.

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

A pesquisa desenvolvida é de caráter exploratório. Esse tipo de pesquisa se mostra adequado quando o pesquisador possui um problema ou uma questão de pesquisa que apresente poucos ou nenhum estudo prévio e o pesquisador visa obter *insights* para uma investigação mais rigorosa (COLLIS; HUSSEY, 2005). O objetivo dos estudos exploratórios consiste em procurar ideias, padrões ou testar hipóteses, visando contribuir com o campo de estudo (MALHOTRA, 2019).

Na pesquisa exploratória, “a coleta de dados compreende: levantamento bibliográfico, entrevistas com pessoas experientes em relação ao assunto, análise de exemplos” (GIL, 2016, p. 27). Seguindo essa linha de raciocínio, Lakatos e Marconi (2017, p. 222) afirmam que a pesquisa exploratória possibilita uma “maior familiaridade com o problema e a construção de hipóteses”, podendo-se elencar a pesquisa bibliográfica, o estudo de caso e o levantamento de campo.

No que tange à abordagem metodológica, este estudo enquadra-se como sendo de caráter qualitativo. Segundo Merriam (2002), a pesquisa qualitativa configura-se como um conceito “guarda-chuva” uma vez que, segundo a autora, por meio da pesquisa qualitativa são abrangidas diversas formas de pesquisa que visam auxiliar na compreensão e na explicação dos fenômenos sociais da forma mais aproximada possível do ambiente natural.

É por meio da pesquisa qualitativa que se encontra uma maneira de compreender os significados de experiência pessoais que podem ter significado na vida das pessoas (STAKE, 2011). Nesse sentido, a pesquisa qualitativa permite ao pesquisador aprofundar a análise, visto que parte de um contexto de pesquisa (GIBBS, 2009). É por meio da pesquisa qualitativa que o campo de pesquisa social evolui, considerando-se que é por meio dela que ocorre a migração da lógica de explicações de causa e efeito na interpretação (STAKE, 2011). Merriam (2009), por sua vez, destaca algumas características comuns nas pesquisas qualitativas, sendo elas:

- a) busca pelo entendimento do significado das construções realizadas pelos indivíduos, ou seja, na compreensão dos sujeitos e não no viés do pesquisador;

- b) o pesquisador é o principal instrumento de coleta e de análise dos dados;
- c) em geral, as pesquisas qualitativas envolvem trabalho de campo;
- d) o resultado tende a trazer riqueza em termos descritivos, visto que possui enfoque nos significados, nos processos e no entendimento.

O método empregado neste estudo consiste no Estudo Qualitativo Genérico, ou seja, na Pesquisa Qualitativa Básica. Esse tipo de estratégia diferencia-se dos demais estudos qualitativos, uma vez que busca compreender os fenômenos ou os processos a partir da visão de mundo e das perspectivas dos sujeitos entrevistados. Além disso, esse tipo de pesquisa foca na forma como os indivíduos realizam a interpretação e a construção de significado a partir de suas experiências (MERRIAM, 2002; 2009). Para tanto, o estudo se pauta em três características centrais, que são: foco na interpretação das experiências, na construção de mundo de cada sujeito e no significado por eles atribuído às experiências vivenciadas (MERRIAM, 2002).

Em sua definição, Godoy (2006) aponta os estudos qualitativos genéricos como aqueles que, em geral, não possuem os requisitos necessários para serem caracterizados como estudos de caso. Contudo, devido ao rigor com o qual são conduzidos, bem como ao objetivo de descrever os significados atribuídos pelos entrevistados às suas experiências, são considerados estudos consistentes. Percy, Kostere e Kostere (2015), por outro lado, afirmam que a pesquisa qualitativa genérica deve ser considerada enquanto estratégia de pesquisa quando assumem-se os aspectos subjetivos que a pesquisa qualitativa possui e, a partir disso, o relato de experiência e de interpretação de mundo embasa a análise do pesquisador.

Cabe salientar a importância de os estudos qualitativos genéricos demonstrarem sua confiabilidade a partir da amostra selecionada (entrevistados), da condução das entrevistas, da observação e análises dos dados, levando em consideração aspectos como a saturação teórica, a triangulação e o *feedback* dos entrevistados acerca dos conteúdos (COOPER; ENDACOTT, 2007).

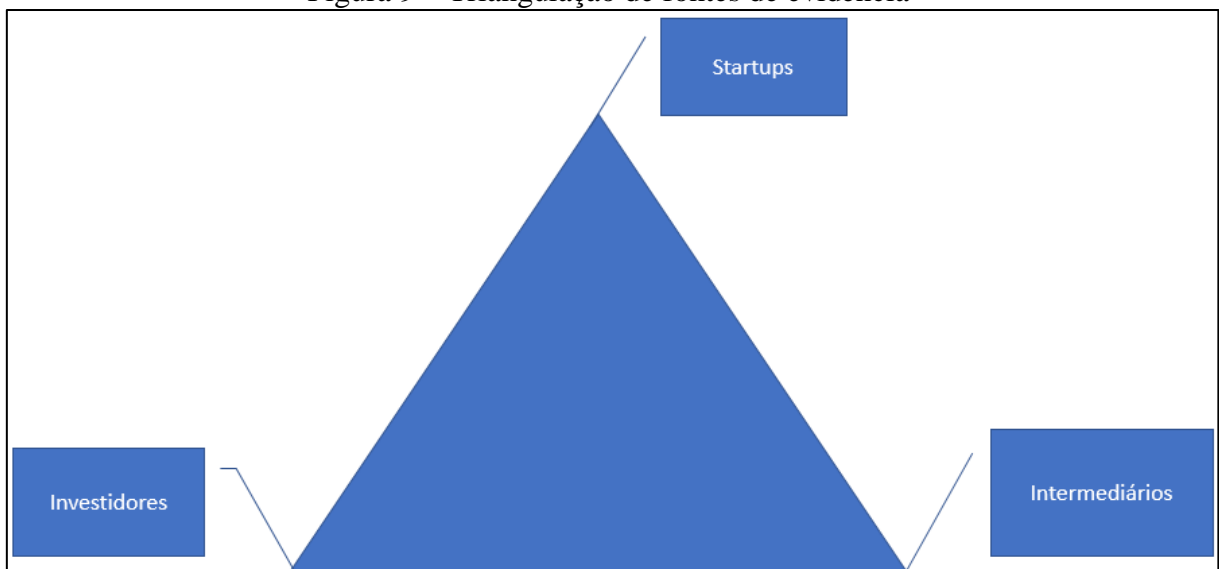
Compreende-se que o presente estudo tenha atendido aos critérios estabelecidos pelos autores, ao passo que buscou demonstrar o rigor com que o método escolhido foi operacionalizado.

### 3.2 CRITÉRIOS DE QUALIDADE ADOTADOS PARA A PESQUISA

Nos estudos qualitativos, é comum a adoção de práticas que afirmam qualidade e confiabilidade ao estudo, sendo que a mais comum é a triangulação (COOPER; ENDACOTT,

2007; YIN, 2015). Dentre as possibilidades metodológicas existentes, é possível triangular dados, avaliadores ou fontes, teorias e métodos. Os dados triangulados são as fontes de evidência, compreendidas como *startups*, os investidores e os intermediários, os quais estão expressos na Figura 9, apresentada a seguir. Em uma pesquisa, “o uso da triangulação de fontes de evidência, métodos, perspectivas e observadores aumenta a qualidade da pesquisa à medida que lhe atribui mais rigor, complexidade e profundidade” (BRUNING; GODRI; TAKAHASHI, 2018, p. 281). Embora não seja recomendado em estudos de caso, em outros estudos qualitativos, é uma opção do pesquisador realizar a triangulação das fontes de evidência, e, “além disso, a necessidade de usar fontes múltiplas de evidência excede muito a dos outros métodos de pesquisa, como os experimentos, os levantamentos [...]” (YIN, 2015, p. 124). Nestes casos, “a triangulação inspira-se no princípio na navegação pelo qual a interseção de diferentes pontos de referência é usada para calcular a localização precisa de um objeto” (YIN, 2015, p. 124). A triangulação das fontes de evidência, ou ainda, das fontes de dados, também são defendidas por Patton (2002), e Yin (2015) corrobora quando afirma sobre o benefício de que a coleta de informações de fontes múltiplas podem corroborar com as descobertas quando corretamente conduzida.

Figura 9 – Triangulação de fontes de evidência



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Yin (2015).

A presente dissertação realiza a triangulação de dados por meio de três diferentes fontes de evidência, sendo elas: entrevistas com investidores, que são pessoas que aportam algum recurso para comprar determinada participação no negócio (KEPLER, 2018). Também é realizada com intermediários, sendo assim entendidos os especialistas que possuem

conhecimento relacionado ao objeto de estudo, como os colaboradores das plataformas de *crowdfunding*, OS advogados, os contadores e os consultores (CUMMING; MEOLI; VISMARA, 2019). A terceira vértice são as *startups*, definidas por Ries (2012) como uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza .

### 3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas realizadas por chamada de vídeo ou de áudio, de forma *online*. Para tanto, foram elaborados roteiros de entrevistas semi-estruturados, com base no referencial teórico, que foram avaliados por dois especialistas (dois professores doutores), com a finalidade de validar o conteúdo abordado e adequar o roteiro à proposta de pesquisa. Os roteiros encontram-se nos Apêndices A, B e C deste documento. Após a validação, as entrevistas foram agendadas.

Os roteiros foram extraídos de um artigo publicado por Cummings et al. (2019), e passaram por algumas adaptações, com o objetivo de deixar mais claros os questionamentos feitos aos entrevistados. Os roteiros abordavam os fatores descritos neste trabalho, tendo sido adicionada uma pergunta ao final de cada roteiro, deixando livre aos entrevistados a possibilidade de expor outros possíveis fatores de influência do *Equity Crowdfunding*. No entanto, nenhum fator diferente dos já abordados no roteiro, ou deles derivados, foi apontado.

Em complemento ao que já foi mencionado, o artigo do qual os roteiros foram extraídos foi escolhido por atender à temática abordada nesta pesquisa, uma vez que foi desenvolvido por meio de uma análise de conteúdo qualitativa, utilizando 540 comentários de participação pública, que foram submetidos à SEC, entre 2013 e 2015, em resposta aos regulamentos de *Equity Crowdfunding* propostos.

Por meio dessa análise, foram descobertos os principais interesses, expectativas e preocupações apontados pelos *stakeholders* do EC. A partir dos temas em comum, foram expostos fatores e também proposições quanto às pesquisas futuras citadas (CUMMINGS et al., 2019).

Optou-se pela condução das entrevistas a partir de três roteiros específicos para cada tipo de entrevistado, contendo questões similares para verificar a resposta sob os respectivos pontos de vista, mas com uma diferenciação em algumas questões, considerando-se que os perfis são distintos entre si, o que possibilita a ampliação da exploração de alguns pontos com os diferentes níveis de respondentes. Por meio da realização de entrevistas em profundidade,



objetivou-se obter *insights* sobre assuntos que podem ser utilizados em futuras investigações (YIN, 2015).

A literatura aponta que a entrevista em profundidade pode ser realizada tanto em uma única ocasião quanto em um longo período de tempo, visto que a interpretação é a peça-chave que permite a compreensão do contexto (MARTINS, 2008). Em decorrência da disponibilidade dos entrevistados, foi realizada uma única entrevista, que transcorreu abrangendo os temas previstos no roteiro.

Optou-se pela realização de entrevistas semiestruturadas considerando-se o fato de que, segundo a literatura, elas podem ser resumidas como a forma pela qual emerge o conhecimento existente por meio das respostas que favorecem uma interpretação embasada. As informações, os dados e as opiniões emergem com maior facilidade em uma conversa livre, guiada por um roteiro, mas que não fique restrita somente a ele (MARTINS, 2008).

Optou-se, ainda, pela realização de entrevistas individuais, visto que elas apresentam como vantagem permitir ao pesquisador ir a campo tão logo ele se organize para isso, sem a necessidade de preparos prévios tais como a conciliação de múltiplas agendas focando, portanto, na elaboração do roteiro de entrevista e na escolha dos entrevistados (RIBEIRO; MILAN, 2004).

Os entrevistados foram convidados por meio do envio de um e-mail ou por outras formas *online* de comunicação, explicando a pesquisa a ser realizada. Um e-mail também foi enviado para plataformas de *Equity Crowdfunding* presentes no mercado, sendo que algumas destas responderam.

Um contato pessoal do pesquisador forneceu uma indicação que foi chave para a realização das entrevistas, uma vez que essa indicação possibilitou o contato com outros entrevistados, evidenciando a técnica “bola de neve”. Todos os entrevistados tinham conhecimento da temática a ser abordada nesta pesquisa.

Foi elaborado um termo de confidencialidade, o qual foi enviado aos entrevistados para leitura e concordância. Nesse processo, o contato virtual com os entrevistados ocorreu via e-mail ou por outras formas *online* de comunicação. Optou-se por manter sigilo acerca da identidade dos entrevistados e das empresas que representam, visto que o acordo de confidencialidade é um parâmetro ético.

Para atingir os propósitos da pesquisa, foram realizadas oito entrevistas no período compreendido entre dezembro de 2019 e março de 2020. Em se tratando do perfil, os entrevistados possuem entre 28 e 43 anos e têm escolaridade mínima de graduação, alguns possuindo, inclusive, mestrado e doutorado na área de gestão. A duração média das

entrevistas foi de 52 minutos, variando entre 00:22:36 à 1:14:34.

Com o consentimento dos entrevistados, as entrevistas foram gravadas, o que permitiu a transcrição literal das mesmas. Depois de transcritas, as entrevistas foram retornadas aos entrevistados, para ser realizada a validação de conteúdo das mesmas (MILES; HUBERMAN, 1984). A partir da validação, seguiu-se para a etapa de análise.

As transcrições foram realizadas com a utilização do site *Transcribe* e do Microsoft Word®, gerando um volume de 93 páginas para análise. Os entrevistados foram categorizados em “INV”, que correspondem a investidores ou indivíduos com conhecimento em investimento em *Equity Crowdfunding*, em “INT”, correspondendo aos intermediários, como as plataformas de investimento e especialistas na temática em questão, e em “STP”, sendo esse código relativo às *startups* entrevistadas. Os principais dados relacionados aos respondentes serão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Caracterização dos respondentes

Código Nvivo	Duração (original)	Nº Pag	Profissão	Idade	Formação / Especialização	Tempo de Empresa	Tempo na Função	Validado em
INV1	0:47:11	12	Gestor de Inovação e Investidor-Anjo	43	Tecnólogo em Automação Industrial / MBA Gestão Empresarial	5 anos	5 anos	17/02/20
INV2	1:13:26	17	Consultor de Negócios	29	Mestre em Gestão e Negócios	4 anos	4 anos	04/08/20
INT1	0:50:55	12	Empresário	36	Especialista em Direito	7 anos e 8 meses	7 anos e 8 meses	17/08/20
INT2	0:40:01	11	Empresário	28	Engenharia de Produção	2 anos	2 anos	08/08/20
INT3	1:14:34	13	Empresário e Pesquisador	34	Doutorando em Administração de Empresas	20 anos	20 anos	07/08/20
STP1	0:22:36	5	Empresário	34	Administração de Empresas / Gestão Empresarial	1 ano e 10 meses	1 ano e 10 meses	04/08/20
STP2	0:44:12	8	Empresário	35	Gestão da Tecnologia da Informação	4 anos e 9 meses	4 anos e 9 meses	04/08/20
STP3	1:05:50	15	Empresária	33	Comunicação Social Relações Públicas	6 anos	6 anos	08/08/20
	<b>6:58:45</b>	<b>93</b>						

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Outro ponto que abarca a coleta e a análise dos resultados, diz respeito ao critério adotado para encerrar a aplicação das entrevistas. Para este estudo, foi adotado o critério de saturação teórica, ou seja, quando as entrevistas deixaram de trazer elementos novos para a pesquisa, ou a partir do momento em que começou a haver redundância das informações, a etapa das entrevistas foi concluída (GLASER; STRAUSS, 1967). Esse critério foi considerado para garantir a confiabilidade do método, visto que a quantidade de entrevistados foi condizente ao fato de que todas as questões em aberto fossem suficientemente elucidadas pelos respondentes.

Em posse das entrevistas, procedeu-se à análise de conteúdo, à técnica de análise escolhida para o tratamento dos dados. A análise de conteúdo implica em um conjunto de técnicas onde realiza-se a análise das comunicações. Para Bardin (2011, p. 50), a análise “visa o conhecimento de variáveis de ordem psicológica, sociológica, histórica, etc., por meio de um mecanismo de dedução”. É por meio dos conteúdos trazidos pelos entrevistados que o estudo busca trazer as deduções sobre as temáticas, sendo pautado pela literatura e pelo desenho metodológico seguido.

A análise de conteúdo foi viabilizada com auxílio do *software* NVivo® versão 12. No programa, após a categorização das entrevistas em categorias *a priori*, os elementos foram observados e, de acordo com sua ocorrência, foram sendo distribuídos em categorias, que foram previstas inicialmente no roteiro, com atenção àquelas que porventura emergissem nas falas. O programa possibilitou o agrupamento de informações dos diferentes respondentes, o que permitiu realizar as constatações pertinentes ao estudo. Foi realizada a leitura das entrevistas transcritas e a posterior categorização manual das mesmas. Com a categorização, no eixo “nós” (ou códigos), ficou realizado o agrupamento de todos os trechos onde o assunto apareceu para os entrevistados. Como o roteiro de entrevistas foi semiestruturado, pode ser que as respostas para determinada questão estejam associadas à outra resposta, e essa ferramenta que o software possui resultou em maior clareza quanto aos recortes realizados.

Todas as categorias identificadas nas entrevistas estavam previstas na elaboração do roteiro, sendo assim consideradas categorias *à priori*. Embora o pesquisador estivesse atento às eventuais novas categorias (*à posteriori*), não ocorreram temáticas que pudessem ser agregadas às já existentes. As categorias estão listadas no Quadro 5 e foram identificadas, ao lado, com a referência correspondente.

Quadro 5 – Categorias *à priori*

<b>Categorias (Macrocategorias)</b>	<b>Fatores de Influência (Microcategorias)</b>	<b>Autores</b>
Fatores do Ambiente	Democratização do Acesso	Cummings et al. (2019)
	Legislação	Hornuf e Schvienbacher (2017)
	Cultura de Investimento	Cummings et al. (2019)
Fatores Financeiros e de Performance	Liquidez	Cummings et al. (2019)
	Monitoramento de Indicadores	Cummings et al. (2019)
	Relação Risco e Retorno Financeiro	Damodaran (2008)
	<i>Valuation</i>	Damodaran e Da Cunha Serra (2000)
Fatores Operacionais	<i>Pitch deck</i>	Cummings et al. (2019)
	Atuação da plataforma de EC na campanha	Ralcheva e Roosenboon (2018)
	Comunicação entre Stakeholders	Cummings et al. (2019)
	<i>Due Diligence</i>	Cummings et al. (2019)
	Qualidade da plataforma	Cummings et al. (2019)
Fatores associados à Gestão e ao Negócio	Governança Corporativa	Cummings et al. (2019)
	Time de Gestão	Barbi e Mattioli (2019)
	Compreensão e engajamento com o negócio e com o mercado de atuação	Lukkarinen et al. (2016) e Vismara (2019);

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Por fim, foi preenchido um quadro em que se identificam as temáticas *à priori* que foram contempladas nas falas dos entrevistados. O quadro evidenciou o critério de saturação teórica, trazendo a não necessidade de novos contatos para entrevistas. As oito entrevistas realizadas com os diferentes perfis atingiram esse critério, sendo que o exposto está ilustrado com um “X”, onde cada entrevistado contemplou a categoria em sua fala, o que pode ser visto no Quadro 6.

Quadro 6 – Saturação teórica

(continua)

<b>Grupos</b>	<b>Fatores de influência do Equity Crowdfunding</b>	<b>Entrevistados</b>							
		INV1	INV2	INT1	INT2	INT3	STP1	STP2	STP3
<b>Fatores do ambiente</b>	Democratização do acesso	X	-	X	X	X	X	X	X
	Legislação	X	-	X	X	X	X	-	-
	Cultura de investimento	-	X	X	X	X	X	-	-
<b>Fatores financeiros e de performance</b>	Liquidez	X	-	X	X	X	-	-	X
	Monitoramento de indicadores	X	-	X	X	-	X	-	X
	Relação do risco e do retorno financeiro	X	X	X	X	-	X	-	X

(conclusão)

Grupos	Fatores de influência do <i>Equity Crowdfunding</i>	Entrevistados							
		INV1	INV2	INT1	INT2	INT3	STP1	STP2	STP3
	<i>Valuation</i>	-	X	X	X	X	-	X	-
	<i>Pitch deck</i>	X	X	X	X	X	-	-	X
Fatores operacionais	Atuação da plataforma na campanha de <i>equity crowdfunding</i>	X	-	X	X	X	-	-	X
	Comunicação entre stakeholders	X	-	X	X	X	X	-	-
	<i>Due diligence</i>	X	-	X	X	X	X	-	-
	Percepção	-	X	X	X	X	-	X	X
	qualidade da plataforma								
Fatores associados à gestão e ao negócio	Governança corporativa	-	X	X	X	X	X	X	-
	Time de gestão	X	X	X	X	X	X	-	X
	Compreensão e engajamento com o negócio e com o mercado de atuação	-	X	X	X	-	X	X	X

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Optou-se então, de acordo com os aspectos abordados por cada entrevistado e a saturação de cada um desses aspectos, por analisar os dados relativos aos fatores acima descritos.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nessa etapa serão analisados todos os fatores de influência do *Equity Crowdfunding* que foram identificados a partir das entrevistas realizadas, considerando-se o auxílio do software NVivo ® versão 12, utilizado para a categorização e para a geração das nuvens de palavras que serão apresentadas a seguir.

Neste capítulo serão apresentados excertos das entrevistas realizadas e, em algumas situações, verificou-se a necessidade de esclarecer a temática ou o contexto aos quais os entrevistados estavam se referindo e, devido ao exposto, foi adotado como padrão o uso de parênteses para esses termos ou contextos.

### 4.1 ANÁLISE DOS FATORES DE INFLUÊNCIA DO *EQUITY CROWDFUNDING*

Os *stakeholders* do *Equity Crowdfunding* sofrem influência de forças que atuam no processo e, nesta pesquisa, essas forças de atuação são denominadas “Fatores de Influência do *Equity Crowdfunding*”.

Esses fatores também foram estudados em outras pesquisas, como é o caso de Lukkarinen et al. (2016), que explorou os fatores que impulsionam o número de investidores e a quantidade de financiamento atraído em campanhas de *Equity Crowdfunding*. Na pesquisa citada, os fatores são caracterizados como impulsionadores das decisões de investimentos em campanhas de *Equity Crowdfunding*.

Nesse estudo, os fatores de influência também podem ser impulsionadores das decisões de investimento, bem como podem incentivar que as *startups* busquem recursos por meio das plataformas de investimento. No entanto, esses fatores podem trazer uma influência negativa ao *Equity Crowdfunding* caso não sejam utilizados de forma adequada ou se as condições por eles proporcionadas não forem ao encontro dos interesses dos investidores ou das próprias *startups*.

Os fatores de influência foram categorizados em 4 grupos, de acordo com suas características inerentes. São eles: Fatores do Ambiente, Fatores Financeiros e de Performance, Fatores Operacionais e Fatores associados à Gestão e ao Negócio.

#### 4.1.1 Fatores do ambiente

O grupo “Fatores do Ambiente”, composto pelos fatores Democratização do Acesso,



de recursos financeiros, bem como a segurança proporcionada pela legislação e o acesso facilitado, proporcionado pelo EC.

#### 4.1.1.1 Democratização do acesso

O *Equity Crowdfunding* possui a característica de ser democrático. Ele dá acesso aos investidores que desejam investir em *startups* e que não têm essa possibilidade por outras formas mais tradicionais de investimento nesse tipo de empresa, como o investimento-anjo, que demanda valores maiores de capital. Tal sustentação é baseada nas seguintes afirmações dos entrevistados:

[...] esse era um mercado que antes estava restrito muito a grandes investidores, investidores-anjo, investidores profissionais, investidores com *tickets* maiores e o *Equity Crowdfunding* dá essa possibilidade de pequenos investidores acessarem esse mercado (ENTREVISTADO INT2).

[...] existe um estigma de que investimentos em *startups* até hoje era restrito a um grupo fechado e pequeno de pessoas, pessoas com alta renda ou alto capital acumulado e muito bem inseridas ou que transitam bem no ecossistema onde as *startups* convivem. Mas, hoje em dia, a plataforma permite que qualquer pessoa, mesmo que ela não conheça ou não esteja inserida nesse ambiente, possa ter acesso a oportunidades de investimento como investidor (ENTREVISTADO INT1).

[...] o principal apelo do *Equity Crowdfunding* é democratizar o investimento. Aquela pessoa que tem vontade de investir em *Startups* ou conhecer um pouco mais, quando ela se aproxima disso, com pouco dinheiro, começa a ter uma ideia do que é (ENTREVISTADO INV1).

Entretanto, o acesso não ocorre somente para os investidores, mas também para as *startups*, que conseguem obter capital por meio das campanhas de EC. Por vezes essas empresas têm dificuldades na captação de recursos financeiros devido às características das próprias *startups* ou dos locais onde operam. Essa constatação foi relatada pelos entrevistados, conforme segue:

[...] nós fomos a várias cidades e é incrível porque a reclamação das *startups* nesses lugares é sempre a mesma: aqui não tem capital. Então, conectado como a gente vive, o capital que tu tem que acessar precisa efetivamente estar no lugar onde você está? Não se pode acessar um capital de outro lugar? Só que pra essas *startups*, às vezes, era um pouco difícil fazer isso e o *Equity Crowdfunding* traz essa possibilidade e, à medida que vai ganhando espaço, vai ganhando cada vez mais adeptos, e vamos vendo um impacto real na economia (ENTREVISTADO INT2).

[...] Sim, eu acredito que ele (o *Equity Crowdfunding*) democratiza. Eu acredito que dá esse acesso para quem está em regiões não tão acessíveis a certos fundos, a determinados investidores, e traz essa possibilidade de acessar também outras regiões, mesmo que a *startup* esteja numa região que tenha fundos, que tenha



aceleradoras. Nós conseguimos chegar em todos os Estados do País, então tu consegue chegar a investidores que talvez, de outra forma, tu não conseguisse. Então eu acho que ele (o *Equity Crowdfunding*) democratiza o acesso das *startups* e também democratiza o acesso do próprio investidor. Investidores que não conseguem acessar alguns fundos também conseguem investir com um *ticket* muito menor (ENTREVISTADO STP1).

[...] eu acho que (o *Equity Crowdfunding*) democratiza, porque não necessariamente precisa ter uma base puramente tecnológica para conseguir captar em *Equity Crowdfunding* [...] então o *Equity Crowdfunding* é uma opção para quem tem esses modelos de negócios mais híbridos, mas que têm potencial de venda (ENTREVISTADO STP3).

A democratização do acesso aos investidores, que passam a poder ingressar em oportunidades de investimento que antes demandavam um valor financeiro considerado elevado, e às *startups*, para que consigam efetivamente obter capital para o seu crescimento, já que, por vezes, esse capital não estava acessível de outras formas, fazem com que haja procura pelo *Equity Crowdfunding*. Essa constatação é verificada por meio dos relatos a seguir, extraídos das entrevistas:

[...] nós fomos para o meio tradicional, fomos falar com fundos, começamos a falar com outros “anjos” que tinham um *ticket* maior. Só que os fundos têm muito foco em escalabilidade [...] e não conseguimos captar [...] nós tínhamos uma pequena relação com a plataforma de *Equity Crowdfunding*, e já conversávamos. Eles queriam que captássemos com eles, e decidimos fazer a primeira rodada de captação com essa plataforma primeiro (ENTREVISTADO STP3).

[...] Investidores tradicionais de *startups*, que investem valores maiores, têm teses consolidadas, então o *Equity Crowdfunding* acaba sendo mais democrático [...] ele acaba dando essa visibilidade (às *startups*) inserindo pessoas que acreditam em uma ideia. É mais do que simplesmente números (ENTREVISTADO STP2).

[...] eu acredito que o *Equity Crowdfunding* consegue popularizar investimentos em *startups*, trazendo investidores de magnitudes diferentes e fazendo com que *startups*, que muitas vezes não teriam acesso a investidores com um potencial de investimento maior, possam vir a requerer recursos por meio de uma plataforma. Altamente democrático (ENTREVISTADO INT3).

A característica democratizadora do EC é descrita por Wang et al. (2019) quando mencionam que as plataformas de *Equity Crowdfunding* são uma força democratizadora no financiamento das primeiras fases de um empreendimento devido ao seu papel de facilitadoras do intercâmbio entre os empreendedores e uma multidão composta de pequenos investidores não profissionais e profissionais.

A democratização do acesso ao investidor e às *startups* é um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*, pois ela gera a procura por essa modalidade de investimento e de captação de recursos financeiros, incentivando esse mercado.

#### 4.1.1.2 Legislação

De acordo com os entrevistados, o advento da Instrução 588, de 13 Julho de 2017, foi um marco para o crescimento no EC no Brasil. O site da CVM expõe que essa Instrução dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. O benefício e a importância da legislação e o crescimento do EC devido a ela são relatados em trechos extraídos das entrevistas, conforme segue:

[...] ter uma regulação da CVM ajudou muito o mercado. Olhando para os números, quando saiu a 588, que é a que regula o setor, era o que precisava para o mercado pra catapultar. O investidor enxerga segurança maior naquilo que tem regulação, então, a partir da 588, se gerou muita confiança aos investidores (ENTREVISTADO INT2).

[...] extremamente importante o regulatório publicado em 13 de julho de 2017. [...] Ele (o *Equity Crowdfunding*) mostrou crescimento expressivo depois da publicação do marco regulatório (ENTREVISTADO INT1).

[...] os aspectos legais são fundamentais porque, querendo ou não, qualquer tipo de investimento, em se tratando de investidores qualificados, isso já é uma premissa, não chega nem a ser uma situação desejada. Isso porque, a partir do momento em que você aloca recursos, você tem que comprovar esses recursos. Haverá desdobramentos jurídicos e fiscais e isso será validado e avalizado pelos órgãos competentes. Então já parte do princípio de que o marco regulatório é fundamental para que a evolução do negócio desse modelo prospere (ENTREVISTADO INT3).

[...] uma plataforma de *Equity Crowdfunding*, para operar, ela precisa cumprir uma série de regras que a CVM estabelece. Então isso é bom, muito bom [...] não é somente abrir um negócio e sair captando dinheiro, alguns pré-requisitos devem ser atendidos, e isso é fundamental. Traz segurança pra quem investe (ENTREVISTADO INV1).

O advento da Instrução 588, pelo exposto, foi um fator de influência positivo ao *Equity Crowdfunding*. No entanto, os entrevistados apontaram que a legislação, também pode ser um fator de influência negativo, dependendo dos entraves que ela pode gerar. O excesso de burocracia ou a falta de regulamentação de assuntos considerados prioritários podem travar o crescimento citado, o que pode ser comprovado nos relatos apresentados a seguir:

[...] mas alguns pontos podem ser melhor definidos ou adaptados para que ele (o *Equity Crowdfunding*) continue a crescer [...] como tornar o título societário de sociedade anônima menos burocrático ou com um custo mais acessível de manutenção, porque esse é o tipo societário que já adota instrumentos de governança desde a sua concepção, e são mais adaptados para receber investimento do que uma sociedade limitada. A sociedade limitada é muito focada nas pessoas e não no capital (ENTREVISTADO INT1).

[...] a Instrução 588 determina várias questões que engessam um pouco o mercado, então isso atrapalha. Por exemplo, hoje eu não posso colocar na plataforma um sistema de leilão de notas conversíveis. Se fosse possível investir em uma *startup* na plataforma e ofertar, de forma secundária, o título adquirido, já teríamos programado o sistema para isso, mas a regra da CVM nos limita. Então, por mais que traga uma certa segurança jurídica para o investidor, também gera limitações. Pelo engessamento, ela prejudica a inovação (ENTREVISTADO INT2).

[...] uma legislação que regulasse o mercado secundário para que ocorresse posteriormente a transação dos títulos que foram adquiridos, certamente facilitaria muito mais, pois isso essa foi uma das grandes barreiras que a gente enfrentou, convencer o investidor de que isso teria uma liquidez. Então, essa questão da liquidez seria facilitada com a regulamentação, a qual daria muito mais segurança para a entrada de novos investidores (ENTREVISTADO STP1).

Para Hornuf e Schwienbacher (2017), a legislação também é um fator de influência, uma vez que eles defendem que a regulamentação sob medida pode ser necessária ao EC, considerando-se que uma legislação que focasse apenas em grandes emissões de títulos poderia impor custos muito altos para pequenas empresas.

Por ter proporcionado um crescimento do mercado de *Equity Crowdfunding* no Brasil e por ser uma ferramenta que pode gerar burocracia ou ser omissa em relação às matérias que também são determinantes, de acordo com os entrevistados, para a ascensão dessa modalidade de investimento no País, a legislação é considerada um fator de influência.

#### 4.1.1.3 Cultura de investimento

A cultura e a educação financeira podem modificar as decisões de investimento, inclusive no momento de optar pelo *Equity Crowdfunding*. Essa afirmação é obtida por meio dos relatos dos entrevistados que, em geral, acreditam que a cultura citada esteja amadurecendo no Brasil.

À medida que o investidor obtém uma maior compreensão dos aspectos macroeconômicos e dos produtos financeiros disponíveis, ele detém condições de optar por modalidades de investimento que possibilitam um maior retorno financeiro, se comparado a outras opções disponíveis no mercado.

Isso deriva das entrevistas realizadas, as quais apontaram que, em tempos de juros historicamente baixos, o investidor brasileiro, aos poucos, pode migrar de aplicações financeiras, como as de renda fixa, para outras formas de investimento, que possibilitam retornos financeiros mais elevados.

Outro apontamento constatado nas entrevistas, é que a atividade das plataformas de

educar o investidor é importante para o *Equity Crowdfunding*, pois faz com que aquele fique ciente de questões inerentes a esse mercado, como o risco financeiro. Assim sendo, foram extraídos os seguintes trechos, derivados das entrevistas realizadas:

[...] estamos, aos poucos, criando uma cultura de investimento com o público investidor brasileiro no geral. Ele está mais acostumado com investimentos de renda fixa, os quais têm certa liquidez e precisam, de alguma maneira, ser garantidos por algum instrumento de recuperação em caso de perda financeira, seja um fundo garantidor, sejam garantias que dão lastro a aquele ativo. Porém, com indicadores de taxa de juros historicamente baixos, com inflação também baixa, esse tipo de investimento se torna menos atrativo. Então, para manter a performance, o investidor vai ter que passar a arriscar um pouco mais para que ele possa ter possibilidade de retorno um pouco acima do que ele está acostumado. Isso favorece, mas um papel fundamental da plataforma é criar essa cultura e educar. O que queremos são investidores que tenham ciência do risco que estão tomando (ENTREVISTADO INT1).

[...] o momento não poderia ser mais do que perfeito pelo fato de estarmos vivendo uma transformação muito grande no mercado financeiro como um todo, sobretudo por conta de a taxa básica estar na mínima histórica, mas por outros fatores também. Nós chegamos a uma intersecção interessante porque, não só a taxa básica está na mínima, mas a renda fixa não está dando mais o mesmo retorno. O próprio mercado de capital de risco e o mercado de inovação chegaram a um patamar de maturidade [...] devido a isso, eu acho que é um ótimo momento para o investidor de *Equity Crowdfunding* (ENTREVISTADO INT2).

[...] estamos em uma caminhada bastante consistente nos ecossistemas de inovação, é um caminho sem volta. Imagino que os investidores já estão olhando com muito mais atenção para esse tipo de situação [...] entendo que ela já teria uma aceitação inicial com um incremento gradual (ENTREVISTADO INT3).

[...] eu acho que a cultura de investimento ainda não é tão forte, mas ela está iniciando e está atraindo esse pessoal que tem um ticket menor de investimento. O *Crowdfunding* está alinhado com isso tudo, porque ele possibilita esse ticket menor de investimento (ENTREVISTADO STP1).

[...] eu acredito que as pessoas, no geral, ainda acreditam na poupança, tem pouco conhecimento do que é a inflação [...] porém, o que deve crescer, com a redução da SELIC, são os fundos de investimentos ou as letras de crédito (ENTREVISTADO INV2).

Com base nas entrevistas, a cultura voltada ao investimento é um fator de influência, pois à medida que o investidor entende o mercado e as opções de investimento, percebe que o *Equity Crowdfunding* pode atender às suas expectativas de conseguir um retorno maior.

#### **4.1.2 Fatores financeiros e de performance**

O grupo “Fatores Financeiros e de Performance” abrange fatores de influência ligados ao lucro e à sua realização, à possibilidade de perda do capital investido e o acompanhamento de indicadores que demonstram a evolução de aspectos ligados não só à

questão financeira, mas à performance do negócio em si, relativos à *startup* investida. Dentro desse grupo estão os fatores Liquidez, Monitoramento de Indicadores, Relação Risco e Retorno Financeiro e *Valuation*.

Na Figura 11 são apresentadas as palavras mais frequentes e relevantes do grupo Fatores Financeiros e de Performance:

Figura 11 – Nuvem de palavras do grupo fatores financeiros e de performance



Fonte: Extraído do NVivo ® versão 12 (2020).

Percebe-se que, nessa figura, a palavra que mais se destaca é “empresa”, que se refere, na maior parte dos trechos extraídos das entrevistas, à *startup* que recebeu investimento. Em seguida, as palavras investidores e *crowdfunding* são as mais citadas. Como nesse grupo encontram-se fatores ligados, em sua maior parte, a aspectos financeiros, outras palavras relacionadas a esse contexto aparecem com uma certa frequência, como é o caso de risco, *valuation*, mercado e negócio.

Conforme indica a figura, esses fatores estão centrados com maior ênfase na *startup* investida, pois a liquidez do investimento, o *valuation*, o risco, o possível retorno financeiro e o monitoramento de indicadores estão ligados diretamente às características da *startup*.

#### 4.1.2.1 Liquidez

Apontado como um dos principais fatores de influência pelos entrevistados, a liquidez do investimento é vista no Brasil, atualmente, como um aspecto negativo, que limita o crescimento do *Equity Crowdfunding*. Torna-se relevante trazer o conceito de liquidez de um ativo, que é definida como o tempo ideal esperado para que o ativo seja convertido em valores financeiros (LIPPMAN; MCCALL, 1986). A afirmação anterior está presente nas entrevistas realizadas, conforme segue:

[...] a liquidez do investimento é extremamente importante porque o investidor precisa ter pelo menos um horizonte em que enxergue uma possibilidade de realizar o lucro antes de entrar no investimento. Ele não vai investir em algo em que ele não consegue enxergar o resultado alcançável, mesmo que no longo prazo (ENTREVISTADO INT1).

[...] atualmente o investimento em *Equity Crowdfunding* tem liquidez bem limitada [...] não ter a possibilidade de realizar o lucro tão facilitada é, segundo as interações com investidores, o principal fator que as pessoas não investem em EC ou que não investem mais (valores financeiros) (ENTREVISTADO INT2).

[...] certamente influencia (a liquidez do investimento), porque ninguém está investindo sem olhar o retorno. Então o investidor vai olhar se, na hora da entrada, ele está adquirindo a participação societária a um preço justo, se o acompanhamento do investimento está sendo realizado e, se no final, ele conseguiu sair com o seu dinheiro capitalizado (ENTREVISTADO INT3).

[...] o caminho ideal para o investidor, porém isso nem sempre acontece, é que ele entre em um momento mais frágil do negócio, para que, no futuro, quando alguém de maior poder aquisitivo adquirir as cotas da empresa, o investidor realize o seu lucro [...] o investidor aposta na liquidez de suas cotas, porém é possível que ao longo da trajetória, ele goste tanto do negócio que não queira sair (INV1).

Para sair do investimento, o investidor depende de um evento de liquidez futuro para ver seus títulos se transformarem novamente em dinheiro, possibilitando a realização do lucro. Foram listados, nas entrevistas, eventos como a venda da *startup* para um fundo, empresa ou um investidor, ou recompra das cotas pela própria *startup*, ou uma IPO, ou então em que o próprio investidor venda suas cotas diretamente a outro interessado. Em todas essas possibilidades, é preciso que ocorra a valorização das cotas a um preço superior ao adquirido para possibilitar o lucro. Esses eventos são listados pelos entrevistados, de acordo com as transcrições abaixo:

[...] nós podemos comprar de volta esse *equity* do investidor ou ele pode realizar o lucro quando a gente tiver um evento de liquidez também muito grande, por exemplo, ser comprado por uma empresa (ENTREVISTADO STP3).

[...] uma situação possível (para a liquidez) é que essa empresa comece a atingir um tamanho significativo pra ter as suas ações negociadas na bolsa de valores (ENTREVISTADO INT1).

[...] a liquidez para esse tipo de investimento se dá em algumas situações específicas futuras não determináveis. Elas podem acontecer, mas não se sabe se vão acontecer ou não. [...] a primeira delas é que a *startup* receba um aporte de um fundo de investimento [...] um segundo caso é que o próprio investidor queira vender sua participação para terceiros (ENTREVISTADO INT1).

Outro ponto, já citado anteriormente e que afeta a liquidez, é a ausência de uma legislação que regule um mercado secundário para o EC no Brasil. Ter uma regulamentação para que os investidores possam comprar e vender seus títulos a valor de mercado, possibilita aumentar a liquidez e influenciar positivamente as captações das campanhas de EC, conforme já demonstrado em relatos anteriores pelos entrevistados.

Sendo assim, pode-se dizer que a liquidez é um fator de influência relevante para o *Equity Crowdfunding* e pode vir a ser um fator positivo se forem melhoradas as condições para que o investidor possa realizar o seu lucro por meio da venda dos títulos adquiridos, por exemplo, pelo advento de uma legislação que verse sobre o tema.

#### 4.1.2.2 Monitoramento de indicadores

As entrevistas demonstram que, após a campanha de *Equity Crowdfunding*, o investidor solicita um monitoramento da empresa em que investiu, com métricas e indicadores que reflitam a evolução da *startup* a partir do momento em que ocorreu a captação dos recursos financeiros. O monitoramento visa verificar se a *startup* está crescendo com a implementação de ações possibilitadas por meio do capital aportado pelos investidores.

Quando uma empresa apresenta seu projeto para um investidor, diversos tipos de números, informações e métricas mostram os resultados, as promessas e a saúde do negócio (KEPLER, 2018).

As plataformas são suscetíveis a facilitar a capacidade dos investidores de monitorar seus investimentos (CUMMINGS et al., 2019). Assim, as plataformas têm a função de intermediar o monitoramento da *startup* por parte dos investidores, disponibilizando relatórios periódicos que informam a situação da empresa que recebeu o investimento. De acordo com os entrevistados, a disponibilização dos relatórios também é uma exigência da CVM, o que pode ser visto nas transcrições a seguir:

[...] nós temos uma área dentro da nossa plataforma que faz interação com as

empresas investidas para coletar essas informações trimestralmente e publicar para a rede de investidores. A obrigação regulatória é semestral mas a gente, por opção, coloca trimestral (ENTREVISTADO INT1).

[...] nós já percebemos, por toda a nossa interação com os investidores, como isso faz diferença. Quando uma *startup* falha um mês de mandar a atualização dos indicadores, o pessoal já reclama, quer sempre estar por dentro, saber o que está acontecendo (ENTREVISTADO INT2).

[...] em relação à prestação de contas, há um plano de ação que é feito e passado para os potenciais investidores de todos os planejamentos dos próximos cinco anos. Nós vamos passando relatórios mensais e trimestrais mostrando a evolução desse plano (ENTREVISTADO STP1).

[...] as plataformas têm uma espécie de *dashboard* para o investidor acompanhar alguns dados [...] os investidores estão recebendo isso por *e-mail*, então, em termos de governança, basicamente é uma prestação de contas do que está acontecendo com os nossos números (ENTREVISTADO STP3).

[...] O relatório do que está acontecendo e a veracidade dos dados que estão sendo publicados é fundamental [...] a partir do momento em que você abre cotas da sua empresa para que outros externos apostem em você, é muito importante ser o mais transparente possível e manter uma relação aberta para com o investidor, porque antes de qualquer coisa, a confiança é o elo de ligação [...] é necessário prestar contas para o investidor. Tem que ter o momento de maior aproximação com o investidor. Essas coisas ainda estão em construção, mas isso é fundamental (ENTREVISTADO INV1).

[...] eu acredito que o investidor saber que vai ter uma prestação de contas influencia alguns deles a terem mais tranquilidade, principalmente quem está investindo pela primeira vez, porque a pessoa ganha mais confiança, entendendo que é uma plataforma confiável e que nós, como *startup*, também assinamos um contrato que vamos prestar essas contas (ENTREVISTADO STP3).

[...] esses conteúdos de acompanhamento, na verdade, geram confiança para que o investidor faça o investimento, até porque ele vai poder acompanhar posteriormente o aporte financeiro que fez (ENTREVISTADO INT1).

A partir dos dados extraídos das entrevistas, o monitoramento dos indicadores que demonstram a situação em que a empresa se encontra é fundamental e um fator de influência pois, sem ele, poderia ser abalada a confiança do investidor, o que resultaria na inibição do investimento via *Equity Crowdfunding*.

#### 4.1.2.3 Relação do risco e do retorno financeiro

No âmbito das Finanças, o risco é definido em termos da variabilidade dos retornos observados em um investimento em comparação com o retorno esperado. Aqueles que desejam grandes recompensas, precisam também estar dispostos a se expor a um risco considerável. A relação entre risco e retorno fica mais visível quando da tomada de decisão envolvendo investimentos (DAMODARAN, 2008).



Em determinados trechos das transcrições, os entrevistados expõem a importância de o investidor ter ciência do risco que assume ao aportar valores financeiros em *startups* via *Equity Crowdfunding*. Eles também comentam que a própria CVM apresenta como uma obrigatoriedade de as plataformas expor esse tipo de informação de forma adequada, alertando o investidor do risco citado.

Outra questão verificada nas entrevistas é o fato de o investidor não poder participar das decisões estratégicas da gestão da empresa. Isso transmite uma sensação de que o investidor deixa de ter poder sobre o capital aportado, podendo gerar desconforto.

[...] Por ser um investimento de risco, de longo prazo, que não tem liquidez imediata, o investidor precisa se sentir minimamente confortável para aportar o capital naquela empresa e esperar o jogo acontecer (ENTREVISTADO INT1).

[...] o meu investimento está na mão do mercado. Se eu fiz uma boa análise ou não, só quem vai dizer é o tempo. Isso porque eu não posso tomar uma decisão junto com os gestores. Eu posso fazer perguntas e indagar. Mas assim, eu como investidor de *Crowdfunding*, independentemente do valor investido, não tenho capacidade de tomar decisões (ENTREVISTADO INV2).

[...] existem riscos que a CVM nos obriga a compartilhar, como o fato de ser um investimento de longo prazo não ter liquidez ou não ter mercado secundário organizado. Para todas as empresas (que estão em campanhas de *Equity Crowdfunding*), eu preciso apresentar esses riscos e, antes de o investidor confirmar o investimento, ele precisa declarar que leu esses riscos e está de acordo. Outros riscos vinculados aos negócios em si, nós também apresentamos. Por exemplo, se é um negócio relacionado ao agronegócio, existe um risco de catástrofes naturais, que podem inviabilizar uma plantação que seria o objetivo daquilo. Ou casos em que a tecnologia atual disponível seja muito usada, mas pode, no futuro, ser obsoleta (ENTREVISTADO INT1).

[...] nós sempre deixamos todos muito cientes dos riscos de se investir em *startups* de forma geral. Enquanto o investidor está no processo de investimento na página de captação, ele vai receber um *e-mail* falando do risco. Então, estamos sempre deixando eles cientes de que é um investimento arriscado, [...] ficar ciente do risco é importante para que eles possam vir a investir. Passarmos a percepção de que nós nos preocupamos com o risco e estamos sempre tentando deixar eles cientes dele, também passa uma impressão positiva a respeito da plataforma (ENTREVISTADO INT2).

Os entrevistados relatam que uma mitigação comum para esse risco é investir um valor que não seja representativo em relação ao capital total do investidor, não comprometendo sua condição financeira caso ocorra uma perda parcial ou total do valor investido. Outra questão que reduz o risco, é o fato de o contrato com a plataforma de *Equity Crowdfunding* poder obrigar a *startup*, após determinado tempo e sob condições específicas, a devolver, com correção monetária, o valor investido:

[...] em 5 anos, somos obrigados a nos tornarmos uma S.A. e retornarmos o valor

investido com 100% do CDI corrigido (ENTREVISTADO STP1).

[...] tivemos muitos investidores que estavam dentro de universidades, investidores na fase de graduação ainda, mas já com uma visão diferente de investimento. Entretanto, investidores mais velhos acabaram mudando um pouco. Eles investem como um teste, só que o valor do investimento que eles utilizam para o teste é muito menor do que eles utilizam em outros tipos de investimento (ENTREVISTADO STP1).

[...] o interessante do *Crowdfunding* é justamente esse: a questão de ter um *ticket* pequeno. Uma pessoa que colocou um valor no *Crowdfunding* é porque ela deve ter mais guardado em outros investimentos. Esse investidor está começando a entender que pode diversificar sem o risco ser muito alto, pois é possível perder um valor pequeno. Porém, se a *Startup* crescer, o valor investido deve valorizar (ENTREVISTADO STP3).

[...] o contrato que fizemos tem um risco calculado para os dois lados (*startup* e investidor), não é fundo perdido [...] o investidor aporta valores em uma empresa que ele acredita que pode sim perder o dinheiro. Mas, também não é um valor que impacte significativamente o patrimônio dele. Porém, se a *startup* der certo, pra ele é muito bom e, no mínimo, se a empresa não apresentar resultado significativo, o investidor vai receber o dinheiro corrigido (ENTREVISTADO STP3).

[...] o investidor pode saber que o retorno demora e que o risco é alto. E pelo risco ser alto, ele entra em uma rodada de *Equity Crowdfunding*, disponibilizando um valor menor e, assim, ele aprende como funciona o investimento (ENTREVISTADO INV1).

Conforme mencionado nas entrevistas, o retorno financeiro obtido no investimento em *startups* pode ser múltiplas vezes o valor do capital aportado. Sendo assim, equilibrar a possibilidade de lucro do investimento com o risco de perda de um valor que não é representativo ao capital do investidor passa a influenciar a decisão do investidor de injetar valores financeiros via *Equity Crowdfunding*. Outra questão que influencia o aporte financeiro, por parte do investidor é o fato de, no futuro, começar a auferir dividendos. Essa questão pode ser observada nas transcrições a seguir expostas:

[...] optei por fazer investimento em *Equity Crowdfunding* quando eu comecei a trabalhar com *startups*. Eu fiz algumas pesquisas (de modalidades de investimento em *startups*) para verificar as que têm uma maior valorização com menor risco, pois estamos falando de um mercado muito variável. Além desse motivo, há a opção (da *startup*) virar uma S.A. em 5 anos, o que eu considero um curto prazo. A partir daí, posso começar a receber dividendos (ENTREVISTADO INV2).

[...] o que permeia uma *startup* em toda a vida dela é uma palavra: a incerteza. Então, se alguém tivesse certeza (do retorno) de algum investimento, essa pessoa não investiria? Quem vai dizer que não vai investir em um negócio hoje, sendo que daqui a 3 anos vai valer 10, 15, 20 vezes o valor inicial aportado? (ENTREVISTADO INV2).

[...] Fundos de investimentos ou investidores profissionais possibilitam a realização do lucro a investidores de *Equity Crowdfunding*, assumindo o controle da *startup* e pagando uma compensação por isso. Essa proposta geralmente é um valor expressivo, de 10 a 30 vezes o valor investido (ENTREVISTADO INT1).

Sendo assim, equilibrar de forma apropriada o risco e o retorno financeiro incentiva o investimento em *Equity Crowdfunding*, o que faz com que essa relação se torne um fator de influência para essa modalidade de investimento.

#### 4.1.2.4 *Valuation*

O *valuation* é um termo da língua inglesa que significa “Avaliação de Empresas”. Tradicionalmente, o *valuation* consiste em definir o valor da empresa, que servirá como base para verificar qual é o percentual equivalente ao montante de recursos que se busca captar (PERONI, 2015).

Nos pequenos empreendimentos em vias de expansão, a avaliação desempenha um papel fundamental na hora de procurar capitalistas de risco ou investidores em empresas de capital fechado como fontes de fornecimento de capital próprio. A participação societária que ambos exigirão em troca de seus investimentos dependerá do valor que atribuírem à empresa (DAMODARAN; DA CUNHA SERRA, 2000).

Nos relatos dos entrevistados, é possível perceber que há dificuldades em se fazer o *valuation* em *startups* nos primeiros estágios de seu desenvolvimento, uma vez que as metodologias tradicionais são baseadas em projeções de fluxos de caixa, itens difíceis de se obter da *startup* nessa etapa do seu ciclo de vida.

De acordo com as entrevistas, no *Equity Crowdfunding*, o *valuation* é feito com base no valor de captação que a *startup* espera obter para crescer e chegar ao próximo estágio do seu desenvolvimento, onde pode ser necessária uma nova captação para que a empresa continue crescendo. Em troca do valor financeiro captado, a *startup* entrega um percentual da empresa aos novos investidores. A proporção entre o percentual cedido e o valor pretendido de captação gera o *valuation* da *startup*.

As plataformas entrevistadas não efetuam, diretamente, o *valuation* das *startups* candidatas à captação por *Equity Crowdfunding*, mas validam o *valuation* proposto pela própria *startup*. A validação difere conforme a metodologia da plataforma, sendo possível uma interferência maior sobre o *valuation* apresentado quando a plataforma utiliza as metodologias próprias ou de mercado para fazer a avaliação, ou uma interferência menor, permitindo que o mercado decida se o *valuation* está adequado, subprecificado ou sobreprecificado. Essas afirmações podem ser encontradas nos relatos a seguir apresentados:

[...] é importante ressaltar que não fazemos o *valuation* da empresa. Nós validamos

o *valuation* apresentado (pela *startup*), caso a empresa queira captar com a gente. Nós não fazemos um estudo para falar quanto que ela vale, e sim falamos o seguinte: quanto que você quer captar e qual o percentual que você está disposto a entregar? Fazendo essa correlação, conseguimos enxergar o *valuation* que o empreendedor está sugerindo. Com base nesse *valuation* sugerido, a gente faz um escrutínio financeiro, com metodologias próprias e de mercado, para saber se as projeções e os resultados financeiros alcançados até o momento são compatíveis com aquele *valuation*. Se não forem compatíveis, nós reprovamos, se tiver com pouca diferença, fazemos algumas ressalvas, ou sugerimos para que o fundador daquela empresa reveja o *valuation* que ele quer apresentar para o público investidor. Se não estivermos de acordo, o processo não segue (ENTREVISTADO INT1).

[...] os métodos de *valuation* são baseados em uma perspectiva de longo prazo de geração de caixa da empresa. No caso das *startups* em estágio inicial, a gente não sabe o que vai acontecer amanhã ou mês que vem, então não faz muito sentido tentarmos projetar a longo prazo. No site da plataforma, toda a empresa tem a sua projeção, mas não baseamos o *valuation* nessas projeções. O *valuation* da *startup* é ao contrário: ao invés de determinar quanto é que ela vale, primeiramente a *startup* diz o quanto ela precisa para chegar no próximo *round* de captação e por esse valor, qual é o percentual que ela está disposta a oferecer, relativo à empresa. Então essa proposta de *equity* é levada para o mercado e sentimos do mercado o que ele diz, se está sobreprecificado ou subprecificado. Então é muito mais uma avaliação do mercado do que simplesmente colocar uma metodologia *top down* (ENTREVISTADO INT2).

[...] como a ideia do investidor é investir para ganhar 10 vezes o valor do capital aportado, faz muito pouco sentido ficar discutindo se o *valuation* é 20 ou 30% maior [...] entretanto, as plataformas são criticadas por captar com *valuations* exagerados para as *startups*. Mas, enfim, se as plataformas forem sérias, fizerem o seu trabalho direito, cumprirem a regulação e suas obrigações para com os investidores, e se trouxerem boas empresas com *valuations* razoáveis, eu acredito que é o que vai fazer bem para o mercado (ENTREVISTADO INT2).

[...] certamente o *valuation* é o ponto mais crítico pela perspectiva financeira. Não adianta a *startup* estar com toda a governança corporativa necessária, já com o negócio rodando, se a equalização financeira não estiver de forma sincronizada com o mercado (ENTREVISTADO INT3).

[...] eu analisei o *valuation*, e considereei que, mesmo estando alto para o momento do investimento, o potencial de mercado, a capacidade do time de gerar recursos e de tomar decisões estratégicas como a de pivotar, faz com que o modelo de negócios não seja estático. Portanto, haverá várias fontes de receitas, que vão fazer a *startup* chegar próximo ao capital esperado no futuro (ENTREVISTADO INV2).

[...] Pelo *Equity Crowdfunding* é possível conseguir vender um *equity* por um valor um pouco mais alto do que com outras alternativas de captação de recursos financeiros. Quem está investindo no *Equity Crowdfunding* é a pessoa que está mais interessada em ajudar no negócio, por ser inovador, do que literalmente só no crescimento da *startup* (ENTREVISTADO STP2).

Pelo exposto, o *valuation* é importante para que o investidor verifique se está adquirindo as cotas da *startup* a um preço justo. Ao final, é o mercado quem decide se o *valuation* das *startups* é adequado, e a validação atua sobre o sucesso ou o fracasso da campanha e, devido a isso, o *valuation* pode ser considerado um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*.

Em complemento e de acordo com o que foi relatado, cabe ressaltar que a sobreprecificação das cotas das *startups* pode existir, apesar de gerar críticas por parte dos investidores em relação às plataformas. A aceitação da sobreprecificação por parte dos investidores pode estar ligada ao fato de que o retorno no investimento em *startups* pode ser relativamente expressivo, se comparado a outras formas de investimento.

#### 4.1.3 Fatores operacionais

O grupo “Fatores Operacionais” apresenta os fatores ligados ao processo que envolve o *Equity Crowdfunding*, como os critérios utilizados nas etapas de seleção de *startups* pela plataforma, o planejamento e a execução da campanha de EC e a influência mútua entre os *stakeholders*. Nesse grupo, encontram-se os seguintes fatores: *Pitch deck*, Atuação da Plataforma na Campanha de *Equity Crowdfunding*, Comunicação entre *Stakeholders*, *Due diligence* e Percepção da Qualidade das Plataformas de EC. A Figura 12, a seguir, apresenta as principais palavras citadas no grupo em questão:

Figura 12 – Nuvem de palavras do grupo fatores operacionais



Fonte: Extraído do NVivo @ versão 12 (2020).

Nessa figura, a palavra central é “plataforma”. Isso porque a maior parte dos fatores operacionais estão centrados na plataforma de EC ou são dela dependentes. A palavra “investidores” também foi muito citada, uma vez que os fatores operacionais visam, por meio

da execução do processo operacional do EC, atrair investidores para aportar capital nas campanhas realizadas.

#### 4.1.3.1 *Pitch deck*

O *Pitch deck* é o material que apresenta a *startup* ao público investidor. Um *pitch* deve posicionar o investidor acerca de informações indispensáveis para que possa considerar aportar recursos na *startup*. O *pitch* adequado deve elencar pontos como: a exposição do problema e a sua solução, mercado, concorrentes, modelo de negócio, demonstração, equipe, expectativas, investimento e um encantamento final (KEPLER, 2018).

A partir dos relatos das entrevistas, observa-se que essa apresentação deve ser elaborada com alta qualidade e com a utilização de diversas formas de mídia, visando atrair o investimento pretendido. Percebe-se, ainda, a importância desse material para o sucesso da campanha, conforme os trechos extraídos das entrevistas:

[...] o *Pitch*, que é o documento que apresenta a oportunidade de investimento, tem um design gráfico diferenciado, com cores. A gente usa padrões pra tornar a leitura o mais agradável possível para o público investidor (ENTREVISTADO INT1).

[...] (o material utilizado) potencializa a captação dos recursos financeiros, sem dúvida. Aquela *startup* que teve mais sucesso em construir um material com um ar mais profissional, acaba capturando melhor o gosto dos investidores. Aquela que passa uma impressão mais amadora, que não teve cuidado na preparação dos materiais, gera uma percepção ruim e acaba não tendo tanto sucesso (na captação) (ENTREVISTADO INT2).

[...] em se tratando de captação de recursos à distância, como é o caso do *Equity Crowdfunding*, é fundamental um material chamativo e atrativo, e é isso que vai diferenciar uma *startup* de outra (ENTREVISTADO INT3).

[...] ou você produz um material de alta qualidade que chame a atenção das pessoas, ou tu produz um material de baixa qualidade e tua adesão vai ser baixa [...] então, áudio, vídeo, texto, relatório, imagem, nome de clientes chave, enfim, toda a informação que permite que o investidor faça uma leitura interessante, são o ponto de partida para uma tomada de decisão (ENTREVISTADO INV1).

[...] eu acredito que (o material) faz diferença sim. Ele deve conter as informações daquele nível de investimento, que no caso de um *Crowdfunding*, tem que ter as principais informações (sobre a oportunidade de investimento) (ENTREVISTADO INV2).

[...] sem dúvida nenhuma, ter uma campanha bem estruturada, um vídeo bem feito, bem pensado, faz toda a diferença. Mas eu acho que não adianta tu ter só ótimos materiais naquele momento, se a tua empresa não tiver se consolidado e não for conhecida (ENTREVISTADO STP3).

Sendo assim, o *Pitch* é um fator de influência na campanha de *Equity Crowdfunding*,

podendo ser uma influência positiva ou negativa, dependendo da forma como ele é exposto ao público investidor. *Pitches* com aspectos mais profissionais, que utilizam vários recursos de mídia e que apresentam informações relevantes para a tomada de decisão do investidor aumentam as chances de uma captação de recursos bem-sucedida.

#### 4.1.3.2 Atuação da plataforma na campanha de *equity crowdfunding*

Outro aspecto apontado pelos entrevistados é a forma ativa como as plataformas atuam dentro da campanha *Equity Crowdfunding*, visando a captação dos recursos financeiros. As plataformas *online* desempenham um papel relevante, não só facilitando a transferência de informações entre empreendedores e investidores, mas também disponibilizando serviços para ajudar os empreendedores a desenvolver seus negócios, lançar campanhas com sucesso e gerenciar com eficiência esse processo (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018).

As plataformas têm o objetivo de fazer a aproximação do investidor com a *startup* que pretende angariar capital, e esse *matching*, entre investidor e investida, influencia o sucesso da campanha e, por consequência, o *Equity Crowdfunding*. O exposto é extraído dos seguintes trechos das entrevistas:

[...] o que certamente ajudou (a campanha), principalmente em relação aos investidores que não nos conheciam, foram os que vieram da base da plataforma, quem veio, enfim, por indicação [...] a campanha acelerava quando a plataforma mandava um *e-mail* de divulgação da *startup* ou fazia um *webinar* para a sua base de investidores. Então a marca tem que se vender como uma empresa promissora, mas tem o outro lado, que é a plataforma ter uma boa base de investidores também (ENTREVISTADO STP3).

[...] a gente reúne grupos de investidores para investir num negócio específico. Nós fazemos a produção daquele negócio [...] as *startups* estão sendo apresentadas de maneira concomitante como boas oportunidades de investimento, mas cabe ao investidor decidir em qual ele quer entrar (ENTREVISTADO INT1).

[...] as plataformas de *Equity Crowdfunding* precisam ser ativas na prospecção de investimentos, estar ativamente divulgando as ofertas [...] as plataformas vão selecionar as *startups* que podem captar e esse processo de seleção e validação que vai ser o grande diferencial delas (das plataformas). A plataforma que tiver as melhores *startups* ao longo do tempo são as que vão prosperar (ENTREVISTADO INT2).

[...] é possível traçar os interesses do investidor, e sabendo os interesses dele, você consegue estipular um perfil e oferecer coisas mais relevantes a ele [...] é função da plataforma fazer este *match* (ENTREVISTADO INT3).

[...] as plataformas ajudam a disseminar a ideia (de investimento em *Equity Crowdfunding*) no ecossistema, para que cada vez existam mais investidores

autônomos profissionais, e aí sim, nós temos um ecossistema mais maduro (ENTREVISTADO INV1).

Sendo assim, a forma de atuação ativa da plataforma, promovendo as *startups* junto ao público investidor e criando uma conexão entre o perfil dele e a oportunidade de investimento, é um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*.

#### 4.1.3.3 Comunicação entre *stakeholders*

A Comunicação entre *stakeholders* refere-se à interação entre os agentes participantes do *Equity Crowdfunding*. As entrevistas demonstram que a interação é a causa da influência que os *stakeholders* exercem sobre si, moldando suas decisões e, portanto, acaba por influenciar, de forma positiva ou negativa, o processo que envolve o *Equity Crowdfunding*.

Essa influência foi verificada entre *stakeholders* pertencentes a uma mesma classe, por exemplo, entre os próprios investidores, ou *stakeholders* de classes diferentes, como quando ocorre a interação entre *startup* e investidores. Dado o exposto, seguem as transcrições que fundamentam essa afirmação:

[...] a influência entre um investidor e outro ocorre, sem dúvida [...] se o investidor é reconhecido regionalmente, localmente, enfim, como alguém que faz bons negócios, ele influencia muitas pessoas (ENTREVISTADO INV1).

[...] nós tivemos que visitar feiras e eventos, pois precisávamos do contato frente a frente para poder explicar melhor e dar a credibilidade [...] foi uma dificuldade nossa entender o que fazia sentido para o investidor, para que vissem esse futuro crescimento. Mas, depois, conversando com todos e expondo as aceleradoras e as incubadoras que já passaram pelo negócio, isso validou (o próprio negócio), de certa forma. Então os investidores conseguem ter uma tranquilidade maior (para investir) (ENTREVISTADO STP1).

Segundo os entrevistados, uma forma de comunicação entre os *stakeholders* é por meio dos fóruns que as plataformas disponibilizam, inclusive por exigência da CVM. As plataformas, além de outras atribuições, desempenham o papel de facilitar a transferência de informações entre empreendedores e investidores (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018). Wang et al. (2019) afirmam que as plataformas de *crowdfunding* atraem investidores profissionais, como investidores-anjo, e também pequenos investidores não profissionais, e concluíram que existem evidências de fluxo de informação entre eles nas plataformas citadas. Os fóruns foram citados nas entrevistas, conforme os relatos apresentados:



[...] a CVM estabelece como requisito que todas as ofertas tenham uma espécie de fórum, uma ferramenta de comunicação para que os investidores possam colocar suas dúvidas e para que os empreendedores e os gestores da plataforma possam interagir com o público investidor [...] quem participa do grupo são pessoas que pretendem investir, são potenciais investidores e eles acessam exclusivamente para esclarecer dúvidas. É claro que, a partir do momento que ele toma decisão de fazer o investimento, ele se mantém no grupo, até porque podem surgir dúvidas posteriores (ENTREVISTADO INT1).

[...] inclusive, a própria Instrução 588 determina que, terminada a captação, deve existir na plataforma um fórum para investidores interagirem. Então, através do fórum, os investidores colocam as dúvidas e os empreendedores e a plataforma respondem. Nós respondemos, normalmente, se a dúvida for relativa ao formato de captação ou ao acompanhamento do investimento. Cada oferta tem seu fórum específico com um membro da plataforma, um membro da equipe da *startup* e todos os investidores ou potenciais investidores que quiserem entrar nesse fórum, vão poder entrar para ter mais informações (ENTREVISTADO INT2).

Os fóruns podem incentivar ou inibir a prática do *Equity Crowdfunding*. Os relatos a seguir corroboram essa afirmação e evidenciam a importância da mediação da plataforma para esclarecer dúvidas e possibilitar a comunicação entre investidores e *startup*:

[...] o mercado ainda está aprendendo a trabalhar, os investidores estão se formando, se qualificando. É possível uma pessoa que não saiba muito bem o que está falando, redigir ou publicar algum comentário que seja nocivo, ela pode prejudicar um bom negócio pra todos (ENTREVISTADO INV1).

[...] a comunicação aberta entre os investidores e entre as *startups* pode levantar questionamentos que talvez confundam outros investidores, que vão ler essas informações. Isso poderia jogar contra o negócio (ENTREVISTADO INT3).

[...] (no fórum), nós sempre colocamos as regras do grupo, os conteúdos que são aceitos, os conteúdos que não são aceitos, as operações que podem ser objetos de intervenção e a gente também tem um papel de tentar esclarecer eventuais dúvidas o mais rápido possível, para não gerar desconforto entre o público investidor (ENTREVISTADO INT1).

[...] Quando a gente olha pra bolsa de valores, as empresas são todas auditadas, estão com dados publicados, todo mundo sabe o que está acontecendo e tem cobertura de mídia. Uma *startup* não se sabe, então precisamos promover esses espaços de transparência (os fóruns) e já percebemos, por toda a nossa interação com os investidores, como isso faz diferença (ENTREVISTADO INT2).

Sendo assim, a comunicação entre os *stakeholders*, seja por meio de fóruns virtuais ou até mesmo de eventos presenciais, como feiras, pode incentivar ou inibir a prática do *Equity Crowdfunding* e, por isso, é considerada um fator de influência dessa modalidade de investimento.

#### 4.1.3.4 *Due diligence*

A *due diligence* envolve, basicamente, a coleta das informações necessárias para apurar a situação atual do negócio a ser adquirido, bem como a existência de passivos e contingências e a avaliação do impacto de tais questões no valor da operação (WALD; MORAES; WAISBERG, 2009).

Essa ferramenta é essencial na etapa de seleção de empresas que poderão participar de campanhas de *Equity Crowdfunding* por meio da plataforma, pois verifica informações históricas como as relativas à gestão, às finanças e aos aspectos jurídicos, que podem abonar ou excluir a *startup* do processo de seleção citado.

A *due diligence* também pode atuar no combate à fraude contra investidores que poderiam ser possivelmente prejudicados pelo aporte financeiro em uma *startup* que age de má fé. Essa afirmação deriva das transcrições e é corroborada pelo trabalho de Walthoff-Borm, Vanacker e Collewaert (2018), que sugerem que existem importantes questões de seleção adversa de empresas em plataformas de *equity crowdfunding* e que a proteção do investidor contra essa seleção será importante para garantir a sustentabilidade do mercado.

Para fundamentar tais argumentos, apresentam-se, a seguir, alguns excertos das entrevistas:

[...] Fazemos uma análise chamada *due diligence*. Nós verificamos projeções financeiras e se elas são compatíveis com aquele modelo de negócio. Também olhamos resultados financeiros atingidos até aquele momento, para saber se é um negócio sustentável e escalável com o passar do tempo. São vistos pontos que possam desabonar a empresa ou os fundadores, sejam dívidas fiscais, sejam fichas criminais, inscrição em instituições públicas que de alguma forma poderiam denegrir aquela empresa ou as pessoas por trás. E a gente verifica os contratos daquela empresa, basicamente os contratos societários e os contratos vinculados com investidores anteriores, para saber se a entrada de um novo investimento vai prejudicar ou vai tornar a vida do nosso investidor mais fácil ou mais difícil daqui para frente [...] aí, com base na coleta de todas essas informações, o investidor, de maneira autônoma, decide o valor que ele quer investir (ENTREVISTADO INT1).

[...] a *startup* inclusive pode “cair” porque nós fazemos uma *due diligence* contábil através de um parceiro, e se tem algum problema, por mais que a *startup* tenha passado pelo processo de seleção, eliminamos ela do processo (ENTREVISTADO INT2).

[...] Há pessoas que passam por alguns princípios básicos, fazendo de tudo para angariar recursos, talvez até com má fé. O mínimo de precaução seria fazer uma investigação superficial em órgãos judiciais e criminais, enfim, entender um pouco do histórico financeiro da empresa e seus sócios, seus fundadores. Fazer a *due diligence* é fundamental para fazer essa triagem inicial (ENTREVISTADO INT3).

[...] não se pode haver espaço para dúvida, principalmente quando se trata de dinheiro. As pessoas sabem que o risco é alto, então não se pode ter dúvidas com

relação aos números. Devido a isso, a *due diligence* é fundamental [...] fazendo um trabalho criterioso (a plataforma), ela vai criar um respaldo ao redor do nome dela e do trabalho que ela faz e isso é determinante para o sucesso. Com uma avaliação criteriosa, não tendenciosa, com números exatos, o investidor pode realizar bons lucros, e aí o mercado vai entender que a plataforma é boa para investir (ENTREVISTADO INV1).

[...] para as *startups*, eu acho que falta um pouco dessa preparação pré-captação por *Crowdfunding*. Essa preparação passa por ter informações relativas a questões jurídica, financeira e contábil, para que, enfim, se possibilite a captação (ENTREVISTADO STP1).

Pelo fato de gerar informações que possibilitam que a *startup* participe de uma campanha de *Equity Crowdfunding* e, possivelmente, venha a receber um aporte financeiro por parte do investidor, a *Due Diligence* atua a favor do processo de captação, influenciando positivamente essa modalidade de investimento.

#### 4.1.3.5 Percepção da qualidade da plataforma

Segundo Ahlers et al. (2015), é por meio da plataforma *online* que ocorre a interligação entre os investidores e os empreendedores, como por exemplo as *startups*, possibilitando que o *Equity Crowdfunding* ocorra. Em virtude disso, ela possui um papel essencial nesse processo e, segundo os entrevistados, a escolha da plataforma depende da qualidade a ela atribuída, sob diversos aspectos.

Os relatos trazidos pelos entrevistados explicitam que os motivos que fazem com que os investidores e as *startups* tenham uma boa percepção sobre a qualidade das plataformas são diferentes. Além disso, observou-se que esses motivos são determinantes em relação à escolha de uma plataforma ou outra. Os investidores preferem plataformas com histórico de crescimento em relação ao seu portfólio de *startups*, considerando-se a valorização dessas empresas e o resultado que elas trouxeram para os seus investidores. Para tanto, o investidor precisa ter acesso frequente a informações claras sobre as *startups*. Essas informações precisam ser divulgadas nas plataformas.

Considerando-se o que foi exposto pelos entrevistados, sob o prisma das *startups*, os indicadores que exprimem a qualidade das plataformas giram em torno do volume financeiro captado e a taxa de sucesso em relação ao levantamento do valor que se pretendia captar quando a campanha de *Equity Crowdfunding* foi planejada. Assim, a base de investidores da plataforma foi apontada como relevante para atingir e superar o montante de captação pretendido. Tal argumentação pode ser percebida nos seguintes trechos das entrevistas:

[...] nós temos alguns indicadores que utilizamos para o público investidor e outros para o público empreendedor. Então todas as interações que a gente tem com esses dois públicos, solicitamos referências para saber se ele nos recomendaria ou não para outras pessoas (ENTREVISTADO INT1).

[...] Para a *startup*, o que mais conta é o volume de captação e para o investidor o melhor indicador é quanto as *startups* daquela plataforma, o portfólio daquela plataforma, como um todo, cresceu ao longo do tempo (ENTREVISTADO INT2).

[...] para podermos começar a ter sinais de qualidade em qualquer plataforma, essa tem que ter histórico [...] sob a perspectiva da *startup*, a quantidade de negócios captados é um fator determinante para a escolha da plataforma na qual ela vai se submeter [...] e, por parte de investidor, é importante a confiança na intermediação (da plataforma) e o portfólio dessa plataforma, no sentido de possuir *startups* que valorizaram, que deram certo e que trouxeram resultado (ENTREVISTADO INT3).

[...] poderia ser medida a qualidade das plataformas através da frequência da divulgação das informações e pela sua qualidade e clareza. Sem dúvida, eu acho que isso é um diferencial competitivo (ENTREVISTADO INV2).

[...] a qualidade de uma plataforma pode ser medida por possuir uma taxa de sucesso (de captação nas campanhas de *Equity Crowdfunding*) (ENTREVISTADO STP2).

[...] o que realmente determinou a escolha da plataforma foi o fato de terem sido muito acessíveis, discutindo a campanha [...] e também por ter uma boa base de investidores (ENTREVISTADO STP3).

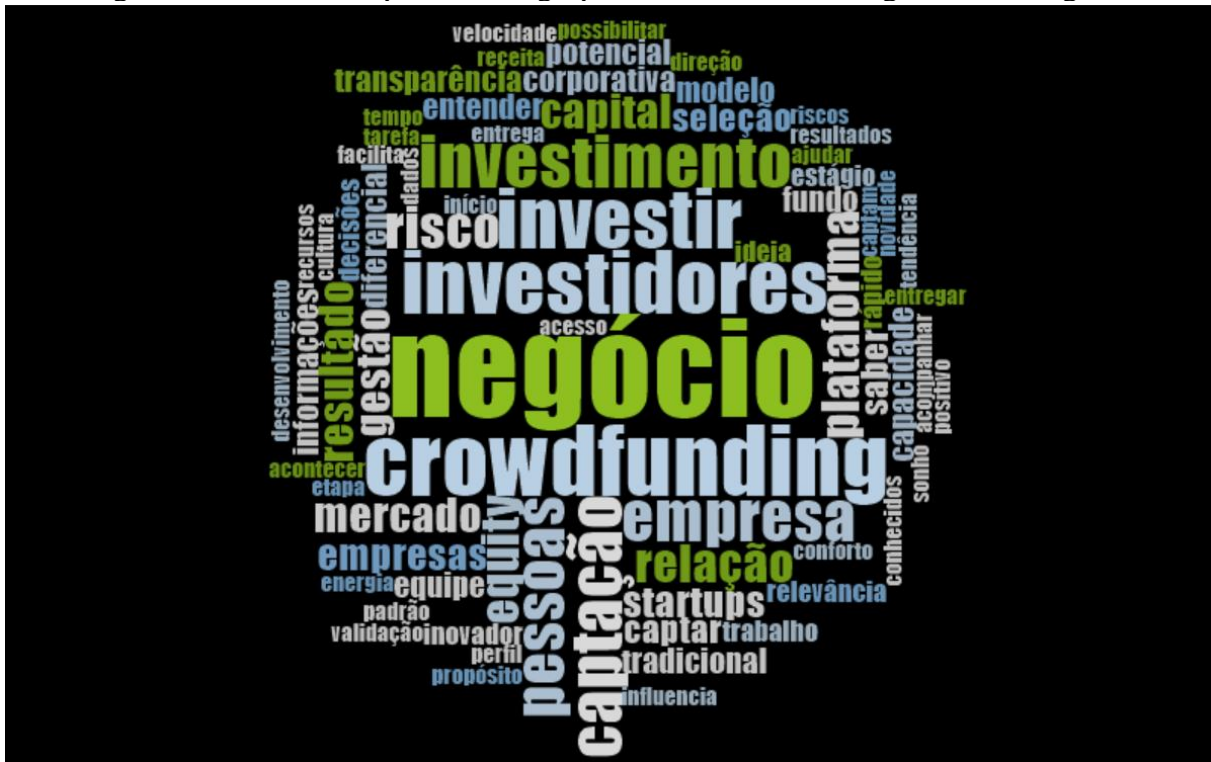
Pelo exposto, percebeu-se a avaliação da qualidade das plataformas não só pelas *startups*, fazendo com que elas queiram efetivar a captação dos recursos financeiros necessários por meio do *Equity Crowdfunding*, mas também pelos investidores, fazendo com que estes queiram investir por meio de determinada plataforma, fomentando o EC, o que caracteriza a qualidade citada como um fator de influência para essa modalidade de investimento.

#### **4.1.4 Fatores associados à gestão e ao negócio**

Por fim, o grupo “Fatores Associados à Gestão e ao Negócio” compreende como os aspectos ligados ao negócio, ao modelo de gestão e à transparência das informações gerenciais das *startups* influenciam os *stakeholders* ligados ao EC. Esse grupo abrange os fatores Governança Corporativa, Time de Gestão e Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação.

A Figura 13, a seguir, apresenta as palavras mais citadas e relevantes para o último fator exposto:

Figura 13 – Nuvem de palavras do grupo fatores associados à gestão e ao negócio



Fonte: Extraído do NVivo © versão 12 (2020).

A palavra “negócio” foi a mais citada nesse grupo. Isso ocorre porque os fatores presentes são relacionados ao negócio, ou seja, ao objeto de atuação da *startup* e ao mercado no qual ele está inserido, bem como à forma como o negócio é gerido pelo time da *startup*.

Nesse contexto, informações como “mercado”, “pessoas” e “gestão” também aparecem na figura como termos relevantes. As palavras “investidores” e “investir” também foram mencionados, demonstrando que todos os fatores de influência desse grupo buscam atingir, de forma positiva, o investidor, para que ele possa considerar a realização do investimento.

#### 4.1.4.1 Governança corporativa

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e as demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, o conselho de administração, a diretoria, os órgãos de fiscalização e controle e as demais partes interessadas. A Governança Corporativa é importante para os planos de crescimento das *startups* e *scale-ups*. Ela é associada à transparência e à melhoria da gestão e está presente na agenda da maioria dessas empresas (IBGC, 2020).

Nas transcrições, a Governança Corporativa foi citada pela maioria dos entrevistados

como um aspecto importante para o *Equity Crowdfunding*. Ela é uma ferramenta essencial para que os reportes de informação sejam feitos de forma transparente, atuando positivamente na captação de investidores e no resultado da campanha. Essa questão é relevante porque os investidores do *Equity Crowdfunding* não interferem nas decisões ou na gestão da empresa investida. O exposto é evidenciado nos relatos a seguir:

[...] A Governança Corporativa é um diferencial e a *startup* vai se destacar, certamente. As empresas que adotam, desde o início, instrumentos de governança, mecanismos para tomada de decisão transparente e um reporte constante de informações para seu público investidor, se destacam [...] e as empresas que têm isso já enraizado na sua cultura empreendedora, se destacam muito mais do que as outras. Elas têm um sucesso na captação muito mais efetivo, captam mais rápido e com valores maiores (ENTREVISTADO INT1).

[...] o investidor não participa das decisões da empresa e não interfere na gestão do negócio. Ele só espera o resultado acontecer. Para trazer esse conforto ao investidor, a gente sempre busca empresas que tenham cultura de governança muito intrínseca, para que esse conforto fique o mais explícito possível (ENTREVISTADO INT1).

[...] já tivemos investidores que queriam investir e optaram por não investir por conta de não confiar muito na governança montada (ENTREVISTADO INT2).

[...] Certamente a governança corporativa é importante para trazer mais segurança para o *Crowdfunding* como um todo [...] isso gera uma onda de otimismo por parte dos investidores pra seguir investindo, inclusive pra recrutar novos investidores para esse tipo de prática. A Governança Corporativa traz transparência pra relação investidor-*startup*, e ela é fundamental para se ter as métricas e os indicadores de evolução do negócio (ENTREVISTADO INT3).

[...] As plataformas devem estabelecer uma governança bem clara, que é um fator preponderante na decisão de investimento [...] se elas fizerem isso, de disponibilizar melhores informações e de forma mais ordenada, e de ter uma governança pós captação, é melhor pra atrair novos investidores e para dar informações mais valiosas para os investidores atuais (ENTREVISTADO INV2).

[...] quando outras *startups* nos questionam como captar e o que é preciso para isso, nós batemos no ponto de se haver Governança Corporativa pré e pós-captação. Essa necessidade cresce porque nós temos acesso a um número de investidores hoje, que é dez vezes maior do que tivemos em um único fundo, o qual também fomos acelerados. Então temos que ter uma transparência muito maior. Acredito que essa estrutura de governança, na hora da campanha, passa confiança pro investidor e facilita a captação. Isso também é tarefa das plataformas que estão intermediando a campanha das *startups*, para que ajudem a estruturar, durante e pós-captação, essas informações. A *startup* tem que estar preparada para isso, o que facilita muito a captação. Fazendo uma comparação com os nossos pares, e vendo que alguns não conseguiram captar, isso faz diferença (ENTREVISTADO STP1).

[...] as plataformas estão atrás de excelência em questão de resposta ao investidor e de ter essa governança [...] elas colocam vários pontos, e um deles é um relatório mensal para que os investidores saibam o que está acontecendo [...] acredito que o *Crowdfunding* e os investidores pedem que se tenha Governança [...] é fundamental para quem está investindo ter acesso a onde os recursos foram alocados [...] e até um investidor mais tradicional pode querer investir porque a própria plataforma está se preocupando com isso (ENTREVISTADO STP2).

Entretanto, os entrevistados ressaltam que a Governança Corporativa, embora seja relevante ao *Equity Crowdfunding*, não deve ser um entrave para o crescimento da *startup*, ou mesmo colocar em risco a sua condição financeira. Isso ocorre devido à burocracia que a Governança Corporativa poderia trazer para esse tipo de empresa. Essa ressalva é descrita nos trechos a seguir, que foram extraídos das transcrições:

[...] mesmo sabendo da importância da Governança Corporativa, também temos que cuidar para não sofisticar demais essas estruturas burocráticas e amarrar muito a *startup* no estágio inicial. É diferente uma empresa consolidada determinar direitos de ações ordinárias e preferenciais, eleger diretoria, mandato de conselheiros e uma *startup* fazer isso (ENTREVISTADO INT2).

[...] É lógico que a Governança torna mais burocrático o processo e, em se tratando de *startup*, a gente vê que a velocidade do crescimento pode estar sendo mais importante do que o caminho que a *startup* toma. Mas, olhando sob o aspecto do investidor, é uma segurança necessária a partir do momento em que se começa a trabalhar com dinheiro de outras instituições ou pessoas. Então, acredito que o equilíbrio entre a velocidade de crescimento e a direção seja uma das contribuições adicionais implícitas no processo de *Equity Crowdfunding* (ENTREVISTADO INT3).

Por atuar diretamente na captação de investidores para aporte financeiro nas *startups* e no sucesso da campanha, sendo inclusive um aspecto observado pelas plataformas para que as *startups* participem de seus processos seletivos, a Governança Corporativa é considerada um fator de influência do *Equity Crowdfunding*.

#### 4.1.4.2 Time de gestão

O time de gestão, sejam os fundadores ou os colaboradores, foi apontado como relevante em vários aspectos que envolvem o *Equity Crowdfunding*. Ele é um fator determinante que age na criação da confiança para com o investidor, buscando a efetivação do investimento pretendido, ou possibilitando que a *startup* tenha *know-how* próprio para o desenvolvimento de produtos e/ou serviços, bem como condições para tomar decisões estratégicas acertadas, como mudar a direção do negócio ou fazer o necessário para que a empresa gere recursos financeiros.

Barbi e Mattioli (2019) mostram que a educação e a experiência profissional dos membros da equipe influenciam o capital total levantado e o número de investidores em campanhas de EC. A seguir, são expostos trechos das entrevistas, os quais dão base à importância do time de gestão:

[...] fazemos eventos presenciais para que os potenciais investidores possam olhar no olho do *founder* e possam se sentir confortáveis com a empresa, verificando que esse mostra conhecimento e competência para administrar o negócio (ENTREVISTADO INT1).

[...] ter um bom time de gestão é importante não só para a seleção (das *startups* para a captação por *Equity Crowdfunding*), mas para que o próprio investidor confie no negócio. [...] se a *startup* não tiver o “*jockey*” bom, alguém com capacidade de entrega, nós não vamos à frente (no processo seletivo para captação de recursos financeiros através de plataformas de *Equity Crowdfunding*) [...] estamos falando de empresas que estão em um estágio inicial, então queremos investir em empreendedores tão bons que possam pegar uma empresa ruim, um produto ruim e rotar, mudar de direção, testar novamente novas coisas, até chegar em algo bom. Acreditamos que o *founder* tenha influência direta no resultado de um negócio e por isso que é tão importante no processo de seleção. E nossos investidores olham muito pra isso. Eles querem saber quem são as pessoas e qual é a capacidade de entrega dessas pessoas (ENTREVISTADO INT2).

[...] me parece pertinente que a empresa detenha o conhecimento técnico internamente e que a *startup* seja detentora de todo o *know-how* necessário para o desenvolvimento do seu produto [...] O time de gestão é importante para que o investidor possa efetuar o investimento. Não existe produto, ou processo, ou empresa se não houver pessoas. Hoje em dia não tem como descolar uma pessoa jurídica de uma pessoa física. Então, é fundamental que o time seja do tamanho do sonho da empresa (ENTREVISTADO INT3).

[...] o perfil do time de gestão pode vir a ter influência para que o investidor faça o investimento via *Equity Crowdfunding*. Isso é o ponto de partida para o investimento. O investidor olha muito para essa questão (ENTREVISTADO INV1).

[...] olhei o potencial de mercado, a capacidade do time de gerar recursos e de tomar decisões estratégicas [...] eu sou muito pragmático analisando (o investimento), se o time não está alinhado desde o início, eu não invisto (ENTREVISTADO INV2).

[...] as *startups* que têm uma equipe mais qualificada, mais experiente, conseguem captar muito mais rápido. Elas têm muito menos dificuldade na hora da captação. Tem sim a questão dos resultados financeiros, mas a equipe é um grande diferencial. No nosso caso foi um. Nós somos uma *startup* bem recente, o faturamento também não era um valor muito elevado, e o que contava bastante para os investidores que a gente conversava era a questão da equipe e as experiências anteriores que nós empreendedores tínhamos antes de iniciar a *startup* (ENTREVISTADO STP1).

[...] (o time de gestão) não é só importante para o *Crowdfunding*. Os fundos e as aceleradoras sempre olham muito para o time. Mesmo para investidores leigos, o time vai pesar. Inclusive, no *Crowdfunding*, aparecem investidores conhecidos do time de gestão (ENTREVISTADO STP3).

Pelo exposto, o Time de Gestão é um fator de influência do *Equity Crowdfunding*, atuando diretamente no sucesso da captação de recursos financeiros pretendidos.

#### 4.1.4.3 Compreensão e engajamento com o negócio e com o mercado de atuação

Compreender o negócio e o mercado de atuação da *startup*, ou considerá-los relevantes e promissores, é uma premissa para que o investimento seja efetivado. Essa



afirmação deriva de trechos extraídos das entrevistas, que demonstram que essas são questões importantes para possibilitar a captação dos recursos financeiros.

Para Lukkarinen et al. (2016), os consumidores podem se sentir mais confortáveis investindo em produtos que conhecem ou entendem. Um exemplo disso é mencionado por Vismara (2019), quando afirma que empreendimentos orientados para a sustentabilidade (como os que não dependem da exploração privada de recursos do meio ambiente) influenciam o EC. Isso ocorre porque há alguns investidores que consideram, além da lógica de mercado, uma lógica comunitária, o que atrai um número maior de investidores. Os entrevistados corroboraram essa visão nos seguintes relatos:

[...] (para avaliar se uma *startup* tem condições de participar de uma campanha de *Equity Crowdfunding*) é feita uma análise subjetiva para entender se as pessoas que estão por trás daquele negócio têm capacidade de entregar o que elas prometem, e se o mercado é relevante, ou se realmente é uma boa oportunidade de investimento (ENTREVISTADO INT1).

[...] o fato de a *startup* pertencer a mercados que os especialistas estão apontando como tendência, além de ser um bom negócio, preenche um papel muito forte, muito importante [...] estruturamos nosso processo de seleção nas seguintes premissas: a primeira é possibilitar investimento apenas em bons negócios, aqueles que realmente acreditamos que tenham potencial; a segunda é possibilitar investimentos em *startups* de setores que os nossos investidores queiram (ENTREVISTADO INT2).

[...] não é qualquer negócio que funciona com o *Equity Crowdfunding*, porque não faz sentido realmente. Pelo o que temos visto, os negócios que dão certo são os que têm apelo por resolver um problema muito próximo das pessoas ou porque pertencem a um mercado muito promissor. Então, o investidor confia muito na equipe ou no modelo de negócio (ENTREVISTADO STP1).

[...] acredito que o *Equity Crowdfunding* tem muito a ver com negócios fáceis de entender. Normalmente B2C ou, se forem B2B, que pelo menos sejam fáceis de entender. Fáceis de entender sua relevância no mercado, relevância no mundo e na sua tendência de consumo (ENTREVISTADO STP3).

Outra característica do investidor de *Equity Crowdfunding* constatada nas transcrições dos entrevistados foi a de que esse tipo de investidor, além de valorizar a hipótese de ter retorno financeiro, também se engaja com o propósito que a *startup* traz inserido no seu negócio e se identifica com ele:

[...] O *Equity Crowdfunding* é para os investidores que entendem realmente a parte do propósito, o qual vai além do monetário, e sim uma conexão com aquilo que a *startup* propõe (ENTREVISTADO INV2).

[...] os investidores de *Equity Crowdfunding* atuam mais pela causa, eu acredito, do que simplesmente pelo retorno financeiro (ENTREVISTADO STP1).

[...] quem está investindo no *Equity Crowdfunding* é a pessoa que está mais interessada em ajudar no negócio, por ser inovador, do que literalmente só no

crescimento da *startup*. Por exemplo, no *Equity Crowdfunding*, a *startup* pode receber dinheiro sem ter “tracionado” ainda. Um investidor padrão quer ver se a *startup* já “tracionou” ou não. Eu estou procurando uma pessoa que aposte realmente na ideia, e que veja como um diferencial inovador [...] que vá investir porque gostou da ideia. Mais por isso do que simplesmente pelos resultados que a *startup* está tendo [...] é a pessoa estar engajada realmente com a ideia e com o que pode acontecer se a *startup* der certo (ENTREVISTADO STP2).

[...] eu acho que o *Crowdfunding* casa muito bem com o “*crowd*” mesmo. É a rede, a multidão, são as pessoas que já te seguem, ou como pessoa física ou como marca, que já gostam do teu produto e já se identificam com ele de alguma forma (ENTREVISTADO STP3).

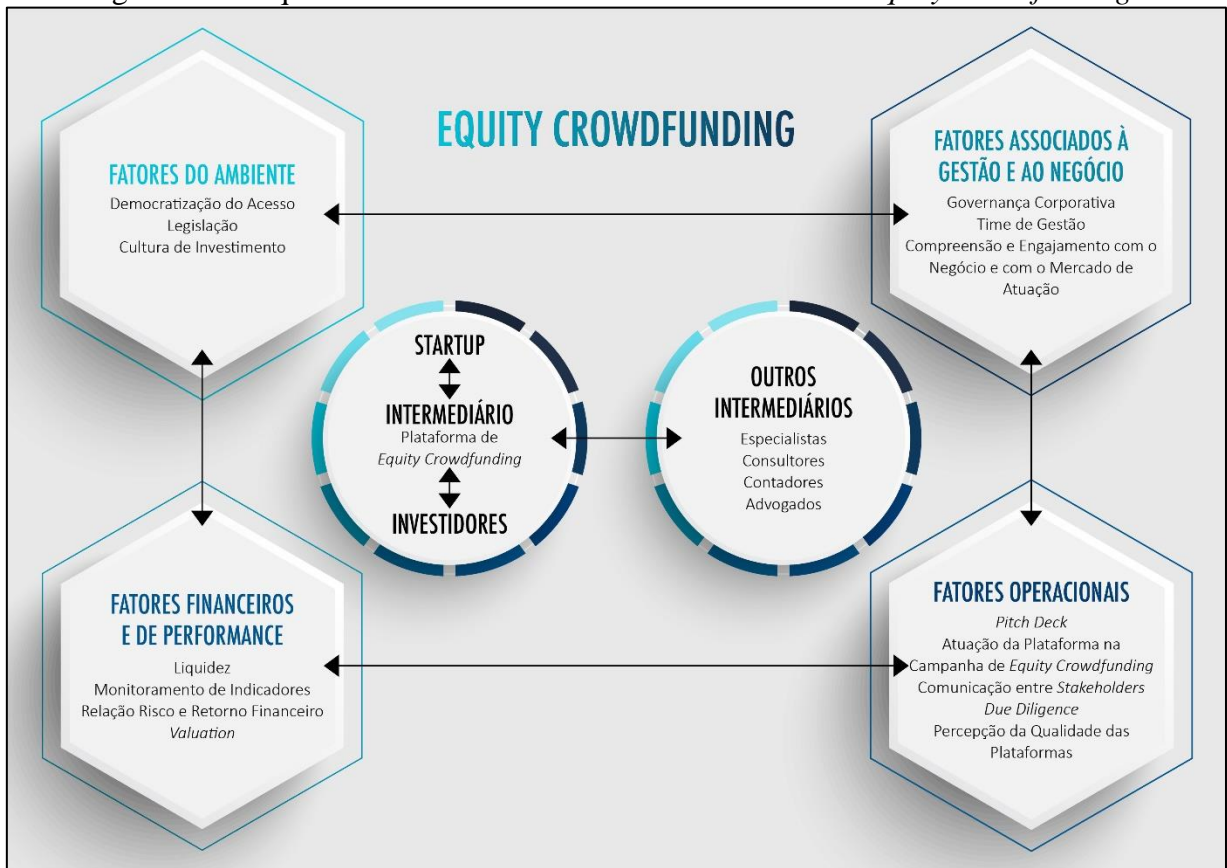
Portanto, uma *startup* possuir um produto ou modelo de negócio simples, que gere o engajamento do investidor, e pertencer a um mercado de atuação promissor, do ponto de vista dos *stakeholders*, é um fator de influência para o investimento via *Equity Crowdfunding*.

#### 4.2 ESQUEMA CONCEITUAL DOS FATORES DE INFLUÊNCIA NO *EQUITY CROWDFUNDING*

Os fatores de influência apresentados, bem como os *stakeholders* envolvidos no processo, atuam no contexto do *Equity Crowdfunding* do qual fazem parte. É importante salientar que, tanto os fatores quanto os *stakeholders* interagem entre si, gerando consequências diretas para os resultados das campanhas.

Nesse contexto, um esquema teórico é apresentado (Figura 14) com vista a demonstrar de forma visual a interação entre os fatores de influência e os *stakeholders* citados, bem como sua presença no contexto do *Equity Crowdfunding*:

Figura 14 – Esquema conceitual dos fatores de influência no *equity crowdfunding*



Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

O esquema conceitual traz, primeiramente, a presença dos *stakeholders* (*startups*, intermediários e investidores), em um contexto de interação mútua. As informações e o fluxo financeiro transitam entre esses *stakeholders*, fomentando o processo.

Em um dos extremos, encontram-se as *startups* que buscam um grande número de investidores, com o intuito de obter sucesso na captação dos recursos financeiros por meio da campanha lançada na plataforma. No outro extremo, encontram-se os investidores, que recebem como contrapartida do recurso financeiro aportado um determinado número de ações (ou notas conversíveis em ações) da empresa investida (AHLERS et al., 2015). Essa participação visa obter lucro com um evento de liquidez futuro e incerto relativo à *startup* e/ou colher dividendos advindos de sua participação na empresa.

Ao centro, encontram-se as plataformas *online*, intermediários que atuam para conectar investidores e *startups* (WANG et al., 2019). Essas plataformas têm um papel essencial no processo que envolve o *Equity Crowdfunding* já que, para fomentar seu próprio negócio, buscam selecionar as *startups* que têm maiores chances de conseguir os recursos financeiros pretendidos, auxiliando na condução da campanha, na captação de investidores e na mediação da comunicação entre investidores e *startups* em um momento anterior e

posterior à captação.

Outros intermediários também atuam no processo, fornecendo informações importantes para os *stakeholders*, na tentativa de viabilizar a operação de *Equity Crowdfunding*. Cummings et al. (2019) refere-se aos intermediários como uma ampla categoria de entidades que facilitam o casamento entre os empreendedores e os investidores, como é o caso dos consultores, advogados e contadores, além das próprias plataformas de *Equity Crowdfunding*.

Os *stakeholders* sofrem influência de forças que atuam no processo e, nesta pesquisa, essas forças de atuação são denominadas “Fatores de Influência do *Equity Crowdfunding*”. Em virtude da influência citada, eles estão representados, graficamente no esquema, circundando todos os envolvidos no processo de EC.

Os fatores de influência do *Equity Crowdfunding* também foram estudados em outras pesquisas, como a de Lukkarinen *et al.* (2016), que explorou os fatores que impulsionam o número de investidores e a quantidade de financiamento atraído em campanhas de *Equity Crowdfunding*. Na pesquisa citada, os fatores são caracterizados como impulsionadores das decisões de investimentos em campanhas de *Equity Crowdfunding*.

Neste estudo, os fatores de influência também podem ser impulsionadores das decisões de investimento, bem como podem incentivar que as *startups* busquem recursos por meio das plataformas de investimento. No entanto, esses fatores podem trazer uma influência negativa ao *Equity Crowdfunding*, caso não sejam utilizados de forma adequada ou se as condições por eles proporcionadas não forem ao encontro dos interesses dos investidores ou das próprias *startups*.

Um exemplo claro disso, é o fator de influência “Legislação” que, ao invés de trazer um aparato regulatório que incentive a prática do EC, dando segurança ao processo e aos *stakeholders* ou reduzindo os custos para *startups* pequenas em estágio inicial (HORNUF; SCHWIENBACHER, 2017), burocratiza demasiadamente esse mercado, elevando seus custos e limitações e, até mesmo, deixando de regulamentar um aspecto relevante que poderia alavancar a prática do EC. Assim, a legislação poderia se posicionar como um fator de influência negativo.

Os fatores de influência foram categorizados em 4 grupos, de acordo com suas características inerentes. O grupo “Fatores do Ambiente”, composto pelos fatores Democratização do Acesso, Legislação e Cultura de Investimento, engloba fatores que possuem uma abrangência mais generalista, sendo provenientes das características de um grande grupo, como o de investidores, ou que atingem a esse grande grupo de pessoas de

forma ampla.

Como exemplo disso, o fator “Cultura de Investimento” traz características que atingem a toda a população de investidores, como a educação financeira e sua compreensão sobre aspectos macroeconômicos e a forma como esses aspectos atuam sobre eles, fazendo com que optem ou não por determinada modalidade de investimento, como o EC.

Já o grupo “Fatores Financeiros e de Performance”, abrange os fatores de influência ligados ao lucro e à sua realização, bem como à possibilidade de perda do capital investido e o acompanhamento dos indicadores que demonstram a evolução de aspectos ligados não só à questão financeira, mas também à performance do negócio em si, sendo relativos à *startup* investida. Nesse grupo estão os fatores Liquidez, Monitoramento de Indicadores, Relação Retorno e Risco Financeiro e *Valuation*.

O grupo “Fatores Operacionais” envolve os fatores ligados ao processo do *Equity Crowdfunding*, como é o caso dos critérios utilizados nas etapas de seleção de *startups* pela plataforma, do planejamento e da execução da campanha de EC e da influência mútua entre os *stakeholders*. Nesse grupo, encontram-se os fatores *Pitch deck*, Atuação da Plataforma na Campanha de *Equity Crowdfunding*, Comunicação entre *Stakeholders*, *Due diligence* e Percepção da Qualidade das Plataformas de EC.

Por fim, o grupo “Fatores Associados à Gestão e ao Negócio” compreende como os aspectos ligados ao negócio, ao modelo de gestão e à transparência das informações gerenciais das *startups* influenciam os *stakeholders* ligados ao EC. Esse grupo abrange os fatores Governança Corporativa, Time de Gestão e Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação.

Nesta pesquisa, os resultados apontam que os fatores de influência mencionados representam forças que atuam dentro do contexto do *Equity Crowdfunding* e que moldam o seu desempenho, a sua abrangência e o impacto que ele exerce na economia.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nas considerações finais serão apresentadas as conclusões da pesquisa realizada, derivadas da análise de resultados. Em um primeiro momento, serão abordados os principais aspectos constatados na análise dos resultados, realizando algumas reflexões sobre os resultados da pesquisa e compilando as informações mais importantes. Em seguida, serão expostas as contribuições teóricas, as quais estão alinhadas com os objetivos geral e específicos expostos anteriormente.

Um pouco mais adiante, serão evidenciadas as contribuições gerenciais, que têm o objetivo de ser úteis, em um contexto prático, a todos os envolvidos e interessados na temática que envolve este estudo. Na sequência, serão explanadas as limitações deste estudo e, além disso, as possibilidades de pesquisas futuras serão apresentadas, de modo que esse tema possa continuar a gerar desdobramentos acadêmicos, com o intuito de aprofundar as questões teóricas pertinentes que visam o desenvolvimento da prática do *Equity Crowdfunding* e do seu incentivo às *startups*.

Nesta pesquisa, ficou evidente a importância dos *stakeholders* no contexto do EC. Além de serem os agentes que possibilitam que o *Equity Crowdfunding* ocorra, a influência que infringem uns aos outros são determinantes na forma como o processo se desenrola. A própria comunicação entre os *stakeholders*, citada como um fator que atua sobre o EC, demonstra o quanto essa influência está presente. Salienta-se, ainda, que os fatores de influência apresentados atuam no *Equity Crowdfunding* por meio dos *stakeholders*.

Outra questão relevante é o papel de cada *stakeholder* no EC e o modo como os fatores apresentados influenciam a todos, embora isso ocorra de maneiras distintas. No caso dos investidores, o papel é fomentar financeiramente o processo de EC. São eles que injetam os valores que possibilitam o sucesso da campanha. Porém, após a campanha, espera-se que o fluxo financeiro reverta seu sentido, partindo das *startups* para os investidores, seja por meio de um evento de liquidez que retorna o valor inicial aportado de forma capitalizada, seja pelo recebimento de dividendos derivados dos resultados financeiros positivos da empresa investida.

De forma geral, os fatores que agem sobre os investidores atuam de maneira a influenciá-los a investir ou a não investir por meio de *Equity Crowdfunding* em determinada *startup*, e isso pode fomentar ou agir contra o próprio *Equity Crowdfunding*. Cada fator apresentado influencia questões que visam a tomada de decisão, podendo atuar de forma isolada ou complementar, conforme o caso.

As *startups*, por outro lado, utilizam o *Equity Crowdfunding* para captar recursos com o objetivo de crescer e chegar a novos estágios de desenvolvimento, possibilitando novas captações de valores maiores, fazendo com que a *startup* entre em um novo ciclo de crescimento. Entender que o *Equity Crowdfunding* é uma opção viável para receber os recursos financeiros necessários ao seu crescimento e ser bem-sucedida nessa captação, acaba por fazer com que o *Equity Crowdfunding* também seja submetido a um crescimento, o que impacta essa modalidade de investimento.

Para tanto, a *startup* deve se apresentar como um negócio interessante para o investimento, no sentido de que irá remunerar, de alguma forma, os investidores que aportaram capital e, também, fomentar o próprio negócio da plataforma, que se beneficia dos valores captados. Também é importante atentar para a forma como é conduzida a prestação das informações ao investidor após a campanha, bem como ao desempenho dos indicadores apresentados.

Os fatores de influência atingem a *startup* atuando na maneira como ela entende que o EC é uma opção adequada e viável de captação de recursos, influenciando essa modalidade de investimento e nos aspectos que são determinantes para que sejam bem-sucedidas, progredindo nas etapas de seleção das plataformas, melhorando o trato com o investidor e as informações apresentadas a ele.

Dentro do EC, as plataformas *online* têm o papel de gerenciar o processo operacional que envolve a captação. Cabe ressaltar que as plataformas não devem se limitar a apenas captar os recursos aportados por investidores e repassá-los às *startups*. Outras atividades também fazem parte de suas atribuições, sendo elas: intermediar as relações entre investidores e *startups*; instruir investidores sobre as características desse tipo de investimento, retirando eventuais dúvidas; e disponibilizar, em conjunto com a *startup*, informações sobre o desempenho da empresa investida ao longo do tempo.

Nesse contexto, os fatores de influência acabam por pautar o seu processo de trabalho, desde a seleção da *startup* para captação até a condução das atividades pós campanha. Se for bem-sucedida, a plataforma obterá um histórico relevante de campanhas que alcançaram o seu objetivo, o que possibilita que ela apresente casos reais de *startups* investidas que obtiveram crescimento ao longo do tempo e, talvez, realizações do lucro com valorização expressiva do capital inicial aportado por investidores.

Os aspectos mencionados influenciam diretamente a percepção que investidores e as *startups* têm sobre as plataformas, norteando a escolha dos *stakeholders* em relação às opções de plataformas disponíveis e fazendo com que os *stakeholders* possam considerar o *Equity*

*Crowdfunding* como uma opção viável aos seus interesses específicos. O exposto atua diretamente sobre o próprio *Equity Crowdfunding*, fomentando esse mercado.

Em relação aos fatores, cada um possui características próprias, o que determina, também, a forma como atuam no universo do *Equity Crowdfunding*. O grupo “Fatores do Ambiente” é composto pelos fatores Democratização do Acesso, Legislação e Cultura de Investimento. Esse grupo abrange os fatores que possuem uma abrangência mais generalista, sendo provenientes das características de um grande grupo, como o de investidores, ou que atingem a esse grande grupo de pessoas de forma ampla.

O fator de influência “Democratização do Acesso” apresenta a característica peculiar do EC de dar acesso aos *stakeholders* a possibilidades que eles talvez não encontrassem em outras formas de investimento. Como exemplo disso, os investidores, que antes poderiam encontrar restrições para investir em *startups* devido ao alto *ticket* de entrada e ao alto risco de perda financeira, podem começar a investir com um valor menor, que não compromete de forma relevante o seu capital. Assim, se a perda financeira ocorrer, ela representará um percentual ínfimo do seu patrimônio, não acarretando maiores problemas financeiros.

Para a *startup*, a democratização citada pode ser a opção que efetivamente possibilita que esse tipo de empresa possa fazer a captação necessária para o seu crescimento. Por vezes, devido ao fato de não se enquadrarem nas condições impostas para receber recursos, como, por exemplo, as de um fundo de investimento, essas empresas não conseguem captar e crescer a ponto de chegar ao próximo estágio de desenvolvimento. Por fomentar a procura pelo *Equity Crowdfunding*, incentivando seu crescimento, a Democratização do Acesso passa a ser um fator de influência ao EC.

O fator “Legislação” versa sobre o modo como os aspectos regulatórios no mercado de EC podem incentivar ou limitar a sua prática. O incentivo da Instrução 588 da CVM foi notório pois, em diversas entrevistas foi exposto o crescimento do mercado após essa regulação.

No entanto, também foi relatado que a omissão de legislar sobre aspectos considerados importantes, como a criação de um mercado secundário que possibilitasse a compra e a venda dos títulos adquiridos pelos investidores via EC, é um aspecto de influência negativo, já que isso limita a liquidez do investimento, trazendo dificuldades para a realização do lucro do investidor.

O fator “Cultura de Investimento”, por sua vez, traz à tona a influência da educação do investidor no *Equity Crowdfunding*. Investidores bem informados conhecem as diversas opções de investimento e sabem como as diversas variáveis do ambiente macroeconômico



atuam sobre elas. O *Equity Crowdfunding* é considerado uma forma alternativa de captação de recursos financeiros (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2019), e as entrevistas demonstram que ele não é uma modalidade amplamente conhecida, como outros investimentos mais tradicionais, o que é o caso de determinados investimentos de renda fixa.

É importante salientar que, como a educação é a chave para que os investidores possam não apenas conhecer o *Equity Crowdfunding*, mas também considerá-lo como uma opção de investimento, as plataformas investem em materiais que apresentam as características dessa modalidade de investimento, entendendo que também compete à plataforma instruir outros *stakeholders* para desmitificar e fomentar esse mercado. Assim, a “Cultura de Investimento” passa a ser um fator de influência que impulsiona o setor.

Outro grupo estudado é o que expõe os Fatores Financeiros e de Performance. Esse grupo envolve os fatores de influência ligados ao lucro e à sua realização, bem como à possibilidade de perda do capital investido e ao acompanhamento de indicadores que demonstram a evolução de aspectos ligados não só à questão financeira, mas também à performance do negócio, sendo relativos à *startup* investida. Nesse grupo estão os fatores Liquidez, Monitoramento de Indicadores, Relação Risco e Retorno Financeiro e *Valuation*.

O fator “Liquidez” foi um dos mais citados pelos entrevistados, pela relevância que possui no contexto do EC. Isso ocorre porque, atualmente, o investimento em *Equity Crowdfunding* tem liquidez limitada e o investidor precisa ter um horizonte para enxergar uma possibilidade de realizar o lucro antes de entrar no investimento.

Outra dificuldade é explicar aos investidores como poderão vender os títulos adquiridos, possibilitando o lucro. O EC apresenta uma série de possibilidades de realização do lucro, porém várias delas dependem de um evento de liquidez futuro e incerto. Diversos eventos foram listados nas entrevistas, sendo eles: a venda da *startup* para um fundo, empresa ou um investidor; a recompra das cotas pela própria *startup*; uma IPO; e a venda das cotas pelo investidor para outro interessado.

Outra questão evidenciada, é o fato de que, se houvesse a criação de um mercado secundário para títulos adquiridos em EC, onde fosse possível comprar e vender esses títulos para um público investidor maior, a liquidez poderia aumentar e o interesse dos investidores pelos títulos também poderia crescer, incentivando o mercado de *Equity Crowdfunding*. Pelo exposto, a liquidez do investimento é um fator que influencia o EC. No entanto, no formato em que está atualmente no País, é um fator de influência negativo.

O monitoramento de indicadores é um fator que permite acompanhar se está ocorrendo a evolução do negócio da *startup* ao longo do tempo, com a implementação de

ações possibilitadas por meio do capital aportado pelos investidores.

As entrevistas demonstram que, após a campanha de *Equity Crowdfunding*, o investidor solicita um monitoramento da empresa investida, com métricas e indicadores que reflitam a evolução da *startup* a partir do momento em que ocorreu a captação dos recursos financeiros. O monitoramento visa verificar se a *startup* está crescendo pela implementação de ações possibilitadas por meio do capital aportado pelos investidores.

As plataformas têm a função de intermediar o monitoramento da *startup* por parte dos investidores, disponibilizando para eles relatórios periódicos que informam a situação da empresa investida. A disponibilização dos relatórios é solicitada pelos investidores e, sem eles, poderia ser abalada a confiança do investidor, o que inibiria o investimento via *Equity Crowdfunding*. A partir do exposto, o Monitoramento de Indicadores é considerado um fator de influência do EC.

A relação do risco e do retorno financeiro é outro fator de influência constatado nos resultados deste estudo. As entrevistas mencionam que é importante o investidor ter ciência do risco que assume ao aportar valores financeiros em *startups*, via *Equity Crowdfunding*. A própria CVM traz como obrigatoriedade de as plataformas expor esse tipo de informação de forma adequada, alertando o investidor do risco citado.

O investidor de EC não participa das decisões gerenciais da empresa investida, o que gera desconforto em relação ao poder que o investidor tem sobre o capital que aportou. Para mitigar o risco, é possível fazer o investimento de um valor financeiro que não comprometa a condição financeira do investidor, em caso de perda do valor investido.

Olhando sob outro prisma, o retorno financeiro com o investimento em *startups* pode ser múltiplas vezes o capital aportado. Portanto, equilibrar a possibilidade de lucro do investimento com o risco de perda de um valor que não é representativo ao capital do investidor, acaba por incentivar o EC, pois dá condições para que ocorra o aporte financeiro de valores, fomentando essa modalidade de investimento.

Outro fator verificado é o *valuation*. O termo é oriundo da língua inglesa e significa “Avaliação de Empresas”. Tradicionalmente, o *valuation* consiste em verificar o valor da empresa, que servirá de base para definir qual é o percentual equivalente ao montante de recursos que se busca captar (PERONI, 2015).

Entretanto, as entrevistas ressaltam que, no *Equity Crowdfunding*, o *valuation* deriva do valor de captação que a *startup* espera obter para crescer e chegar ao próximo estágio do seu desenvolvimento e do percentual de participação societária que a empresa oferece aos novos investidores. A proporção entre o percentual cedido e o valor pretendido de captação

define o *valuation* da *startup*.

Assim, entende-se que as *startups* em estágios iniciais representam um desafio em relação aos métodos tradicionais de *valuation*, uma vez que essas metodologias estão baseadas em projeções de fluxos de caixa, itens difíceis de se obter quando a *startup* está nessa etapa do seu ciclo de vida.

Outro grupo de fatores é o denominado “Fatores Operacionais”, que abrange os fatores ligados ao processo que envolve o *Equity Crowdfunding*, como os critérios utilizados nas etapas de seleção de *startups* pela plataforma, o planejamento e a execução da campanha de EC e a influência mútua entre os *stakeholders*. Nesse grupo encontram-se os fatores *Pitch deck*, Atuação da Plataforma na Campanha de *Equity Crowdfunding*, Comunicação entre *Stakeholders*, *Due diligence* e Percepção da Qualidade das Plataformas de EC.

O *Pitch deck* é o material que apresenta a *startup* ao público investidor. Um *pitch* deve posicionar o investidor acerca de informações indispensáveis para que possa considerar aportar recursos na *startup*. O *pitch* adequado deve elencar pontos como: a exposição do problema e a sua solução, mercado, concorrentes, modelo de negócio, demonstração, equipe, expectativas, investimento e um encantamento final (KEPLER, 2018).

Pelo exposto nas entrevistas, no *Equity Crowdfunding*, *pitchs* com aspectos mais profissionais, que utilizam vários recursos de mídia, e que apresentam informações relevantes para a tomada de decisão do investidor aumentam as chances de uma captação de recursos bem sucedida. Por atuar na decisão de investimento, o *pitch* é um fator de influência que pode atuar de forma positiva ou negativa, dependendo da forma como ele é exposto ao público investidor.

Outro fator verificado é a Atuação da Plataforma na Campanha de *Equity Crowdfunding*. A forma de atuação ativa da plataforma, promovendo as *startups* junto ao seu público investidor e criando uma conexão entre o perfil dele e a oportunidade de investimento é um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*.

A Comunicação entre *Stakeholders* foi outro fator de influência observado por meio das entrevistas. Esse item refere-se à interação entre os agentes participantes do *Equity Crowdfunding*, que é a causa da influência que os *stakeholders* exercem sobre si, moldando suas decisões e, portanto, acaba por influenciar, de forma positiva ou negativa, o processo que envolve o *Equity Crowdfunding*.

Uma forma de comunicação entre os *stakeholders* são os fóruns disponibilizados pelas plataformas. Além de outras atribuições, as plataformas desempenham o papel de facilitar a transferência de informações entre os empreendedores e os investidores

(RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018). Os fóruns podem incentivar ou inibir a prática do *Equity Crowdfunding*.

A *Due diligence* foi outro fator de influência constatado no estudo, sendo essencial na etapa de seleção de empresas que poderão participar de campanhas de *Equity Crowdfunding* por meio da plataforma, pois verifica as informações históricas de gestão, de finanças e, até mesmo, ligadas a aspectos jurídicos, que podem abonar ou excluir a *startup* do processo de seleção.

Ela pode também atuar no combate à fraude contra investidores, que poderiam ser possivelmente prejudicados pelo aporte financeiro em uma *startup* que age de má fé. Essa informação deriva das transcrições.

Por gerar informações que possibilitam que a *startup* participe de uma campanha de *Equity Crowdfunding* e venha a, possivelmente, receber um aporte financeiro por parte do investidor, a *Due diligence* atua a favor do processo de captação, influenciando essa modalidade de investimento.

A Percepção da Qualidade das Plataformas de EC pode ser considerada um fator de influência porque atua não só na escolha da plataforma por parte dos investidores e das *startups*, mas também na eleição do *Equity Crowdfunding* como a melhor opção para captar recursos, no caso da *startup*, e para investir em *startups*, no caso dos investidores.

De acordo com Ahlers et al. (2015), é por meio da plataforma *online* que ocorre a interligação entre os investidores e os empreendedores, possibilitando que o *Equity Crowdfunding* ocorra. Assim, ela possui um papel essencial nesse processo e, segundo os entrevistados, a escolha da plataforma depende da qualidade a ela atribuída sob diversos aspectos.

Os investidores têm preferência por escolher plataformas com histórico de crescimento em relação ao seu portfólio de *startups*, considerando a valorização dessas empresas e o resultado que elas trouxeram para os seus investidores. Para tanto, o investidor precisa ter acesso frequente a informações claras sobre as *startups*, que devem ser divulgadas nas plataformas.

Considerando o exposto pelos entrevistados, sob o prisma das *startups*, os indicadores que exprimem a qualidade das plataformas giram em torno do volume financeiro captado e da taxa de sucesso do levantamento do valor que se pretendia captar quando a campanha de *Equity Crowdfunding* foi planejada. Para tanto, a base de investidores da plataforma foi apontada como relevante para atingir e superar o montante de captação pretendido.

Pelo exposto, a qualidade das plataformas, percebida pelas *startups*, faz com que elas queiram efetivar a captação dos recursos financeiros necessários por meio do *Equity Crowdfunding* e, no caso dos investidores, faz com que queiram investir por meio de determinada plataforma, fomentando o EC, o que caracteriza a qualidade como um fator de influência para essa modalidade.

O último o grupo de fatores encontrado foi o de “Fatores Associados à Gestão e ao Negócio”. Nesse grupo, é verificada a forma como os aspectos ligados ao negócio, ao modelo de gestão e à transparência das informações gerenciais das *startups* influenciam os *stakeholders* ligados ao EC. Nesse grupo, encontram-se os fatores Governança Corporativa, Time de Gestão e Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação.

O primeiro fator do grupo é a Governança Corporativa, que é importante para que os reportes de informação ocorram de forma transparente, atuando positivamente na captação de investidores e no resultado da campanha. A Governança é relevante porque os investidores do *Equity Crowdfunding* não participam das decisões da gestão da empresa investida.

Apesar disso, esse fator traz ressalvas, já que a Governança Corporativa não deve gerar um entrave ao crescimento da *startup* ou colocar em risco a sua condição financeira, já que a Governança pode adicionar o peso da burocracia às suas operações.

Evidenciou-se, portanto, que a Governança Corporativa atua diretamente na captação de investidores para aporte financeiro nas *startups* e também contribui para que ocorra uma campanha bem sucedida. A Governança, inclusive, é observada pelas plataformas *online* no processo seletivo que decide se determinada *startup* deve participar, posteriormente, das campanhas. Devido ao exposto, a Governança Corporativa é considerada um fator de influência do *Equity Crowdfunding*.

Outro fator apontado foi a importância que o time de gestão tem no EC. Sejam os fundadores ou os colaboradores, esse fator age na criação da confiança para com o investidor, buscando a efetivação do investimento pretendido ou, então, possibilitando que a *startup* tenha *know-how* próprio para o desenvolvimento de produtos e/ou serviços, bem como condições de tomar decisões estratégicas acertadas, como mudar o rumo do negócio ou fazer o necessário para que a empresa gere recursos financeiros.

O perfil do time de gestão influencia na decisão do investidor em realizar o investimento via *Equity Crowdfunding*. Ele influencia diretamente o resultado da campanha, captando de forma mais rápida e com menor dificuldade. Devido ao exposto, o time de gestão é considerado um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*.

Por fim, a Compreensão e o Engajamento com o Negócio e com o Mercado de

Atuação, por parte do investidor para com a *startup*, mostrou-se como um fator de atuação, influenciando o *Equity Crowdfunding*. Esse fator também denota uma característica do investidor de EC, o qual se engaja em apoio à *startup*, quando compreende e se identifica com o negócio apresentado. Isso ocorre porque compreender o negócio e o mercado de atuação da *startup* ou considerá-los relevantes e promissores, é uma premissa para que o investimento seja efetivado.

## 5.1 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS

Nesse momento, serão expostas as contribuições derivadas da reflexão dos resultados obtidos na pesquisa, com o intuito de colaborar com o estudo da temática proposta, para fins acadêmicos. As contribuições também visam atender aos objetivos desta pesquisa.

A literatura evidencia que as plataformas têm atuado em conjunto com as *startups*, a fim de obterem o sucesso na campanha de *Equity Crowdfunding*. Ralcheva e Roosenboon (2018) ressaltam que, com o passar do tempo, as plataformas introduziram serviços para ajudar os empreendedores a desenvolver seus negócios, lançar campanhas com sucesso e gerenciar com eficiência esse processo.

Este estudo corrobora com os achados de Ralcheva e Roosenboon (2018), pois os resultados demonstram que as plataformas auxiliam no que tange ao entendimento das características inerentes ao contexto do EC, como por exemplo, a forma adequada de montar o *pitch deck*, que apresenta a *startup* ao público investidor. Elas também fazem a aproximação do investidor com a *startup* que pretende angariar capital, e o *matching*, entre investidor e investida influencia o sucesso da campanha e, por consequência, o *Equity Crowdfunding*.

Os resultados desta pesquisa também vão ao encontro do artigo de Wang et al. (2019) que concluiu que existem evidências de fluxo de informação entre investidores nas plataformas de *Equity Crowdfunding*. As entrevistas realizadas neste estudo evidenciaram que ocorre uma interação entre os agentes participantes do *Equity Crowdfunding*, e que essa é a causa da influência que os *stakeholders* exercem sobre si. Essa influência molda as decisões dos *stakeholders* e, em virtude disso, acaba por influenciar, de forma positiva ou negativa, o processo que envolve o *Equity Crowdfunding*.

Uma forma de comunicação entre os *stakeholders* são os fóruns que as plataformas disponibilizam e, de acordo com os entrevistados, são uma exigência da CVM. Os fóruns podem incentivar ou inibir a prática do *Equity Crowdfunding*.

No que tange ao embasamento teórico, Hornuf e Schwienbacher (2017) explicam

que a legislação também pode atuar de forma a impor custos altos a pequenas empresas, atuando contra o mercado de EC.

Esta pesquisa corrobora com que este achado, já que as entrevistas também ressaltam que a legislação deve atuar de forma a reduzir o custo para as *startups*. É o que ocorre quando os entrevistados afirmam que a legislação deveria tornar o título societário de sociedade anônima menos burocrático ou com um custo mais acessível de manutenção, porque esse é o tipo societário que já adota instrumentos de governança desde a sua concepção, estando mais adaptados para receber investimento.

Em relação ao *valuation*, Damodaran (2019) comenta que, nos pequenos empreendimentos em vias de expansão, a avaliação da empresa desempenha um papel fundamental na hora de procurar capitalistas de risco ou investidores em empresas de capital fechado como fontes de fornecimento de capital próprio. A participação societária que ambos exigirão em troca de seus investimentos dependerá do valor que atribuírem à empresa.

Nesta pesquisa, os entrevistados concordam com essa afirmação, dizendo que o *valuation* é importante para que o investidor verifique se está adquirindo as cotas da *startup* a um preço justo. Ao final, é o mercado que decide se o *valuation* da *startup* é adequado, e essa validação atua sobre o sucesso ou o fracasso da campanha. Em virtude disso, o *valuation* pode ser considerado um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*.

Outro aspecto é o abordado por Walthoff-Borm, Vanacker e Collewaert (2018), que sugerem que existem importantes questões de seleção adversa de empresas em plataformas de *Equity Crowdfunding* e que a proteção do investidor contra essa seleção será importante para garantir a sustentabilidade do mercado.

Neste estudo, é abordada uma forma de proteção contra a seleção adversa de *startups*: a *Due Diligence*. Ela é essencial na etapa de seleção de empresas que poderão participar de campanhas de *Equity Crowdfunding* por meio da plataforma, pois verifica informações históricas de gestão, de finanças e, até mesmo, ligadas a aspectos jurídicos, que podem abonar ou excluir a *startup* do processo de seleção citado. Ela pode, também, atuar no combate à fraude contra investidores que poderiam ser possivelmente prejudicados por meio do aporte financeiro em uma *startup* que age de má fé.

No que tange ao time de gestão, a Academia já vem apontando a influência dele no EC. É o caso de Barbi e Mattioli (2019), que concluíram que a educação e a experiência profissional dos membros da equipe influenciam o capital total levantado e o número de investidores em campanhas de EC.

Os resultados desta pesquisa corroboram com isso, uma vez que demonstram que o

time de gestão tem influência no *Equity Crowdfunding*, pois as entrevistas abordam que os investidores observam o conhecimento e a experiência dos gestores das *startups* para tomar a decisão de investimento.

Lukkarinen et al. (2016) demonstram que os consumidores podem se sentir mais confortáveis investindo em produtos que conhecem ou entendem. Este estudo vai ao encontro desse achado, considerando-se que as entrevistas evidenciam que compreender o negócio e o mercado de atuação da *startup* ou considerá-los relevantes e promissores, é uma premissa para que o investimento seja efetivado.

Os resultados desta pesquisa permitiram o desenvolvimento de um esquema conceitual, demonstrando visualmente os fatores de influência do *Equity Crowdfunding* apresentados, evidenciando os *stakeholders* presentes no EC, os quais estão envolvidos por todos os fatores de atuação. Isso faz com que os *stakeholders* sofram influência desses fatores, que acabam por moldar o próprio resultado do *Equity Crowdfunding*.

Por fim, demonstrou-se que os objetivos desta pesquisa foram atingidos, uma vez que analisou-se o modo como os fatores de influência apresentados atuam sobre o *Equity Crowdfunding*, que é utilizado no fomento financeiro de *startups*, possibilitando captações de recursos bem-sucedidas.

## 5.2 CONTRIBUIÇÕES GERENCIAIS

Para os investidores, plataformas e *startups*, as contribuições deste estudo contribuem para que cada um dos *stakeholders* consiga atingir os seus objetivos, em relação ao que espera como atuante no contexto do *Equity Crowdfunding*.

De modo geral, este trabalho traz à tona aspectos que possam influenciar a prática do *Equity Crowdfunding*, e que devem ter especial atenção dos *stakeholders*, para que eles façam parte de um processo bem-sucedido e, por consequência, fomentem o EC, visando aumentar a sua visibilidade no Brasil e o seu impacto nas *startups*.

No que tange os investidores, foi constatada nas entrevistas a possibilidade de obtenção de um retorno financeiro expressivo em relação ao aporte inicial de capital, o que é um aspecto relevante a se considerar. Em momentos em que os investimentos tradicionais resultam em uma rentabilidade que podem estar aquém das expectativas de alguns investidores, o *Equity Crowdfunding* é uma modalidade de investimento que pode ser considerada. Outro aspecto a ponderar é que, conforme trechos extraídos das entrevistas, há a possibilidade de, ao longo do tempo, se auferir dividendos.



Entretanto, é preciso entender que, com uma taxa de mortalidade relevante de *startups* nos cinco primeiros anos de vida, o risco de perder o capital investido também é relevante, ainda mais investindo em empresas que estão em estágio inicial e que fazem parte do contexto do EC.

Para mitigar esse risco, aportar valores que não comprometam a saúde financeira do investidor é essencial. Assim, caso a perda ocorra, ela não representará uma parcela significativa de seu patrimônio. Porém, caso ocorra o oposto, esse valor, mesmo pequeno em relação ao capital do investidor, pode multiplicar por diversas vezes, conforme relatos dos próprios entrevistados, trazendo benefícios aos investidores. Nesse contexto, o *Equity Crowdfunding* representa uma possibilidade de ganho considerável, com um investimento inicial baixo.

A escolha da plataforma também é um aspecto importante, já que há uma série de opções no mercado. Os resultados do estudo demonstram que o investidor deve verificar plataformas que tenham histórico de crescimento em relação ao seu portfólio de *startups* e, caso os dados estejam expostos, deve-se verificar a valorização dessas empresas e o resultado que elas trouxeram para os seus investidores.

Outra questão a considerar é que, atualmente, o *Equity Crowdfunding* possui regulamentação no Brasil o que, conforme as entrevistas, fomentou essa modalidade no País, e além disso, acarretou maior segurança ao investidor.

Porém, não há até o momento, a regulação de um mercado secundário para o EC, fato que poderia trazer liquidez ao mercado. O EC possibilita uma série de possibilidades de realização do lucro do investimento porém, vários deles dependem de um evento de liquidez futuro e incerto, o que deve ser considerado pelo investidor.

Entretanto, há de se considerar que determinadas plataformas possuem contratos com *startups* que participam de suas campanhas, os quais obrigam a *startup*, após determinado tempo e sob condições específicas, a devolver o valor investido com correção monetária.

Como o investidor de EC não participa das decisões da gestão da empresa, ele deve entender que o capital que ele investiu está à mercê de decisões que não estão sob seu controle. Isso não significa que o investidor não possa acompanhar o crescimento da *startup* investida por meio de indicadores que devem ser apresentados ao público investidor periodicamente.

As plataformas de EC possuem fóruns que visam eximir dúvidas de investidores e potenciais investidores, em relação ao contexto da modalidade de investimento e sobre a *startup* a ser investida. Os fóruns colocam em contato o investidor e o empreendedor que visa

captar os recursos. É importante que o investidor faça uso dessa estrutura para que não ingresse no investimento com dúvidas sobre o processo, o negócio da *startup* e o plano de ação a ser realizado pela *startup* com a captação financeira proporcionada pela campanha de EC.

Para escolher a *startup* a ser investida, é importante analisar o *pitch deck*, material que apresenta a *startup* ao público investidor. Um *pitch* deve posicionar o investidor acerca de informações indispensáveis para que ele possa considerar aportar recursos na *startup*. O *pitch* adequado deve elencar pontos como: a exposição do problema e a sua solução, mercado, concorrentes, modelo de negócio, demonstração, equipe, expectativas, investimento e um encantamento final (KEPLER, 2018). Em complemento, o investidor deve buscar *pitchs* que tenham um aspecto profissional.

Por fim, cabe salientar que, no *Equity Crowdfunding*, há investidores que se engajam com o negócio da *startup*. Essa característica do investidor de EC foi apontada nas entrevistas realizadas, o que demonstra que compreender e se identificar com o negócio ofertado é importante para que o investimento seja realizado, o que também possibilita que a *startup* cresça e compartilhe os frutos desse crescimento com o investidor.

Neste estudo também há contribuições para que as *startups* possam ter sucesso na captação de recursos financeiros via *Equity Crowdfunding*. Primeiramente, é importante entender se o EC é a melhor opção no estágio em que a *startup* se encontra. É relevante que a *startup* possua em seu histórico fatos como a validação de um MVP, pois as plataformas e os investidores tendem a verificar o histórico da empresa que visa captar.

Os resultados da pesquisa mostram que negócios de fácil compreensão pelo investidor são os mais adequados para o *Equity Crowdfunding*, pois entender e se identificar com o que a *startup* faz, possibilita o investimento. O engajamento com o investidor faz com que ele possa auxiliar no crescimento da *startup*, participando da sua divulgação e trazendo novas oportunidades de negócio.

A escolha da plataforma também é um aspecto relevante, já que há várias opções no mercado. Considerando o exposto pelos entrevistados, sob o prisma das *startups*, os indicadores que exprimem a qualidade das plataformas giram em torno do volume financeiro captado e da taxa de sucesso em relação ao levantamento do valor que se pretendia captar quando a campanha de *Equity Crowdfunding* foi planejada. Para tanto, a base de investidores da plataforma foi apontada como relevante para atingir e superar o montante de captação pretendido.

O valor pretendido deve ser o suficiente para proporcionar o crescimento da *startup*,

fazendo com que ela tenha corpo para buscar um novo estágio de captação, como a de um fundo de *venture capital*, os quais lidam com valores maiores. Os resultados extraídos das entrevistas denotam que é com base nesse valor que o *valuation* deve ser calculado, disponibilizando um percentual de participação no capital social adequado para os investidores.

Salienta-se, ainda, que o *valuation* é um fator que atua sobre a decisão do investidor em aportar capital e também é verificado pelas plataformas nas etapas de seleção das *startups* para posterior captação. Ele deve ser analisado com cuidado, visando o sucesso da campanha.

A *startup* deve ter consciência de que irá lidar com investidores e que terá que prestar contas a eles. Com isso, é importante que já assimile e crie mecanismos referentes à Governança Corporativa, para que possa fazer reportes ao público investidor por meio da plataforma.

Os reportes envolvem o esclarecimento das dúvidas dos investidores e dos investidores em potencial dentro dos fóruns das plataformas e disponibilizar ao investidor informações transparentes acerca dos indicadores financeiros e de gestão, para viabilizar a avaliação da situação da *startup* pelos investidores.

Outro aspecto relevante é disponibilizar um *pitch deck* que traga informações claras e pertinentes aos investidores e que possibilitem ao investidor tomar a decisão de investimento. *Pitches* com aspectos mais profissionais e que utilizam vários recursos de mídia aumentam as chances de uma captação de recursos bem-sucedida.

Para as plataformas, a contribuição é que elas possam obter uma maior taxa de sucesso nas campanhas, conseguindo captar os valores pretendidos, mantendo uma condição financeira sustentável. Para tanto, as plataformas devem se atentar a diversos aspectos que influenciam as decisões dos investidores e das *startups* de ingressar no mercado de EC. Em relação à *startup*, é importante que um processo seletivo robusto seja desenvolvido, com vistas a captar as *startups* com maiores chances de obter recursos via *Equity Crowdfunding*.

Aspectos como verificar se a *startup* encontra-se em um momento correto para realizar a captação e se necessita de recursos em montante compatível com o estágio de investimento em que se encontra são importantes para a seleção de *startups*, de modo que possam efetivamente receber investimentos provenientes de EC, possibilitando o seu crescimento.

O montante a ser captado e o percentual da empresa que o empreendedor disponibiliza aos investidores, relativos à captação, definem o *valuation* da *startup*, o qual é validado pelo mercado, influenciando diretamente o resultado da campanha. Possuir *startups*

com *valuations* dentro de patamares adequados permite que os investidores enxerguem que estão pagando um valor justo pela cota adquirida.

As etapas de seleção devem conter aspectos que verificam a vida pregressa a *startup*, como a *Due diligence*, que traz proteção ao investidor e à própria plataforma. Como a *startup* irá lidar com investidores, é importante que ela já apresente os mecanismos que envolvam a Governança Corporativa, visando os reportes dos indicadores para os investidores após a campanha e a transparência das informações prestadas.

A plataforma deve estar pronta para auxiliar as *startups* em diversos pontos que influenciam a captação financeira pretendida, como a confecção de um *pitch deck* de qualidade e que contenha informações relevantes, as quais possibilitam a tomada de decisão por parte do investidor. Também devem orientar as *startups* sobre como devem se comunicar com o investidor e quais indicadores devem apresentar para possibilitar o monitoramento do investimento.

A plataforma também é essencial para buscar o investimento para o negócio. Educar o investidor, para que conheça o mercado de EC, é importante para que essa modalidade seja vista como uma opção de investimento viável. Outra questão é o fato de que a plataforma deve informar a sua base de investidores sobre a campanha que está sendo realizada, com o objetivo de aumentar as chances de captação, sempre observando os aspectos legais no que tange à comunicação realizada.

Em complemento, a plataforma deve expor informações que viabilizam a escolha da plataforma pelos investidores e pelas próprias *startups*. Os *stakeholders* observam aspectos diferentes no momento da escolha, conforme mencionado anteriormente, quando foram abordados os aspectos que devem ser observados pelos investidores e pela *startup* para a escolha da plataforma.

Por fim, investidores e *startups* podem obter benefícios com a utilização do *Equity Crowdfunding*, fomentando a inovação, já que ele permite que as *startups* possam crescer e introduzir seus produtos e modelos de negócio inovadores no mercado. O crescimento do *Equity Crowdfunding* também atinge diretamente as plataformas, que são uma parte essencial desse contexto.

### 5.3 LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS

Este estudo apresentou limitações em sua execução. A primeira é que a totalidade dos entrevistados reside em apenas dois Estados do Brasil: Rio Grande do Sul e São Paulo.

Para verificar se há ou não discrepâncias entre as respostas conforme a localidade do entrevistado, seria ideal que houvesse entrevistados de outros Estados.

Outra limitação evidente é a de que este trabalho não buscou entrevistados de outros países, principalmente os que já possuem essa prática mais difundida, trazendo possíveis *insights* que pudessem ser aplicados à realidade brasileira, promovendo o crescimento dessa prática no País.

É possível citar, também, o fato de que este estudo focou apenas em entrevistas, e não foram exploradas outras formas de obtenção de dados, como fontes documentais e dados estatísticos expostos em plataformas *online*, no Brasil e no exterior, as quais poderiam trazer novos dados a respeito de fatores que influenciam o *Equity Crowdfunding* e que, por algum motivo, não puderam ser evidenciados nas entrevistas.

Para estudos futuros, sugere-se a busca por um maior número de entrevistados que, se possível, residam em variadas localidades do Brasil, para verificar se há uma maior heterogeneidade das respostas, buscando perspectivas e percepções de outras partes do País. Procurar entrevistados em outros países, principalmente os que tem a prática do EC mais difundida, poderia trazer novos fatores de atuação ou metodologias que poderiam ser aplicados na realidade brasileira, visando o crescimento do *Equity Crowdfunding* no País.

Outra sugestão é que se desenvolvam estudos quantitativos com base em documentações e dados expostos por plataformas *online*, para que seja possível identificar novos fatores de influência, fomentando a prática do *Equity Crowdfunding* e colaborando, também, para estudos acadêmicos acerca dessa temática no mundo.

## REFERÊNCIAS

- ABDI. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores**. 1. ed. 2010. Disponível em: <https://www.fgv.br/curso.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2019.
- ABDI. **A indústria de private equity e venture capital – 2º censo brasileiro**. 2011. Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em: 07 abr. 2018.
- ABSTARTUPS. **Incubadora de empresas: o que é e para o que serve**. 2017. Disponível em: <https://abstartups.com.br/2017/04/13/incubadora-de-empresas-o-que-e-e-para-que-serve/>. Acesso em: 28 mar. 2019.
- AHLERS, G. K. C. et al. Signaling crowdfunding. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 39, n. 4, p. 955-980, 2015.
- ANPROTEC. **Associação nacional de entidades promotoras de empreendimentos inovadores**. 2019. Disponível em: <http://anprotec.org.br/site/sobre/incubadoras-e-parques/>. Acesso em: 28 mar. 2020.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO CROWDINVEST. **Página inicial**. Disponível em: <http://equity.org.br/>. Acesso em: 04 jun. 2020.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Sobre as startups**. 2019. Disponível em: <https://abstartups.com.br/sobre-a-abstartups/>. Acesso em: 28 mar. 2019.
- BARBI, M.; MATTIOLI, S. Human capital, investor trust, and equity crowdfunding. **Research in International Business and Finance**, v. 49, n. 1, p. 1-12, 2019.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.
- BEAULIEU, T. Y.; SARKER, S.; SARKER, S. A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding. **CAIS**, v. 37, n. 1, p. 1, 2015.
- BLANK, S. **Four steps to epiphany**. Morrisville: Ed. Lulu Enterprises, 2003.
- BLANK, S.; DORF, B. **Startup: manual do empreendedor**. Rio de Janeiro: Elsevier/Alta Books, 2014.
- BLOCK, J.; HORNUF, L.; MORITZ, A. Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? **Small Business Economics**, v. 50, n. 1, p. 3-27, 2018.
- BRADFORD, C. S. Crowdfunding and the federal securities laws. **Colum. Bus. L. Rev.**, v. 1, n. 1, p. 1-150, 2012.
- BRUNING, C.; GODRI, L.; TAKAHASHI, A. R. W. Triangulação em estudos de caso: incidência, apropriações e mal-entendidos em pesquisas da área de administração. **Administração: ensino e pesquisa**, v. 19, n. 2, p. 1-18, 2018.

CAMBRIDGE CENTER OF ALTERNATIVE FINANCE. **The global alternative finance market benchmarking report**. 2020. Disponível em: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-global-alternative-finance-market-benchmarking-report>. Acesso em: 04 jun. 2020.

CAPTABLE. **Página inicial**. 2020. Disponível em: <https://www.captable.com.br/>. Acesso em: 30 ago. 2020.

CATARSE. **Página inicial**. 2020. Disponível em: <https://crowdfunding.catarse.me>. Acesso em: 30 ago. 2020.

CB INSIGHTS. **The top 20 reasons startups fail**. 2019. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>. Acesso em: 18 ago. 2020.

CHIU, C.; LIANG, T.; TURBAN, E. What can crowdsourcing do for decision support?. **Decision Support Systems**, v. 65, n. 1, p. 40-49, 2014.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia para alunos de graduação e pós-graduação**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COOPER, S.; ENDACOTT, R. Generic qualitative research: a design for qualitative researching emergency care? **Emergency Medicine Journal**, v. 24, p. 816–819, 2007.

CUMMING, D. J.; ZHANG, Y. **Are crowdfunding platforms active and effective intermediaries?**. 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2882026](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2882026). Acesso em: 01 abr. 2019.

CUMMING, D.; MEOLI, M.; VISMARA, S. Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. **Research Policy**, v. 48, n. 8, p. 103740, 2019.

CUMMINGS, M. E. et al. An equity crowdfunding research agenda: evidence from stakeholder participation in the rulemaking process. **Small Business Economics**, v. 54, n. 1, p. 1-26, 2019.

CVM. **Legislação 400**, 2019b. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 28 abr. 2019.

CVM. **Legislação 588**, 2019a. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 28 abr. 2019.

DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. NJ: John Wiley & Sons, 2012.

DAMODARAN, A. **Gestão estratégica do risco**. Porto Alegre: Bookman Editora, 2008.

DAMODARAN, A.; DA CUNHA SERRA, A. C. **Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. São Paulo: Grupo Gen-LTC, 2000.

DEE, N. et al. **Startup support programmes: what's the difference**. National Endowment

for Science Technology and the Arts. 2015. Disponível em: <https://www.nesta.org.uk/report/startup-support-programmes-whats-the-difference/>. Acesso em: 01 abr. 2019.

EQSEED. **Página inicial**. 2020. Disponível em: <https://eqseed.com/> Acesso em: 30 ago. 2020.

GEM – GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR. **Empreendedorismo no Brasil**. 2016. Disponível em: <https://www.gemconsortium.org/report>. Acesso em 08 abr. 2019.

GEM – GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR. **Global Entrepreneurship Monitor Adult Population Survey**. 2018. Disponível em: <https://www.gemconsortium.org/report>. Acesso em: 08 abr. 2019.

GIBBS, G. R. **Análise de dados qualitativos**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: GEN | Atlas, 2016.

GIUDICI, G.; GUERINI, M.; ROSSI-LAMASTRA, C. Elective affinities: exploring the matching between entrepreneurs and investors in equity crowdfunding. **Baltic Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 183-198, 2020.

GLASER, B.; STRAUSS, A. **The discovery of grounded theory: strategies for qualitative research**. New York: Aldine de Gruyter; 1967.

GODOY, A. S. Estudo de caso qualitativo. In: SILVA, A. B.; GODOI, C. K.; BANDEIRADE-MELLO, R. (orgs.). **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. São Paulo: Saraiva, 2006

GRAHAM, P. **Startup = growth**. 2012. Disponível em: <http://paulgraham.com/growth.html>. Acesso em: 28 mar. 2019.

HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? **Small Business Economics**, v. 49, n. 3, p. 579-593, 2017.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. 2020. Disponível: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 22 ago. 2020.

KEPLER, J. **Smart Money: a arte de atrair investidores e dinheiro inteligente para seu negócio**. São Paulo: Editora Gente, 2018.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

LIPPMAN, S. A.; MCCALL, J. J. An operational measure of liquidity. **The American Economic Review**, v. 76, n. 1, p. 43-55, 1986.

LUKKARINEN, A. et al. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. **Decision Support Systems**, v. 87, n. 2, p. 26-38, 2016.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2019.



MANUAL DE OSLO. **Diretrizes para a coleta e interpretação de dados sobre inovação.** Tradução FINEP. 3. Ed. Brasília, DF: FINEP, 2005.

MARTINS, G. A. **Estudo de caso:** uma estratégia de pesquisa. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MASON, C. M.; HARRISON, R. T. Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment and performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, v. 8, n. 2, p. 105-126, 1996.

MEIRELLES, J. L.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção (UFSCar)**, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

MERRIAM, S. B. **Qualitative research in practice:** examples for discussion and analysis. Jossey-Bass Inc Pub, 2002.

MERRIAM, S. B. **Qualitative research:** a guide to design and implementation. San Francisco, CA: Jossey-Bass, 2009.

MILES, M. B.; HUBERMAN, A. M. Drawing valid meaning from qualitative data: Toward a shared craft. **Educational researcher**, v. 13, n. 5, p. 20-30, 1984.

NASAFI, F.; PANGEMANAN, F.; SFENRIANTO, G. W. Factors Affecting Society Intention to Use the Equity Crowdfunding Platform. **International Journal**, v. 8, n. 6, p. 2245-2248, 2020.

OCDE. **Organização de cooperação e de desenvolvimento econômico.** 2018. Disponível em: <https://www.oecd.org/brazil/>. Acesso em: 01 abr. 2019.

OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. **Business model generation - inovação em modelos de negócios:** um manual para visionários, inovadores e revolucionários. Rio de Janeiro: Alta Books, 2011.

PATTON, M. Q. Two decades of developments in qualitative inquiry: a personal, experiential perspective. **Qualitative social work**, v. 1, n. 3, p. 261-283, 2002.

PERCY, W. H.; KOSTERE, K.; KOSTERE, S. Generic qualitative research in psychology. **The Qualitative Report**, v. 20, n. 2, p. 76, 2015.

PERONI, B. O. **Cartilhas de capital empreendedor:** equity crowdfunding. Brasília: Sebrae, 2015.

PORTAL BRASIL. **Incubadoras de empresas estimulam o empreendedorismo.** 2017. Disponível em: <http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2012/02/incubadoras-de-empresas-estimulam-o-empreendedorismo>. Acesso em: 02 abr. 2019.

RALCHEVA, A.; ROOSENBOOM, P. Forecasting success in equity crowdfunding. **Small Business Economics**, v. 1, n. 1, p. 1-18, 2018.

RIBEIRO, J. D. R.; MILAN, G. S. Planejando e conduzindo entrevistas individuais. *In*: RIBEIRO, J. D. R.; MILAN, G. S. **Entrevistas individuais:** teoria e aplicações. Porto Alegre: FEENG UFRGS, 2004.

RIES, E. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas.** Rio de Janeiro: LeYa, 2012.

ROSSI, A.; VISMARA, S. What do crowdfunding platforms do? A comparison between investment-based platforms in Europe. **Eurasian Business Review**, v. 8, n. 1, p. 93-118, 2018.

SEBRAE. **Portal Sebrae.** 2019. Disponível:  
<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/Busca?q=startup>. Acesso em: 28 mar. 2019.

SHEN, T. et al. “I invest by following lead investors!” the role of lead investors in fundraising performance of equity crowdfunding. **Frontiers in Psychology**, v. 11, n. 1, p. 632, 2020.

STAKE, R. E. **Pesquisa qualitativa: estudando como as coisas funcionam.** Porto Alegre: Penso, 2011.

STARTMEUP. **Página inicial.** 2019. Disponível em: <https://www.startmeup.com.br/#/>. Acesso em: 30 ago. 2020.

TIMMONS, J. A.; BYGRAVE, W. D. Venture capital’s role in financing innovation for economic growth. **Journal of Business Venturing**, v. 1, n. 2, p. 161–176, 1986.

VISMARA, S. Information cascades among investors in equity crowdfunding. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 42, n. 3, p. 467-497, 2016.

VISMARA, S. Sustainability in equity crowdfunding. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 141, n. 1, p. 98-106, 2019.

VULKAN, N.; ÅSTEBRO, T.; SIERRA, M. F. Equity crowdfunding: A new phenomena. **Journal of Business Venturing Insights**, v. 5, n. 1, p. 37-49, 2016.

WALD, A.; MORAES, L. R.; WAISBERG, I. **Fusões, incorporações e aquisições–aspectos societários, contratuais e regulatórios, fusão, cisão, incorporação e temas correlatos.** São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WALTHOFF-BORM, X.; VANACKER, T. R.; COLLEWAERT, V. Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 5, p. 314-330, 2018.

WANG, W. et al. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. **Research Policy**, v. 48, n. 8, p. 103-727, 2019.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

ZHU, H.; ZHOU, Z. Z. Analysis and outlook of applications of blockchain technology to equity crowdfunding in China. **Financial Innovation**, v. 2, n. 1, p. 29, 2016.

## APÊNDICE A – INSTRUMENTO DE PESQUISA PARA *STARTUPS*

Você, *Startup*:

- ( ) Já participou de campanhas de *Equity Crowdfunding* (EC)? Por quê?
  - ( ) Nunca participou de campanhas de EC? Por quê?
  - ( ) Nunca participou de campanhas de EC, mas pretende participar? Por quê?
- 1) Como o *Equity Crowdfunding* (EC) democratiza o financiamento empresarial em termos de demanda por capital? Como ele proporciona acesso a financiamento para comunidades marginalizadas (por exemplo, com base no status socioeconômico, etnia, gênero, religião, idade)? O EC elimina as barreiras para os empreendedores, em relação à distância geográfica e às redes sociais insuficientes/frágeis?
  - 2) Como as instituições legais e a cultura da população do País influenciam os empreendimentos relacionados ao EC?
  - 3) Como o EC interage com os mercados empreendedores tradicionais? Qual o diferencial, para as *startups*, entre captar recursos por EC ou por meio dos mercados tradicionais?
  - 4) Quais são as implicações na governança corporativa nas empresas que aumentam o seu capital com a utilização de EC? A Governança Corporativa influencia na confiança do investidor para investir na *startup*?
  - 5) Como ocorre o *matching* entre *startups* e investidores e como ocorre o processo de criação de confiança entre eles?
  - 6) Como ocorre a comunicação entre a *startup* e o investidor? Essa comunicação afeta os resultados do EC? Como essa comunicação deve ser realizada?
  - 7) O que acontece depois de uma campanha de sucesso de EC? O que acontece depois de uma sem sucesso? O que fazem os empreendedores de EC após uma oferta?
  - 8) Quais são os riscos de ingressar no *Equity Crowdfunding*? Como ele influencia os seus resultados?

- 9) As empresas de EC oferecem oportunidades de realização do lucro do investimento (ex.: como retirar o seu capital ou vender as suas ações/títulos conversíveis em ações) para os investidores de EC, como por exemplo uma IPO? Como isso influencia os resultados de EC?
- 10) De que forma as características do empreendedor que lança a campanha de *EC*, influenciam os resultados do *Equity Crowdfunding*?
- 11) Como a exibição de informações nas plataformas influenciam os resultados do financiamento? Como o texto, o vídeo, o áudio e as imagens compartilhados pelos empreendedores que buscam o capital afetam os resultados das ofertas da EC?
- 12) Como os empreendedores sinalizam a qualidade de suas ofertas ou ideias de negócios e como eles se utilizam dos vários meios tecnológicos (por exemplo, canais de mídia social, fóruns online) para enviar esses sinais? Qual a influência disso no EC?
- 13) Na sua opinião, há outros fatores envolvidos que podem influenciar uma operação de EC? Em caso positivo, quais são esses fatores e como eles influenciam o EC?

## APÊNDICE B – INSTRUMENTO DE PESQUISA PARA INVESTIDORES

Você, investidor:

- ( ) Já investiu em *Equity Crowdfunding* (EC)? Por quê?
  - ( ) Nunca investiu, mas pretende investir em EC? Por quê?
  - ( ) Nunca investiu e não pretende investir em EC? Por quê?
- 
- 1) Na sua opinião, qual o perfil do investidor que investe por meio de EC?
  - 2) Como você enxerga que o EC pode democratizar o financiamento empresarial, em termos de fornecimento de capital, aumentando a inclusão financeira e oferecendo oportunidades de investimento para pequenos investidores, seja qual for a sua localidade?
  - 3) Qual a diferença em relação a investir de forma tradicional em *startups* ou em investir em mercados tradicionais como a bolsa de valores?
  - 4) Quais são as motivações e as expectativas dos investidores quando realizam o investimento? Como essas motivações podem diferir entre os investidores?
  - 5) Na sua opinião, o que leva um grande investidor a investir em EC? O que leva os pequenos investidores a investir?
  - 6) Como as *startups* que participam de campanhas de EC constroem confiança com os investidores? Como a confiança é influenciada pela natureza *online* do EC, que envolve distância física?
  - 7) Você acredita ser importante a realização de *Due diligence* nas etapas de seleção das *startups* dentro das plataformas de investimento? Por quê?
  - 8) Você acredita ser importante a *startup* utilizar princípios de Governança Corporativa em sua gestão? Além disso, você acredita ser importante que a plataforma observe esses aspectos em uma *startup* em suas etapas de seleção? Por quê?

- 9) Qual o comportamento de um investidor após o investimento em uma campanha de EC? Como eles monitoram as *startups* em que investiram? Como ocorre a comunicação entre o investidor e a *startup*? Como esses aspectos influenciam o investimento em EC?
- 10) Como o investidor pode verificar a qualidade das plataformas, a fim de fazer a escolha entre as que estão disponíveis no mercado?
- 11) Como você percebe o risco envolvido no EC? Como verifica o retorno percebido versus o retorno real do investimento em EC?
- 12) Como você enxerga as ferramentas que as plataformas possuem para evitar fraudes?
- 13) Quais são os efeitos percebidos em uma operação de EC proveniente das comunicações bilaterais (por exemplo, fóruns de perguntas e respostas, comunicação com outros investidores, etc.) e das trocas contínuas de informações?
- 14) Quais são as táticas utilizadas pelos empresários de *startups* para atrair e conquistar os investidores? A utilização de aspectos audiovisuais influenciam em termos de atrair o investidor?
- 15) Na sua opinião, os investidores qualificados (com maior conhecimento em termos de investimento) tiram vantagem dos mais simples (com menor conhecimento em termos de investimento)? Em caso positivo, como esse processo ocorre?
- 16) As possibilidades de realização do lucro do investimento podem influenciar a decisão do investidor? Por quê?
- 17) As características do empreendedor ou da *startup* podem influenciar o processo de tomada de decisão do investidor? Como?
- 18) Os aspectos legais e a cultura de investimento da população podem influenciar os resultados da campanha de EC, considerando-se a captação dos recursos financeiros? Por quê?

**19)** Na sua opinião, há outros fatores envolvidos que podem influenciar a decisão de investimento de um investidor em uma operação de EC? Em caso positivo, quais são esses fatores e como eles influenciam a decisão de investimento?


## APÊNDICE C – INSTRUMENTO DE PESQUISA PARA INTERMEDIÁRIOS

- 1) Na sua opinião, o que impulsiona a correspondência entre demanda (*startups*) e oferta (investidores) de capital? Como a plataforma de EC gerencia esses processos de correspondência?
- 2) Você acredita que o EC democratiza o acesso dos investidores às oportunidades de investimentos e das *startups* a terem acesso ao capital?
- 3) O que as plataformas de *crowdfunding* fazem? Como elas realizam *Due diligence*? Quais serviços auxiliares elas fornecem? Isso influencia os resultados do EC?
- 4) As plataformas valorizam *startups* que praticam Governança Corporativa? Isso cria confiança entre investidor e investida e afeta o *Equity Crowdfunding*? Por quê?
- 5) Como as plataformas de EC valoram e selecionam as *startups*?
- 6) As plataformas de EC assumem mais uma função de bolsa de valores, de forma imparcial, ou agem mais como um sindicato de *Venture Capital*?
- 7) Na sua opinião, é possível medir a qualidade das plataformas de EC? Em caso positivo, como?
- 8) Como as plataformas da EC fazem a mediação dos conflitos entre empreendedores e investidores? Isso influencia os resultados do EC?
- 9) Como são exibidas as informações *online* das campanhas de EC? Como os recursos e formatos de informações (vídeos, áudio, texto...) afetam os resultados das ofertas?
- 10) Como as plataformas de EC facilitam a capacidade dos investidores de monitorar seus investimentos ou interagir com empreendedores e/ou outros investidores? Isso afeta a captação de investimento? Por quê?



- 11) Como os fóruns que possibilitam a comunicação dos investidores e *startups* podem influenciar a EC?
- 12) Como os sistemas informacionais das plataformas de EC facilitam efetivamente o rastreamento de atividades fraudulentas? Como isso reflete nos resultados das campanhas de EC?
- 13) De que forma as plataformas de EC fornecem novas maneiras de avaliar os riscos e avaliar as informações financeiras? Por que isso é importante para o EC?
- 14) As possibilidades de realização do lucro do investimento podem influenciar a decisão do investidor em investir em EC? Por quê?
- 15) As características do empreendedor ou da *startup* podem influenciar a tomada de decisão do investidor? Como?
- 16) Os aspectos legais e a cultura de investimento da população podem influenciar os resultados da campanha de EC, considerando-se a captação dos recursos financeiros? Por quê?
- 17) Na sua opinião, há outros fatores envolvidos que podem influenciar a prática do EC? Em caso positivo, quais são esses fatores e como eles influenciam a prática citada?

## APÊNDICE D – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

	<p><b>Universidade de Caxias do Sul</b>  <b>Programa de Pós-Graduação em Administração</b>  <b>Mestrando: Gustavo André Pazini</b>  <b>Ano: 2018/2020</b></p>	
<b>CADASTRO DE INFORMAÇÕES DA ENTREVISTA N° _____</b>		
<b>DADOS DA ENTREVISTA</b>		
Local: _____ Município: _____		
Data: ____/____/____ Hora: ____:____ Duração: ____ horas ____ minutos		
Arquivo do áudio: ( ) celular ( ) gravador ( ) computador		
<b>DADOS DO ENTREVISTADO</b>		
Nome: _____		
Idade: _____ anos Profissão/Atuação: _____		
Formação: _____		
Tempo de Empresa: _____ Tempo de Função: _____		
E-mail: _____		Telefone: _____
<b>TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO:</b>		
<p>Eu, _____ estou sendo convidado(a) a colaborar com a pesquisa de mestrado sobre “Fatores de Influência na Captação de Recursos Financeiros para <i>startups</i> em campanhas de <i>Equity Crowdfunding</i>”, sob responsabilidade do pesquisador Gustavo André Pazini e seu orientador Prof. Dr. Alex Eckert (PPGA - UCS).</p> <p>O objetivo desta pesquisa é analisar como determinados fatores de influência atuam sobre o <i>Equity Crowdfunding</i>, utilizado para fomento financeiro de <i>startups</i>, e que possibilitam captações de recursos bem-sucedidas, visando o crescimento desse tipo de empresa.</p> <p>Informo que recebi os esclarecimentos necessários sobre este estudo e aceito conceder uma entrevista em que irei apresentar minhas experiências, definições e informações sobre o tema. Estou ciente de que, por tratar-se de um estudo que abrange questões subjetivas e de vivência, meus relatos são de extrema importância para que os objetivos do estudo possam ser alcançados. Também tenho consciência de que as informações e eventuais registros fotográficos realizados pelo pesquisador ou cedidos pela empresa, poderão ser utilizados nesta pesquisa e em outras publicações decorrentes.</p> <p>Fui informado de que os dados apresentados são de caráter sigiloso, para uso exclusivo do pesquisador e os áudios não serão disponibilizados a empresas ou terceiros. Ainda, que meu nome não será utilizado na apresentação dos resultados (serei tratado, por exemplo, como: INV1   INT1   STP1), sem a identificação de cargo ou quaisquer outras informações que possam permitir minha identificação.</p> <p>Estou de acordo que o pesquisador poderá entrar em contato novamente, para confirmação ou complementação das informações, bem como, após transcritas as entrevistas, receberei o documento para realizar a validação das informações.</p> <p>Tendo sido orientado(a) quanto ao teor de todo o aqui mencionado, manifesto meu livre consentimento em colaborar, estando totalmente ciente e esclarecido/a de que não há nenhum valor econômico, a receber ou a pagar, por minha participação nesta investigação.</p>		
		_____ Local e data
_____		_____
<b>Assinatura do entrevistado(a)</b>		<b>Assinatura da pesquisador</b>