

Universidade Federal de São Carlos  
Centro de Educação e Ciências Humanas  
Programa de Pós-Graduação em Ciência, Tecnologia e Sociedade

***Crowdfunding* de investimento para viabilização de novos  
negócios no Brasil**

Alina Hassem

São Carlos – SP  
2020

ALINA HASSEM

***Crowdfunding* de investimento para viabilização de novos  
negócios no Brasil**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciência, Tecnologia e Sociedade, do Centro de Educação e Ciências Humanas, da Universidade Federal de São Carlos, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Ciência, Tecnologia e Sociedade.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Ferrari Junior  
Coorientadora: Profa. Dra. Elaine da Silva

São Carlos – SP



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS  
Centro de Educação e Ciências Humanas  
Programa de Pós-Graduação em Ciência, Tecnologia e Sociedade

---

**Folha de Aprovação**

---

Assinaturas dos membros da comissão examinadora que avaliou e aprovou a Defesa de Dissertação de Mestrado da candidata Alina Hassem, realizada em 21/01/2020:

---

Prof. Dr. Roberto Ferrari Junior  
UFSCar

---

Profa. Dra. Wanda Aparecida Machado Hoffmann  
UFSCar

---

Prof. Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacim  
USP

Certifico que a defesa realizou-se com a participação à distância do(s) membro(s) Carlos Alberto Grespan Bonacim e, depois das arguições e deliberações realizadas, o(s) participante(s) à distância está(ão) de acordo com o conteúdo do parecer da banca examinadora redigido neste relatório de defesa.

---

Prof. Dr. Roberto Ferrari Junior

---

Dedico este trabalho a minha avó Alia Murad (*in memorian*), ao meu pai Sirio Hassem (*in memorian*), à minha mãe Zeine Yunes e aos meus filhos Rodrigo Hassem Nakamura e Felipe Hassem Nakamura.

## AGRADECIMENTOS

Acima de tudo, agradeço a Deus.

Agradeço à minha família pelo incentivo, amor, apoio e ensinamentos: à minha mãe Zeine Yunes, à minha irmã Leila Hassem da Ponte, aos meus filhos Rodrigo Hassem Nakamura e Felipe Hassem Nakamura, ao meu sobrinho Antônio Carlos Hassem da Ponte, ao Alexandre Nakamura e ao Antônio Carlos da Ponte.

Agradeço imensamente ao meu orientador Roberto Ferrari Junior, por todas as contribuições e conselhos. Por acreditar em minha pesquisa e oferecer oportunidades de desenvolvimento e aprendizados.

Um agradecimento especial à Elaine Silva, minha coorientadora, pelo apoio e oportunidades de desenvolvimento da prática da docência, pelos artigos escritos conjuntamente e pelas conversas sempre produtivas que auxiliaram e continuarão auxiliando meu crescimento e amadurecimento como pesquisadora.

Aos professores da minha banca de defesa Carlos Alberto Grespan Bonacim e Wanda Aparecida Machado Hoffmann, pelas contribuições essenciais para o desenvolvimento e finalização da pesquisa, e aos membros suplentes Meire Ramalho de Oliveira e Leandro Innocentini Lopes de Faria.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES); à Universidade Federal de São Carlos (UFSCar); e ao Programa de Pós-Graduação em Ciência, Tecnologia e Sociedade (PPGCTS), em nome de todos os docentes que transmitiram conteúdos além do que sugerem as disciplinas. Por me incentivar a enfrentar todos os desafios deste percurso e por me auxiliarem em todas as fases e processos do mestrado (aulas, qualificação, defesa) em especial à coordenadora Ariadne Chloe Mary Furnival e Amanda Fontenelle

Às pessoas que acompanharam, ajudaram e torceram pelas minhas realizações: ao Dalton Pessoa e Elísia Pessoa, com quem divido projetos pessoais e profissionais; aos colaboradores do grupo FFH, empresa que me acolheu profissionalmente em São Carlos e me deu tantas novas oportunidades de aprender, em especial ao Frederico Ferreira Hildebrand e Taina Frisso Hildebrand, à Renata Almeida Prado Giongo e Tatiane Ferreira. Ao Dr. Reginaldo Zavaglia Neto pelos valiosos conselhos. Aos colegas de percurso: Flávia Salmazio, Carlos Escobar, Douglas Sadalla, Gabriel Almeida Prado Giongo e tantos outros que, mesmo que não sejam citados, sabem que participam e me acompanham nesta estrada da vida.

À amiga Tatiane Liberato, que me apresentou ao Programa de Pós-Graduação em Ciência, Tecnologia e Sociedade, e que me ofereceu ajuda, desde o início, me guiando e auxiliando a percorrer e entender o caminho inerente à pesquisa.

À turma que começou nas aulas de inglês, se fortaleceu e permanece cultivando amizade que divide alegrias, desafios e realizações, em nome de Tatiane Liberato, Vanessa Cristina, Melise Sobue e Alexandre Inforzato em especial ao Luís Felipe Donadio que me ajudou e aconselhou quando precisei e que contribuiu para a finalização do trabalho.

Por fim, agradeço ao Programa de Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (PPGCC) da Universidade de São Paulo (USP) de Ribeirão Preto que me aprovou em sua turma de Doutorado 2020. Por possibilitar que eu dê continuidade à carreira acadêmica e permaneça no trajeto, estudando e contribuindo para o enriquecimento da ciência em minha área de atuação no Brasil.

*“Unprecedented technological capabilities combined with unlimited human creativity have given us tremendous power to take on intractable problems like poverty, unemployment, disease, and environmental degradation. Our challenge is to translate this extraordinary potential into meaningful change.”*

*Muhammad Yunus*

## RESUMO

Para o desenvolvimento de novos negócios, o acesso às fontes de financiamento se constitui em um dos fatores mais importantes, visto que apenas o capital próprio, geralmente, pode não ser suficiente para sua expansão. No entanto, as fontes tradicionais de financiamento – como as instituições financeiras – exigem garantias reais em contrapartida aos empréstimos oferecidos, o que, muitas vezes, não pode ser proporcionado por empresas nascentes. Assim, os investidores de capital de risco (*venture capitalists e private equities*) tornam-se opções reais para algumas empresas que apresentam alta probabilidade de retorno sobre o capital investido. O *crowdfunding* ou financiamento coletivo é uma modalidade de captação de recursos financeiros, por meio da internet, em que o empreendedor disponibiliza informações sobre a empresa ou projeto em um site, e as pessoas que tiverem interesse podem fazer contribuições, geralmente de baixo valor que, quando somadas, viabilizam o negócio. Existem quatro modalidades de *crowdfunding* classificadas atualmente, de acordo com o retorno oferecido ao investidor, são elas: doação, recompensas, empréstimo e investimento. O *crowdfunding* de investimento, regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2017, se constitui numa modalidade em que o empreendedor oferece participação na empresa em contrapartida aos investimentos recebidos, tornando-se, portanto, promissora para o desenvolvimento de novos negócios. Nessa perspectiva, esta pesquisa analisou o perfil de empresas que estão fazendo uso do *crowdfunding* de investimento para captação de recursos financeiros com o objetivo de responder a seguinte questão: como o *crowdfunding* de investimento vem impactando o desenvolvimento de novas empresas? Para isso, foi realizada uma pesquisa de natureza qualitativa e quantitativa com a utilização do método análise de conteúdo. Como resultado, o trabalho aponta que o *crowdfunding* de investimento, de fato, tornou-se uma nova possibilidade de financiamento para empresas nascentes, já que a idade média das empresas analisadas era de três anos de registro no momento da captação, o segmento que mais captou foi de serviços, sobretudo os relacionados ao uso de internet (sites e aplicativos). O total de captação no período de 2017 a 2018 foi de R\$ 22.602.340 em 30 campanhas diferentes (29 empresas) contando com a participação de 2.345 investidores. Comparando esses resultados com os volumes aportados por investidores de capital de risco e investidores anjos, o *crowdfunding* de investimento ainda é incipiente e as perspectivas do desenvolvimento desse mercado são promissoras.

**Palavras-chave:** Empreendedorismo; Fontes de financiamento; *Crowdfunding*; *Startups*.

## **ABSTRACT**

*In the development of new businesses, fundraising is one of the most important factors, as only shareholder equity, normally, is not sufficient to fund its expansion. However, traditional sources of financing - such as banks - require collateral in return for the loans, which often cannot be provided by startups. Venture capitalists and private equities become real options for some companies that have a return on investment. Crowdfunding is a form of online fundraising, where the entrepreneur asks for an open call on the internet, and the crowd can contribute or invest in the project or companies - usually of low value - that, when together, make the business viable. There are four types of crowdfunding currently classified according to the return offered to the investor: donation, rewards, loan and investment. Equity crowdfunding, regulated by the Brazilian Securities Commission (CVM) in 2017, is a form in which the entrepreneur offers companies shares in return for the investments received, thus making it possible for the development of new businesses. Thus, the current research analyzed the profile of companies that are using equity crowdfunding to raise funds in order to answer the following question: How has investment crowdfunding been impacting the development of new companies? This is a qualitative and quantitative investigation in which the content analysis method was applied. Results indicate that investment crowdfunding has, in fact, become a new source of capital for startups, since the average age of the analyzed companies is three years, and the most common segment is service, especially those companies that rely on the internet (websites and applications). The total amount of money raised from 2017 to 2018 was BRL 22,602,340 in 30 different campaigns (29 companies) with the participation of 2,345 investors. By comparing these results are compared with the volumes contributed by venture capital investors and angel investors, we can see that investment crowdfunding is still in its infancy. Nonetheless, the prospects for developing this market are promising.*

**Keywords:** *entrepreneurship, sources of financing, crowdfunding, startups*

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Risco, receita e injeção de Capital ao longo do tempo .....	22
Figura 2: Campanha para a construção do Pedestal da Estátua da Liberdade.....	24
Figura 3: Categoria dos estudos: Crowdfunding .....	43
Figura 4: Categoria dos estudos: Campanhas.....	43
Figura 5: Categoria dos estudos: Consumidores/Investidores.....	45
Figura 6: Categoria dos estudos: Fontes de financiamento .....	46
Figura 7: Categoria dos estudos: Plataformas .....	47
Figura 8: Categoria dos estudos: Tributos.....	47
Figura 9: Empresas por Região .....	81

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Quantidade de artigos publicados .....	26
Gráfico 2: Publicações por Centro de Pesquisa.....	26
Gráfico 3: Evolução do crédito ampliado às empresas – Grandes Empresas.....	53
Gráfico 4: Evolução do crédito ampliado às empresas – Micro, Pequenas e Médias Empresas .....	53
Gráfico 5: Volume financeiro de aportes feitos por investidores-anjos no Brasil nos últimos anos.....	56
Gráfico 6: Capital comprometido pelos fundos de capital de risco (venture capital e private equity).....	58
Gráfico 7: Investimentos realizados por ano em R\$ bilhões .....	59
Gráfico 8: Distribuição das campanhas por plataforma – por quantidade de campanhas .....	73
Gráfico 9: Distribuição das campanhas por plataforma – por volume financeiro captado .....	74
Gráfico 10: Valores captados nas campanhas de <i>crowdfunding</i> .....	76
Gráfico 11: Investidores qualificados e não qualificados por campanha .....	83

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Principais sites de <i>crowdfunding</i> no Brasil .....	24
Quadro 2: Plataformas de <i>crowdfunding</i> de investimento cadastradas na CVM .....	40
Quadro 3: Tipos de bootstrapping .....	49
Quadro 4: Classificação do porte das empresas .....	51
Quadro 5: Principais produtos oferecidos pelo BNDES para o desenvolvimento das empresas .....	52
Quadro 6: Classificação dos investidores-anjo.....	55
Quadro 7: Participantes do processo de abertura de capital .....	60
Quadro 8: Revisão de literatura – fontes de dados .....	63
Quadro 9: Definições e aplicações da metodologia.....	64
Quadro 10: Relação de teses e dissertações excluídas da análise.....	67
Quadro 11: Base final de teses e dissertações .....	68
Quadro 12: Variáveis coletadas para análise.....	72
Quadro 13: Descrição das atividades das empresas .....	79

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Publicações por Centro de Pesquisa .....	27
Tabela 2: Variação média anual do crédito ampliado por fonte – 2013 a 2018 .....	52
Tabela 3: Distribuição de investimentos feitos por investidores-anjos por país .....	57
Tabela 4: Investimentos feitos por private equities e venture capitalists com setor da empresa .....	59
Tabela 5: Relação de teses e dissertações publicadas por Universidade .....	66
Tabela 6: Campanhas de <i>crowdfunding</i> de investimento por plataforma .....	74
Tabela 7: Campanhas com captações superiores a R\$ 1.000.000,00 .....	75
Tabela 8: Relação entre valores totais captados, quantidade de valores mobiliários ofertados e quantidade de investidores.....	76
Tabela 9: Quantidade de campanhas por idade da empresa .....	78
Tabela 10: Dados sobre quantidade de campanhas, valor total captado e quantidade de investidores por categoria.....	80

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital  
BACEN - Banco Central do Brasil  
B.A.S.A. - Banco da Amazônia S.A.  
BB - Banco do Brasil  
BDTD - Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações  
BNB - Banco do Nordeste do Brasil S.A.  
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior  
CEF - Caixa Econômica Federal  
CTS - Ciência, Tecnologia e Sociedade  
CVM - Comissão de Valores Mobiliários  
FAPESP - Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo  
FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos  
FINTECH - *Financial Technologies*  
FNDCT - Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico  
GEM - *Global Entrepreneurship Monitor*  
IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística  
IBQP - Instituto Brasileiro de Qualidade e Produtividade  
IOSCO - *International Organization of Securities Commissions*  
IPO - *Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial)*  
JOBS - *Jumpstart Our Business Startup*  
JUCESP - Junta Comercial do Estado de São Paulo  
OECD - *Organisation for Economic Co-operation and Development*  
OEI - Organização dos Estados Ibero-Americanos  
P2P - *Peer to Peer*  
SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas  
SEC - *Security Exchange Commissions*  
SEP - Sociedades de Empréstimos entre Pessoas  
SNI - Sistema Nacional de Inovação  
UFSCar - Universidade Federal de São Carlos

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	16
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	20
2.1.	<i>CROWDFUNDING</i> OU FINANCIAMENTO COLETIVO .....	23
2.1.1	<i>Crowdfunding</i> como fonte de financiamento para empresas .....	27
2.1.1.1.	<i>Crowdfunding</i> de doação .....	28
2.1.1.2.	<i>Crowdfunding</i> de recompensas ou pré-ordem .....	29
2.1.1.3.	<i>Crowdfunding</i> de empréstimo e de investimento .....	31
2.1.1.4.	<i>Crowdfunding</i> de empréstimo .....	32
2.1.1.5.	<i>Crowdfunding</i> de investimento.....	35
2.2.	A TEMÁTICA ‘ <i>CROWDFUNDING</i> ’ NA LITERATURA .....	42
2.3.	FONTES TRADICIONAIS DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS.....	48
2.3.1	<i>Capital próprio e de familiares e amigos</i> .....	48
2.3.2	<i>Bancos e instituições de fomento a capitalização de negócios</i> .....	49
2.3.3	<i>Investidores-anjos</i> .....	54
2.3.4	<i>Fundos de capital de risco (Venture capital e private equity)</i> .....	57
2.3.5	<i>Abertura de Capital na Bolsa de Valores</i> .....	60
3	PERCURSO METODOLÓGICO .....	62
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS.....	66
4.1.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS OBTIDOS NA REVISÃO DA LITERATURA .	66
4.2.	COLETA DE DADOS .....	72
4.3.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE CATEGORIAS.....	77
4.3.1	<i>Idade da empresa na data de captação - 1ª Categoria</i> .....	77
4.3.2	<i>Descrição da atividade e segmento da empresa - 2ª Categoria</i> .....	78
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	84



## 1 INTRODUÇÃO

Um dos grandes desafios para empreendedores é dispor dos recursos financeiros necessários para o desenvolvimento e implementação de seus projetos – normalmente estes recursos são compostos de um arranjo entre capital próprio e capital de terceiros. Empreendimentos em fases iniciais têm mais dificuldades em obter recursos financeiros via fontes tradicionais de crédito, tais como bancos e investidores de capital de risco, em decorrência do risco elevado do negócio e da falta de garantias reais que poderiam ser oferecidas em contrapartida ao capital investido.

O financiamento coletivo ou *crowdfunding*, como é popularmente conhecido, consiste em solicitar recursos financeiros (*funding*) de diversas pessoas (*crowd*) através da internet. Em geral, as quantias enviadas por cada pessoa são de pequeno valor, mas a soma dessas contribuições permite que os projetos tenham os recursos financeiros necessários para serem concretizados. O desenvolvimento de produtos e empresas, a produção de filmes, peças de teatro, publicações de livros, além das causas sociais são exemplos de projetos apresentados em sites de *crowdfunding*.

Existem quatro modalidades de *crowdfunding* descritas atualmente, definidas de acordo com o tipo de retorno oferecido aos apoiadores dos projetos, dentre as quais: doação, recompensas, empréstimo e investimento.

Nas modalidades de empréstimo e investimento, encontram-se as figuras do investidor e do empreendedor e a relação entre eles não é transitória; o *crowdfunding* de empréstimo foi regulamentado pelo Banco Central do Brasil (BACEN) em 2018; e o *crowdfunding* de investimento pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2017.

As modalidades de *crowdfunding* de doação e recompensas têm uma dinâmica diferente: as pessoas contribuem com o projeto ou porque consideram a causa importante (doação) ou porque desejam receber a recompensa pelos recursos disponibilizados (recompensas). No *crowdfunding* de doação não há expectativa de retorno sobre o valor doado e no *crowdfunding* de recompensas o idealizador do projeto oferece recompensas como contrapartida ao dinheiro. A recompensa pode ser, inclusive, a compra do produto que será desenvolvido (pré compra).

Diante do exposto, apresenta-se como objetivo geral desta pesquisa traçar o perfil das empresas que estão captando recursos financeiros via *crowdfunding* de investimento. Cumpre esclarecer que a modalidade de empréstimo não foi considerada na análise, pois a

regulamentação do mercado é recente para a coleta de dados de uma amostra significativa. Em relação às modalidades de doação e recompensa, não foram consideradas pois o objetivo deste trabalho é avaliar o *crowdfunding* como uma nova alternativa de financiamento para as empresas nos moldes de recursos financeiros oferecidos pelas instituições financeiras e pelos investidores de capital de risco e recompensas e doação traz a figura da pessoa que contribui para o desenvolvimento daquele produto ou projeto e não a figura do investidor, que tem por expectativa retornos financeiros sobre o capital aportado. Nesse sentido, como objetivos específicos foram considerados:

- ✓ Avaliar a idade das empresas no momento da captação e mensurar se essas empresas são empresas recém formadas ou não e a justificativa para esse item é que essas empresas são as que mais têm dificuldades em captações no mercado tradicional (como os bancos), por outro lado, o desenvolvimento delas é importante para o crescimento econômico e a geração de novos postos de trabalho;
- ✓ Verificar quais as regiões brasileiras que mais estão fazendo uso do *crowdfunding* de investimento para avaliar se existe concentração em determinadas regiões;
- ✓ Definir e classificar os segmentos das empresas que captaram os recursos, como forma de avaliar se o *crowdfunding* de investimento permite uma maior democratização do financiamento de novos negócios;
- ✓ Verificar se houve participação de investidores qualificados – que são investidores profissionais – nas campanhas e se houve a formação de sindicato de investimentos – que são grupos de investidores.

Três pontos importantes foram considerados como justificativa para o desenvolvimento do trabalho: o primeiro diz respeito à relação positiva entre crescimento econômico do país e desenvolvimento de novas empresas; o segundo se refere à dificuldade que as empresas nascentes enfrentam na obtenção de recursos financeiros para seu desenvolvimento; e terceiro ponto foi a análise do papel que o *crowdfunding* representa, questionando se ele é capaz de suprir a falta de crédito apontada.

Considerando a atuação do legislador, é possível afirmar que há expectativa em relação a essa inovação financeira – *crowdfunding*, segundo o Presidente da CVM na ocasião da divulgação da Instrução CVM 588 que regulamentou o mercado:

O *crowdfunding* de investimento é uma alternativa inovadora para o financiamento de empreendedores. A CVM considera que a segurança jurídica trazida pela nova norma pode alavancar a criação de novos negócios de sucesso no país, permitindo a captação de recursos de modo ágil, simplificado e com amplo alcance a investidores por meio do uso da internet” (Leonardo Pereira, Presidente da CVM. 13/07/2017).

No que tange ao desenvolvimento deste trabalho no contexto do Programa de Pós-Graduação em Ciência, Tecnologia e Sociedade (CTS), se justifica à medida em que põe luz ao papel do mercado financeiro para a expansão de processos de inovação no contexto de startups.

Os estudos CTS buscam compreender a dimensão social da ciência e da tecnologia, tanto desde o ponto de vista dos seus antecedentes sociais como de suas consequências sociais e ambientais, ou seja, tanto no que diz respeito aos fatores de natureza social, política ou econômica que modulam a mudança científico-tecnológica, como pelo que concerne às repercussões éticas, ambientais ou culturais dessa mudança. (OEI, p.125).

Françoso e Queiroz (2018) apresentam o conceito apresentado por Wonglimpiyarat (2011) de Sistema Financeiro à Inovação nos seguintes termos:

O SFI pode ser visto como um suporte a projetos inovadores e atividades que promovam o desenvolvimento econômico, sendo que os mecanismos financeiros para o desenvolvimento da tecnologia e comercialização dão apoio às firmas dentro do SNI. O SFI é interligado com o mercado financeiro, agências governamentais, instituições financeiras, autoridades regulatórias e organizações de pesquisa para apoiar atividades inovadoras e fortalecer capacitações tecnológicas nos níveis nacional e setorial (WONGLIMPIYARAT, 2011 *apud* FRANÇOSO; QUEIROZ, 2018).

E argumentam que um dos fatores de definição de sucesso para o desenvolvimento das diretrizes do Sistema Nacional de Inovação (SNI) é, justamente, a oferta de capital para o financiamento dos novos negócios.

Atualmente, as empresas financeiras são intermediárias numa relação em que o capital financeiro apoia a indústria e a indústria apoia o capital financeiro através de retornos financeiros.

O financiamento via *crowdfunding* não parte de decisões de grandes investidores, mas transfere esse poder para a sociedade, que decide se um produto ou projeto deve ser financiado. Alvin Toffler no livro a Terceira Onda (1980) nomeia esses novos consumidores como prosumidores, demonstrando o quanto a postura ativa deles modificaria a sociedade. Possivelmente, os caminhos percorridos no processo de inovação sejam diferentes a partir do *crowdfunding*.

Com relação à organização deste trabalho, está dividido em cinco seções: 1) introdução, que contextualiza o tema da pesquisa e apresenta seus objetivos e justificativas; 2) referencial teórico, que apresenta a definição de *crowdfunding* e suas modalidades (*crowdfunding* de doação, recompensas, empréstimo e investimento), além das fontes de financiamento que atendem as empresas, como bancos comerciais, *venture capitalists* e investidores-anjos; 3) percurso metodológico, que apresenta a sistematização utilizada no processo de revisão de literatura e os conceitos de análise de conteúdo aplicados na pesquisa; 4) apresentação e análise dos resultados; e 5) considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem por objetivo discutir e contextualizar o *crowdfunding* como fonte de financiamento para empresas. Para isso, será apresentada uma breve introdução sobre as opções de captação das empresas e, posteriormente, será apresentado o estado da arte sobre *crowdfunding* e as fontes de financiamento disponíveis para novos negócios.

O crescimento das empresas depende da disponibilização de fontes de recursos financeiros que podem ser provenientes de capital próprio, capital de terceiros ou – o que é mais comum – uma combinação entre capital próprio e capital de terceiros.

[...] Os principais fatores que favorecem o uso de um ou outro financiamento são a disponibilidade de recursos, os ativos do empreendimento e as taxas de juros dominantes. Com frequência, o empreendedor satisfaz as necessidades financeiras do negócio empregando uma combinação de financiamento por endividamento e por capital próprio. (HISRICH; PETERS; SHEPHERD., 2014, p. 257).

Nos financiamentos provenientes de endividamento, os investidores recebem o capital aportado acrescido de juros, independente de vendas ou do resultado da empresa, Brealey, *et al.* (2013, p. 557) explicam que, normalmente, há a solicitação de garantias reais (colaterais) por parte dos credores para as empresas como, por exemplo, imóveis ou máquinas e equipamentos; no caso de apuração do imposto de renda pelo lucro real, os dispêndios provenientes de juros são considerados despesas, reduzindo a base de cálculo para o pagamento do imposto. O segmento do mercado financeiro que atua nas operações de empréstimos é o mercado de crédito. Para Carrete e Tavares (2019, p. 63), “o mercado de crédito tem como objetivo suprir recursos aos agentes econômicos, pessoas físicas ou jurídicas, nas suas necessidades de consumo, operacionais e de investimento.”

Na opção de venda de ações não há solicitação de garantias e o investidor recebe parte do resultado residual da empresa (após o pagamento das obrigações e da retenção de lucros). Nesse sentido, Brealey, *et al.* (2013) explicam que são direitos residual sobre os ativos e os fluxos de caixa da organização, e as operações que acontecem com a venda de valores mobiliários são feitas no mercado de capitais:

O mercado de capitais é responsável por atender as necessidades de grande volume de recursos financeiros de longo prazo; os investidores, os agentes superavitários, podem investir nos títulos emitidos pelos agentes deficitários, os tomadores de recursos. Nesse segmento, os bancos de investimento, os bancos múltiplos com carteira de investimento, as corretoras de valores e as distribuidoras de valores mobiliários atuam como prestadores de serviços às

empresas emissoras, auxiliando-as na colocação dos títulos aos investidores.” (CARRETE E TAVARES, 2019, p. 186)

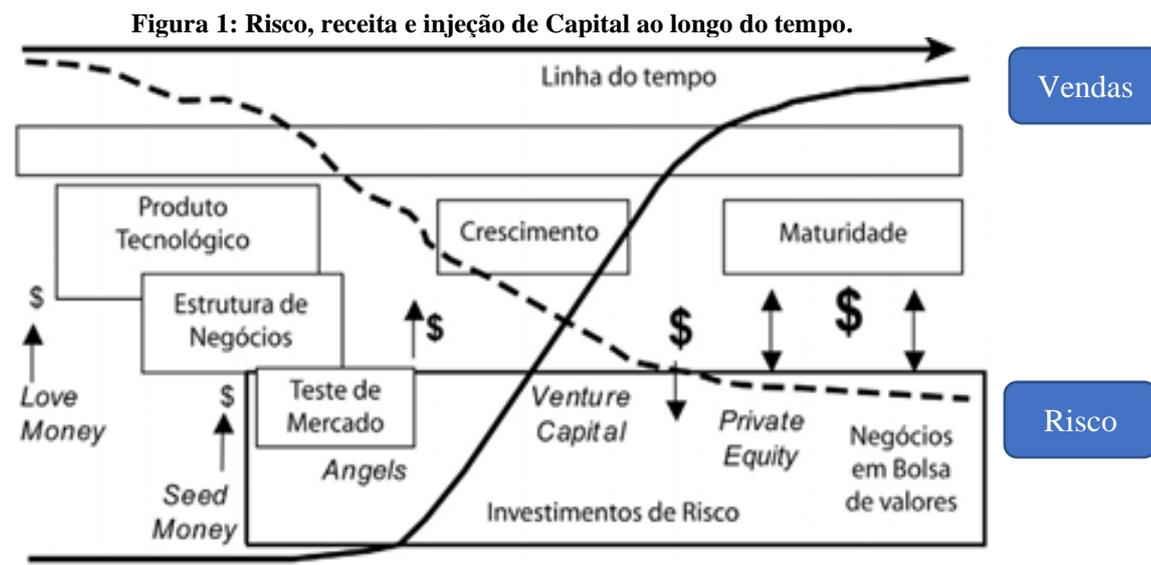
Almeida *et al.* (Editora FGV, 2013) esclarecem a diferença entre capital próprio e capital de terceiros nos seguintes termos:

O capital próprio é incorporado ao capital social da empresa e não tem por obrigação qualquer remuneração incondicional ao investidor. O investidor assume o risco do empreendimento e receberá dividendos, desde que haja geração de lucro. Dessa forma, com a utilização de capital próprio, o empreendimento transfere o risco de eventual fracasso para o investidor. Naturalmente, essa transferência de risco não se faz sem custo. O capital próprio é a forma mais cara de financiamento de um empreendimento. No caso de capital de terceiros, o fornecedor do capital, isto é, o investidor, deverá ser remunerado conforme contrato preestabelecido independentemente da obtenção, ou não, de lucro pelo empreendimento. Dessa forma, o investidor corre um risco menor e aceita uma remuneração menor, o que torna o capital de terceiros mais barato para o negócio (ALMEIDA *et al.*, 2013, p. 31).

Para as empresas novas (*startups*), o acesso aos recursos financeiros é mais difícil que para empresas já estabelecidas, segundo o relatório *Policy Lessons from Financing Innovative Firms* da OECD (2015):

As empresas inovadoras jovens enfrentam muitas dificuldades para acessar o financiamento inicial e de sementes, e elas aumentaram nos últimos anos. Os bancos estão menos dispostos a conceder empréstimos a startups como resultado da crise financeira. Enquanto isso, as empresas de capital de risco tornaram-se mais adversas ao risco devido às pressões sobre o setor e se concentraram em investimentos posteriores. Os investidores anjos se tornaram mais visíveis e ativos através de grupos, sindicatos e redes, mas também enfrentam desafios. (OECD, 2015, p. 4)

Diferentes tipos de investidores aportam recursos financeiros nas empresas e fatores como maturidade do negócio, perspectiva de crescimento e risco do negócio são levados em consideração na decisão de investir ou não e qual taxa (custo de capital) será cobrada. A figura 1 demonstra a relação entre crescimento da empresa, risco do negócio e aponta quais investidores aportam recursos financeiros dependendo dessa combinação entre receita e risco. Segundo Ferrari (2010), nas fases iniciais de um novo negócio existem dois tipos de riscos: tecnológico e de mercado; o tecnológico está relacionado ao desenvolvimento do produto e o de mercado a aceitação desse produto pelos consumidores. Hisrich *et al.* (2014) postulam que o acesso ao capital se torna menos oneroso conforme a empresa se desenvolve pela redução do risco.



Fonte: Ferrari, *Empreendedorismo para Computação* (2010).

A Figura 1 apresenta a relação entre risco e receita bruta de vendas no decorrer da vida da empresa considerada a fase de maturidade do negócio. A linha tracejada representa o risco e a linha sólida a receita bruta de vendas. Nas primeiras fases do empreendimento, a receita é zero ou muito baixa, ainda é difícil mensurar o potencial de faturamento e lucro do negócio, visto que a empresa ainda está desenvolvendo seu produto, pode estar, por exemplo, na fase de criação de protótipo ou mesmo de plano de negócios e os riscos envolvidos nessa fase são muito elevados, pois ainda não é possível afirmar que o desenvolvimento do produto será bem sucedido ou mesmo se a aceitação do mercado para este produto será positiva. Conforme a empresa amadurece e entra nas fases posteriores, como por exemplo, a segunda fase que é a de semear ou expandir, os riscos reduzem e é possível que os empreendedores consigam mensurá-los de forma mais clara e criar formas de mitigação desses riscos. Deste modo, a relação apresentada na figura 1 demonstra uma relação inversa entre receita de vendas e risco para os investidores. Os negócios em fases iniciais são os que apresentam maior risco, sobretudo, porque não é possível ter uma avaliação prévia completa e fidedigna do resultado esperado do empreendimento.

Os próximos capítulos tratarão de contextualizar o *crowdfunding* e explicar as demais fontes de financiamento utilizadas pelas empresas.

## 2.1. *Crowdfunding* ou financiamento coletivo

O *crowdfunding* ou financiamento coletivo pode ser definido como o processo de captação de recursos financeiros, via internet, de muitas pessoas que contribuem para a viabilização de projetos. Mollick (2013, p.2) buscou definir, de forma estruturada, o conceito, contudo, o autor primeiro argumenta que uma definição genérica de *crowdfunding* é elusiva, visto que a ferramenta cobre uma série de disciplinas, trabalhando, assim, na definição mais específica do termo que considera a sua utilização para o financiamento do empreendedorismo. Para o autor, o *crowdfunding* se refere ao esforço de indivíduos ou grupos de indivíduos de buscar fundos (capital financeiro) para financiar seus projetos através de pequenas contribuições de uma quantidade grande de indivíduos utilizando como ferramenta a internet e sem a utilização dos intermediários financeiros geralmente atuantes em captações financeiras. Santano (2016, p.31) pressupõe que o financiamento coletivo permite a viabilização de projetos através de muitos colaboradores que, provavelmente, não seriam implementados de outra forma.

A palavra *crowdfunding* é a junção de *crowd* (multidão) e *funding* (financiamento) e foi utilizada pela primeira vez em 2006 por Michael Sullivan como forma de descrever um botão que ele disponibilizou em seu site de vídeos. Ao clicar nesse botão, o usuário poderia doar dinheiro para um artista. Além disso, a palavra *crowdfunding* tem relação com a captação de recursos utilizando a internet e está associada ao desenvolvimento da WEB 2.0. Magrani (2018) explica que a WEB 1.0 é considerada a web do conhecimento, pois o volume de informações disponíveis ampliou de forma considerável com o advento da internet e a WEB 2.0 é a web da comunicação, da colaboração, do desenvolvimento de redes sociais, blogs, wikis, entre outros. O termo *crowdfunding*, então, é considerado recente, mas o conceito de financiamento coletivo não. Ao longo da história, há vários exemplos de captações para o financiamento de obras de arte, livros e construções que solicitaram dinheiro das pessoas. Um dos mais famosos exemplos foi a construção do pedestal da Estátua da Liberdade em 1885. Joseph Pulitzer editor do Jornal New York World fez uma publicação nesse jornal em 16 de março de 1885 e em 11 de agosto do mesmo ano a campanha já havia atingido \$ 100.000 (cem mil dólares) de captação de cerca de 125.000 pessoas (cento e vinte e cinco mil); a maioria das contribuições girou em torno de \$ 1 (um dólar).

**Figura 2: Campanha para a construção do Pedestal da Estátua da Liberdade**

**ONE HUNDRED THOUSAND DOLLARS!**

**TRIUMPHANT COMPLETION OF THE WORLD'S FUND  
FOR THE LIBERTY PEDESTAL.**

Story of the Greatest Popular Subscription Ever Raised in America—How the Republic Was Saved from Lasting Disgrace—An Event for Patriotic Citizens to Rejoice Over—A Roll of Honor Bearing the Names of 120,000 Generous Patriots—The Flags of France and the American Union Floating in Sisterly Sympathy—Over \$2,300 Received Yesterday—The Grand Total Foots Up \$102,006.39—A Generous Lady Pays \$130 for the Washington Cent.

Fonte: BBC, 2013.

Mesmo considerando *crowdfunding* pós WEB 2.0, já existiam plataformas funcionando antes da criação do termo, como, por exemplo, a *artistsshare*, criada em 2001 e que conectava fãs e artistas; ou mesmo a KIVA, em 2005, que é uma plataforma para projetos sociais atuando na modalidade de microcrédito em que investidores disponibilizam valores (mínimo de US\$ 25) para projetos que serão desenvolvidos em populações carentes. Nesse caso, não se trata de uma doação, pois o capital aportado é devolvido, contudo, sem o acréscimo de juros.

No Brasil, a primeira plataforma de *crowdfunding* foi a Vakinha online em 2009 cujo objetivo era propiciar a organização online das contribuições de diversas pessoas para um projeto. Atualmente, as principais plataformas de *crowdfunding* no Brasil são as listadas abaixo:

**Quadro 1: Principais sites de crowdfunding no Brasil**

Site	Tipos de projetos	Ano de fundação	Modalidade de <i>crowdfunding</i>
Kickante	Causas sociais, culturais e empreendedorismo	2009	Doação e recompensas
Vakinha online	Projetos sociais e culturais, tratamentos médicos, estudos.	2009	Doação
Catarse	Causas sociais, culturais, empreendedorismo, ativismo, ciência	2011	Doação e recompensas
Benfeitoria	Projetos culturais, sociais, econômicos e ambientais	2011	Doação e recompensas
StartmeUp	Empresas startups	2014	Investimento
Kria	Empresas startups	2013	Investimento
Biva	Empresas	2015	Empréstimo

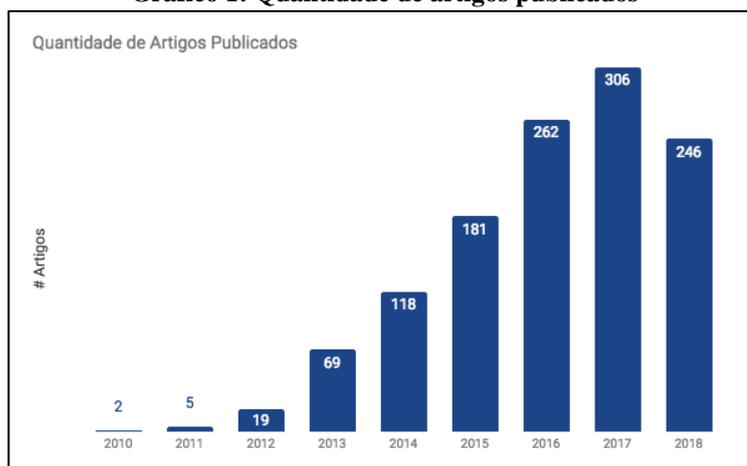
Fonte: Elaborada pela autora (2019) com base nas informações extraídas dos sites das empresas em questão.

O conceito de *crowdfunding*, por sua vez, deriva do conceito de *crowdsourcing* que, em 2006, foi apresentado por Jeff Howe em artigo publicado na revista *Wired*. Neste artigo, o autor descreve como o engajamento e a cooperação entre as pessoas poderiam criar negócios, sobretudo, com o advento e utilização da internet, pois as barreiras geográficas seriam eliminadas. O autor cita exemplos de mercados que se beneficiariam desse conceito, como as enciclopédias, o desenvolvimento de softwares, entretenimento e pesquisa e desenvolvimento nas empresas. Já Arolas (2012) explica que o *crowdsourcing* é uma atividade online na qual organizações solicitam a cooperação das pessoas através da internet para a resolução de algum problema ou desenvolvimento de alguma ferramenta. Essas organizações podem ser empresas, organizações sem fins lucrativos ou mesmo pessoas físicas e essa solicitação de cooperação ocorre através de um *open call* (chamado público). Para Belleflame *et al.* (2014), o *crowdsourcing* é a utilização das ideias, feedbacks e soluções propostas por várias pessoas. As pessoas que contribuem podem ser remuneradas ou não e o *crowdfunding* é um tipo de *crowdsourcing* em que a cooperação acontece com a disponibilização de capital para o desenvolvimento dos projetos. Exemplos de *crowdsourcing*, além das plataformas de *crowdfunding*, são a Wikipédia e o Linux.

As campanhas de *crowdfunding* podem ser de dois tipos: flexíveis ou tudo ou nada:

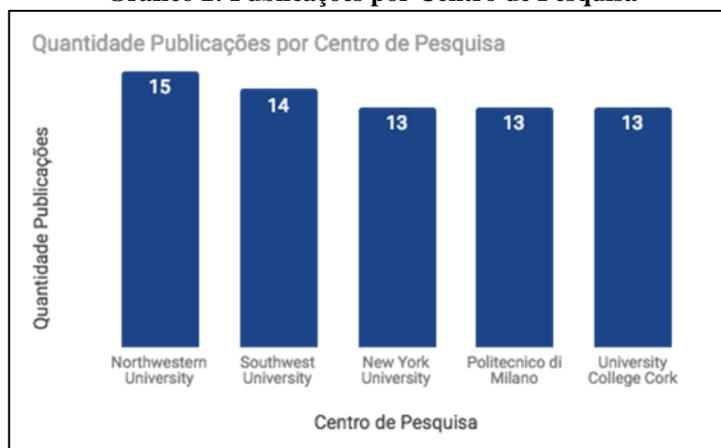
Nos projetos flexíveis, o projeto recebe os fundos que forem alocados ao projeto durante o tempo determinado, independente do atingimento ou não de um objetivo pré-definido. Já nos projetos do tipo tudo ou nada, o projeto recebe os fundos somente se o objetivo de arrecadação mínimo definido previamente é atingido dentro do prazo estipulado para a arrecadação. Nessa modalidade, caso o objetivo não seja atingido, as contribuições são devolvidas para os apoiadores. (RIFFEL, 2016, p. 32)

Indicadores de produção científica sobre o tema *crowdfunding* apresentados no Seminário Informação, Inovação e Sociedade (SIIS) a partir de dados coletados da base de dados Scopus pela sua representatividade de artigos, segundo os dados disponíveis no site da CAPES, revelam que até agosto de 2018 foram publicados 246 artigos sobre a temática. Comparando os anos de 2016 e 2017, houve aumento de 17% na quantidade de publicações e os dados parciais até agosto de 2018 demonstraram crescimento de 80% em relação a 2017 (HASSEM; FERRARO; SALMÁZIO, 2018).

**Gráfico 1: Quantidade de artigos publicados**

Fonte: Hassem; Salmazio; Ferrari (2018).

Os países com maior quantidade de publicações são Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha e China. O Brasil ocupa a 22ª posição nesse ranking com 11 publicações. Os três centros de pesquisa com maior quantidade de publicações no período são: *Northwestern University* (com 15 publicações), *Southwest University* (com 14 publicações) e *New York University* (com 13 publicações), conforme demonstrado no gráfico 2.

**Gráfico 2: Publicações por Centro de Pesquisa**

Fonte: Hassem; Salmazio; Ferrari (2018).

As publicações feitas no período de 2010 a 2018 (1.208 artigos) foram escritas por 156 autores diferentes, sendo que, deste total, 20 autores publicaram 189 artigos – o que representa 15,65% – e 6 autores publicaram 75 artigos – representando 6,21%.

**Tabela 1: Publicações por Centro de Pesquisa**

Autor	Quantidade de Publicações	Centro de Pesquisa	País
Gerber E.	14	<i>Northwestern University</i>	Estados Unidos
Schwiebacher, A.	14	<i>University Cote D Azur</i>	França
Zheng, H.	13	<i>Southwestern Univ. China</i>	China
Burtch, G.	12	<i>University of Minnesota</i>	Estados Unidos
Gleasure, R.	12	<i>University of College Cork</i>	Irlanda
Vismara, S.	10	<i>University of Bergamo</i>	Itália

Fonte: Hassem; Salmazio; Ferrari (2018)

### 2.1.1 *Crowdfunding* como fonte de financiamento para empresas

A relevância de estudos sobre o tema *crowdfunding* é reflexo da importância que essa inovação financeira vem trazendo para o mercado. Ao analisar o crescimento da literatura acerca do tema nos últimos anos, é possível observar que ele é considerado uma alternativa financeira para a viabilização de novos projetos e financiamento de empresas. Os dados apresentados pelo site da plataforma Kickante apontam que o volume total de recursos financeiros captados via *crowdfunding* no mundo foram US\$ 6 bilhões em 2013, US\$ 16,2 bilhões em 2014 e US\$ 34,4 bilhões em 2017.

As *startups* são empresas que têm maior dificuldade na obtenção de crédito em decorrência de risco mais elevado e pela falta de garantias reais a serem ofertadas em contrapartida aos empréstimos, conforme exigido pelas instituições financeiras. De acordo com os dados apresentados por Almeida *et al.* (p. 20), a falta de crédito é uma das razões pela alta mortalidade das empresas brasileiras nos estágios iniciais – cerca de 31% nos três primeiros anos de atividade.

Considerando as dificuldades de se conseguir capital com os números do *crowdfunding*, nota-se uma nova configuração do mercado para suprir a demanda por crédito das empresas em estágios iniciais, conforme Lessa (2018, p. 12):

O *crowdfunding* está configurado para ser um fator de mudança, porque descentraliza o modelo de financiamento comum e fornece empoderamento para empreendedores e apoiadores estreitarem relações e propiciar que novas soluções sejam geradas por financiamento colaborativos.

Atualmente, o *crowdfunding* é classificado em quatro diferentes modalidades, de acordo com o retorno oferecido ao investidor ou doador do recurso financeiro, dentre as quais: doação, recompensas, empréstimo ou investimento e dois tipos de campanhas – flexíveis ou

tudo ou nada. Na modalidade de doação, não há expectativa de retorno, pois se tratam de campanhas de caráter filantrópico que podem ter objetivos sociais, ambientais ou culturais, por exemplo: na modalidade de recompensas ou pré-ordem, o apoiador compra o produto antecipadamente, ou seja através dos recursos arrecadados é que o produto será desenvolvido ou recebe alguma recompensa em troca da contribuição; nas duas próximas modalidades, há uma aproximação de características de investimento: no *crowdfunding* de empréstimo, o investidor recebe o capital investido acrescido de juros e no *crowdfunding* de investimento, a empresa oferta títulos mobiliários como retorno ao investimento recebido. Marçal (2018) esclarece que esses valores mobiliários podem ser instrumentos de capital, de dívida ou híbridos. No caso de instrumentos de capital, os investidores recebem títulos patrimoniais e tornam-se acionistas da empresa, no instrumento de dívida, sendo que os investidores recebem valores mobiliários representativos de dívida e, no caso dos híbridos, os títulos de dívidas podem ser convertidos em participação societária.

#### **2.1.1.1. Crowdfunding de doação**

No *crowdfunding* de doação, os colaboradores ao fornecerem os recursos financeiros têm como atrativo contribuir para o desenvolvimento e implementação da campanha ou projeto, e não há expectativa de retorno financeiro ou material (recompensas). Portanto, as motivações estão relacionadas ao desenvolvimento de uma cultura participativa, na qual a união de diversos colaboradores permite a implementação do projeto que fará diferença em termos sociais ou ambientais, por exemplo. Choy e Schlagwein (2016) apontaram que as pessoas contribuem em campanhas de *crowdfunding* de doação por sentimentos de empatia, simpatia ou nostalgia, prevalecendo o sentimento de conexão – fazer parte da comunidade –, sendo que a credibilidade do projeto e dos empreendedores são pontos considerados no processo de decisão de apoiar ou não uma campanha. Exemplos de campanhas desta modalidade são: projeto santuário animal realizado através da plataforma Kickante (2015) que solicitava recursos para a construção de um rancho (Rancho dos Gnomos) para acolher animais domésticos ou silvestres que foram resgatados de situações de maus tratos. A campanha arrecadou R\$ 1.006.990,95 de 15.366 pessoas e, de acordo com o valor doado, as pessoas contribuíam com parte do desenvolvimento deste projeto (por exemplo, com R\$ 10,00 de doação a pessoa estava contribuindo com 1m<sup>2</sup> do terreno; com R\$ 30,00 a contribuição era para 3m<sup>2</sup>). Outro exemplo de campanha bem-sucedida de *crowdfunding* na modalidade de doação foi feita no *site* da Catarse (2017) com o nome de Rede Contra Fogo –

Chapada dos Veadeiros. A arrecadação total foi de R\$ 470.338 de 5.386 pessoas, e o objetivo do projeto era “organizar, capacitar e equipar oito brigadas voluntárias regionais compostas por 12 pessoas cada, para a prevenção, manejo do fogo e combate aos incêndios na região do entorno do Parque Nacional e em toda a Chapada dos Veadeiros”<sup>1</sup>. Na descrição das recompensas, os criadores da campanha utilizaram informações como: com R\$ 20 de doação você ajuda a abafar uma chama do fogo; com R\$ 50,00 é possível capacitar um brigadista; e assim sucessivamente. Esta modalidade de *crowdfunding* também engloba as doações para campanhas eleitorais regulamentadas com a Reforma Eleitoral de 2017.

### 2.1.1.2. *Crowdfunding* de recompensas ou pré-ordem

A próxima modalidade de *crowdfunding* é a de recompensas ou pré-compra e o empreendedor ou idealizador do projeto oferece algum benefício como contrapartida ao capital disponibilizado pelo investidor que pode ser a compra antecipada do produto ou alguma outra recompensa como agradecimento especial no crédito de uma peça de teatro. O sistema de recompensas

[...] é formado por uma lista de recompensas a ser dado aos financiadores definidos pelo desenvolvedor, que vão da menção como colaborador no projeto até o acesso a versões exclusivas do produto desenvolvido. Para cada item oferecido no sistema de recompensas é atribuído um valor mínimo de contribuição, onde as principais recompensas requerem contribuições maiores. (CATECATI, 2006, p. 54)

Na pré-compra, a recompensa oferecida é o produto desenvolvido. Deste modo, os consumidores financiam o desenvolvimento do produto. Rodrigues (2015) concluiu, após pesquisa quantitativa feita com o objetivo de entender os fatores que influenciam a decisão do consumidor em financiar ou não um projeto nesta modalidade, que a principal motivação desses consumidores foi o desejo de receber o produto desenvolvido.

Toffler (1980) classifica a evolução da humanidade com a expressão “três ondas”: a primeira onda corresponde ao período agrícola; a segunda onda corresponde ao período industrial; e a terceira onda corresponde ao período que estamos vivendo agora (início próximo do final da Segunda Guerra Mundial). Para o autor, os consumidores da terceira onda se portariam de forma diferente das demais ondas, pois haveria uma aproximação entre

---

<sup>1</sup> (informação disponível no site da campanha em:

[https://www.catarse.me/redecontrafogoveadeiros?ref=ctrse\\_explore&project\\_id=65747](https://www.catarse.me/redecontrafogoveadeiros?ref=ctrse_explore&project_id=65747))

consumidor e produtor; diferentemente da primeira onda, onde os produtores e consumidores estavam muito mais próximos, e da segunda onda em que, de fato, houve uma separação entre eles com a Revolução Industrial e a massificação da produção. A aproximação entre consumidores e produtores da terceira onda significa que há o poder de decisão do consumidor em relação aos bens que serão produzidos e, nesse sentido, é possível relacionar o que previu Toffler com a dinâmica do que é o *crowdfunding*, especialmente na modalidade de recompensas ou pré-ordem, visto que, dentre todas as opções de produto, o poder de decidir sobre quais serão financiados e desenvolvidos está nas mãos dos consumidores. Ao optar por um pré-compra via *crowdfunding*, o consumidor está dizendo que quer consumir aquele produto e está financiando o seu desenvolvimento. Toffler (1990) denominou esses novos consumidores de “prosumidores”.

Além da possibilidade de obter recursos financeiros de fontes não tradicionais de crédito, o *crowdfunding* de recompensas ou pré-ordem é uma forma de mensurar a aceitação do produto pelo mercado, bem como auxiliar na redução do risco do negócio, pois a venda acontece antes da produção. No modelo tradicional, o empreendedor desenvolve e produz o bem para depois verificar a aceitação do mesmo pelo mercado consumidor. Neste caso, valores significativos de capital já foram gastos, tornando o risco do empreendimento elevado, mas no caso do *crowdfunding* de recompensas (pré-compra), a lógica é inversa, afinal, disponibilizar a campanha em uma plataforma online já é um pré-teste sobre a aceitação do produto, ou seja, produtos que conseguem bons resultados na campanha já foram aceitos pelo mercado consumidor. O *crowdfunding* de recompensas ou pré-compra permite que os empreendedores recebam, não apenas o capital solicitado, mas informações relevantes e importantes sobre o produto. Monteiro (2014) classifica e explica essas informações da seguinte forma:

- 1) **engajamento do público**: recompensas criativas incentivam a participação e envolvimento dos consumidores no desenvolvimento do projeto;
- 2) **potencialização da divulgação do projeto**: com as redes sociais os projetos podem ser mais facilmente divulgados e, mesmo que a campanha não seja bem-sucedida no processo de captação, ainda assim, o projeto se beneficia dessa ampla disseminação;
- 3) **teste para a ideia**: a produção começa após o final da campanha de *crowdfunding*, quando o empreendedor já possui informações se o produto ou ideia será bem aceito ou não pelo mercado consumidor. Deste modo,

campanhas que não são bem-sucedidas já demonstram que o mercado não aceitaria bem o produto desenvolvido, e como os custos da campanha de *crowdfunding* são baixos, os riscos envolvidos nesse processo são menores que em outras modalidades de acesso ao crédito como empréstimos bancários;

**4) pré-venda do produto ou serviço:** quando a recompensa oferecida é o próprio produto que será desenvolvido com os recursos da captação.

O desenvolvimento do jogo para computadores *Star Citizen* e do relógio Pebble são dois exemplos de campanhas de *crowdfunding* bem-sucedidas que alcançaram valores de captação muito superiores aos solicitados. O projeto *Star Citizen* tinha por meta de arrecadação US\$ 500 mil e conseguiu arrecadar US\$ 36 milhões. Já a meta de arrecadação do relógio Pebble era de US\$ 100 mil e atingiu US\$ 10 milhões.

Algumas análises do papel do *crowdfunding* mostram que ele é uma fonte de recursos financeiros complementares às demais, mas que também possibilita outros benefícios. Bellflame *et al.* (2014) esclarecem que os efeitos da campanha afetam tanto as decisões financeiras como operacionais da empresa, sendo que os efeitos financeiros se referem a análise de custo de capital desta opção comparada com outras fontes de capital disponíveis no mercado, e a parte operacional é em relação aos volumes de produção e de vendas. Os autores estudaram a decisão dos empreendedores em escolher entre campanhas de *crowdfunding* na modalidade de pré-ordem *versus* modalidade de investimento e encontraram como resultado que a pré ordem é preferível para volumes de captação menores, já que para grandes captações a discriminação de preços dos produtos praticados na campanha *versus* no mercado teriam que ser elevados para atrair mais investidores e dividir parte do lucro com esses investidores traria mais resultado financeiro que modificar o preço de venda. Roma *et al.* (2017) estudaram projetos de tecnologia que foram bem-sucedidos utilizando o *crowdfunding* de recompensas e apontaram uma relação positiva entre os projetos que receberam recursos e o posterior acesso aos investidores de capital de risco, sobretudo, em projetos com a presença de patentes e significativa rede de apoiadores.

#### **2.1.1.3. *Crowdfunding* de empréstimo e de investimento**

As duas próximas modalidades de *crowdfunding* são as que trazem características próprias do mercado financeiro. Nesses casos, o investidor pode, além de aportar recursos financeiros na empresa, ser consumidor ou não do produto desenvolvido e vendido por essa

corporação (BELLEFLAMME *et al.*, 2014). Essas operações financeiras apresentam risco de crédito para os investidores que significa “a possibilidade de perda decorrente da alteração dos fatores que determinam a qualidade do ativo carteira de crédito” (BELLEFLAMME *et al.*, 2014, p. 66). Em outras palavras, os investidores podem perder parte ou a totalidade do capital aportado, por isso a importância da regulamentação exigindo que as plataformas forneçam termos de ciência de risco, bem como a estipulação de valores máximos anuais de investimento atrelados a um percentual da renda ou patrimônio do investidor, impedindo, assim que ele assumira riscos muito elevados.

O advento e evolução da internet permitiram o desenvolvimento de novas modalidades de negócios como as *fintechs* que são empresas que atuam no mercado financeiro atendendo os clientes de forma inovadora, através de uso intensivo de tecnologia. O *crowdfunding* de empréstimo e de financiamento são formas de atuação dessas *fintechs* que atendem os clientes através das plataformas online. A regulamentação desses mercados é feita pelo Banco Central para o *crowdfunding* de empréstimo e pela Comissão de Valores Mobiliários para o *crowdfunding* de investimento.

O Banco Central é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia fundado em dezembro de 1964 pela Lei 4.595 e tem por atividades, dentre outras, garantir um sistema financeiro seguro e eficiente, ser o Banco dos bancos, monitorando as atividades dos bancos comerciais do país e regular e supervisionar a atuação das instituições financeiras.

Já a Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica própria e que objetiva fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de capitais brasileiro. A sua criação foi em dezembro de 1976 pela Lei n. 6.385.

#### **2.1.1.4. Crowdfunding de empréstimo**

O *crowdfunding* de empréstimo ou *peer to peer lending* é o empréstimo de dinheiro de uma pessoa para um terceiro (empresa ou pessoa física) com o intuito de ter ganho financeiro sobre a operação, ou seja, obter o capital aportado acrescido de juros em determinado prazo. Lilienthal (2016) esclarece que nesse modelo o risco de inadimplência da transação é do investidor (aquele que empresta), pertencendo à plataforma as tarefas de:

- Receber as informações das empresas;
- Calcular o *score* de crédito delas, através de consultas a Serasa e Bacen, por exemplo;
- Disponibilizar as informações nos sites; e

- Administrar os pagamentos da dívida, afinal o risco para o investidor é considerado alto com possibilidade de perda do capital investido.

A KIVA e a Zopa foram as primeiras plataformas de *crowdfunding* de empréstimos mundiais, ambas fundadas em 2005 com o objetivo de conectar credores e devedores. A KIVA tem por objetivo propiciar o financiamento de projetos de pessoas que vivem em países ou comunidades que não possuem fácil acesso ao crédito. O site da empresa esclarece que nesse modelo de *crowdfunding* há a interligação daqueles que disponibilizam o capital com aqueles que são menos favorecidos e excluídos do mercado de crédito, não tratando-se, portanto, de doação, pois o capital principal é devolvido, contudo, sem o acréscimo de juros. Exemplos de campanhas são alunos solicitando crédito para pagar seus estudos, e pessoas querendo iniciar um negócio ou mesmo projeto sociais e ambientais.

De acordo com os dados apresentados pela plataforma, a taxa histórica de adimplência dos empréstimos é de 97% com valores emprestados de US\$ 1.32 bilhões desde 2005 até agosto de 2019.

A Zopa, plataforma do Reino Unido, trabalha no modelo tradicional de *crowdfunding* de empréstimo, pois o capital emprestado é devolvido com o acréscimo de juros. Dados do site mostram que, do ano da fundação até 2019, mais de 4.5 bilhões de Euros foram emprestados.

No Brasil, a regulamentação do *crowdfunding* de empréstimo foi feita através da Resolução do Banco Central 4.656 de 26 de abril de 2018. A alteração da regulamentação ocorrida em 2018 possibilitou a operação de crédito sem a utilização da instituição financeira como intermediária. Como histórico, a Lei 4.595/64 no artigo 12º estipulava que:

O Banco Central da República do Brasil operará exclusivamente com instituições financeiras públicas ou privadas, vedadas operações bancárias de qualquer natureza com outras pessoas de direito público ou privado, salvo as expressamente autorizadas por lei (BRASIL, 1964).

A nova regulamentação, no Capítulo IV descreve o que são as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP) nos seguintes termos:

Art. 7º A SEP é instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.  
§ 1º Além de realizar as operações mencionadas no caput, a SEP pode prestar

apenas os seguintes serviços:

I - análise de crédito para clientes e terceiros;

II - cobrança de crédito de clientes e terceiros;

III - atuação como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado

com as operações mencionadas no caput, nos termos da regulamentação do CNSP; e

IV - emissão de moeda eletrônica, nos termos da regulamentação em vigor.

§ 2º Na denominação da instituição financeira a que se refere este artigo deve constar a expressão "Sociedade de Empréstimo entre Pessoas", sendo vedado o uso de

denominação ou nome fantasia que contenha termos característicos das demais instituições do

Sistema Financeiro Nacional ou de expressões similares em vernáculo ou em idioma estrangeiro (BRASIL, 2018)

A SEP não retém os riscos de crédito da operação, e não pode operar com recursos próprios ou oferecer garantias sobre as operações (artigo 10), tendo por obrigação divulgar informações como, por exemplo, inadimplência média da carteira sob sua gestão, classificação de risco do negócio, projeção de fluxo de caixa, taxa de juros, tributos, tarifas, seguros e outras despesas, além disso, deve possuir ferramentas para o cálculo de avaliação de risco dos negócios disponibilizados na plataforma.

Por se tratar de investimentos de riscos, a Resolução estipula que o valor máximo que um credor pode investir em um mesmo devedor e na mesma SEP é de R\$ 15.000 (quinze mil reais). Com relação às plataformas, estas devem ser sociedades anônimas, com, no mínimo, R\$ 1 milhão em relação ao capital social integralizado e ao patrimônio líquido. Além disso, elas devem ter prévia autorização do Banco Central para operar.

A regulamentação trouxe novas possibilidades para o desenvolvimento do mercado de empréstimos entre pessoas, porém, mesmo antes, algumas plataformas atuavam utilizando instituições financeiras como intermediárias na operação, como, por exemplo, as plataformas Nexoos e Biva que apresentavam números significativos de captação. Os dados divulgados nos sites dessas duas empresas mostram que, até o período de junho de 2019, o total de captação foi de R\$ 210 milhões (sendo R\$ 50 milhões através da BIVA e R\$ 160 milhões através da Nexoos).

Fonseca (2018) demonstrou em seu trabalho como era a atuação da plataforma Nexoos, descrevendo que o processo consistia na utilização de uma instituição financeira parceira que atuava tanto na emissão de uma Cédula de Crédito Bancário em nome do solicitante do crédito como na emissão de um Recibo de Depósito Bancário em nome da pessoa que aportou o capital na plataforma e através da Resolução do Banco Central do Brasil n. 2.921 de 17 de janeiro de 2002 vinculava as operações.

Não obstante estes entraves, algumas plataformas têm conseguido atuar nesta modalidade mediante o desenvolvimento de estruturas alternativas. É o caso da Nexoos, plataforma brasileira especializada neste tipo de *crowdfunding*. Embora ela por si só não seja uma instituição financeira, a sua atuação como intermediária dos empréstimos acaba sendo possível mediante parceria com bancos. Na prática, funciona da seguinte forma: a instituição financeira parceira emite uma Cédula de Crédito Bancário em favor da pessoa solicitante do empréstimo, observando a regulamentação em vigor a respeito deste produto. Em seguida, a mesma instituição financeira emite um Recibo de Depósito Bancário, um título privado representativo do depósito feito pela pessoa que aportou recursos na plataforma da Nexoos com o intuito de realizar o empréstimo para a empresa solicitante. Embora, por si só, este porte de recursos não tenha a natureza de mútuo, a operação se torna viável em razão de regulamentação que permite a vinculação de operações, nos termos da Resolução do Banco Central do Brasil n. 2.921, de 17 de janeiro de 2002. Isso faz com que valor o aportado pelo investidor esteja atrelado à Cédula de Crédito Bancário emitida pela instituição financeira em favor da mutuária, ou seja, qualquer pagamento feito no âmbito deste título deverá ser utilizado para quitar o principal (mais juros, se houver) desembolsado pelo investidor (FONSECA, 2018, p. 11)

Com a mudança na regulamentação, a expectativa é que haja aumento nas ofertas de crédito e maior dinamismo desse mercado. Contudo, para o presente trabalho, devido ao pouco tempo pós-regulamentação, os dados ainda não são considerados suficientes para compor uma análise de perfil das empresas que estão captando.

#### **2.1.1.5. Crowdfunding de investimento**

O *crowdfunding* de investimento ou *equity crowdfunding* é uma opção de investimento em *startups* em que o investidor adquire valores mobiliários em contrapartida ao capital aportado. Acontece de forma semelhante às ofertas de ações nas bolsas de valores: acionista, ao adquirir uma ação, tem direito a uma parte do capital da empresa, o que diferencia o *crowdfunding* de investimento das negociações em Bolsa de Valores. Além disso, para ser uma empresa de capital aberto, é necessário seguir alguns procedimentos, como, por exemplo, registro como empresa emissora de títulos mobiliários junto a CVM e a Bolsa de Valores. Segundo divulgações de relatórios financeiros para os investidores, todo esse processo é caro e demorado, o que inviabiliza a utilização desse mercado por *startups*.

A definição de valores mobiliários está presente na Lei das Sociedades Anônimas de 1976 que estabelece, no artigo 2º:

São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - As ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - Os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

- III - Os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - As cédulas de debêntures;
- V - As cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - As notas comerciais;
- VII - Os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários
- VIII - Outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - Quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (BRASIL, 2018)

Os valores mobiliários representam direito sobre uma parte do capital da empresa e a remuneração desses investidores depende do resultado auferido do negócio, onde não há garantia de pagamento de dividendos. Vieira (2017) explica que esses investimentos implicam em riscos, como o risco de negócio e de liquidez. Já Gitman (1997) postula que o risco é a possibilidade de perda ou prejuízo financeiro associado ao conceito de incertezas. O risco do negócio está relacionado à possibilidade do lucro esperado da empresa não se concretizar ou que ela não sobreviva, e o risco de liquidez é a dificuldade de vender aquele ativo por falta de comprador.

*Crowdfunding* de investimento é um método de financiamento por meio do qual um empreendedor vende uma quantidade específica de títulos semelhantes a ações ou obrigações de uma empresa para um grupo de investidores por meio de uma chamada aberta via plataformas de financiamento participativo. (AHLERS, *et al.*, 2015, p. 5)

Brealey *et al.* (2013) explicam que, para os acionistas, a remuneração sobre o capital investido pode ocorrer de duas formas: pelo ganho de capital, que é a diferença entre o preço de compra e o preço de venda das ações ou pelos dividendos que a empresa distribui. No caso de empresas de capital aberto, as negociações das ações são feitas em bolsa de valores, então o ganho de capital é a diferença entre o preço de venda e o preço de compra dessas ações. Para as empresas de capital fechado, o ganho de capital ocorre quando os proprietários da empresa vendem sua participação seja através do processo de abertura de capital, do inglês *Initial Public Offering* (IPO), seja pela venda da empresa para outra empresa (fusões ou aquisições) ou pela venda para terceiros.

Antes da regulamentação do *crowdfunding* de investimento, a possibilidade de investir em *startups* era restrita a poucos investidores (profissionais e qualificados) e é, justamente, na possibilidade de qualquer pessoa natural investir nesses negócios que está a grande inovação que o *crowdfunding* de investimento trouxe para o mercado.

Os investidores profissionais e os investidores qualificados possuem condições diferenciadas de atuação no mercado de capitais e a definição de quem são esses investidores está descrita na Instrução CVM Número 554 de 17 de dezembro de 2014 com alterações feitas através das Instruções CVM 564/15 e 566/2015.

São considerados investidores profissionais, por exemplo, as companhias de seguros, sociedades de capitalização, entidades de previdência complementar, as pessoas naturais com investimentos financeiros superiores a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) – desde que atestem, formalmente, serem investidores profissionais –, os fundos de investimento, os agentes autônomos de investimento. Além disso, são considerados investidores qualificados os investidores profissionais e as pessoas naturais ou jurídicas que tenham investimentos financeiros superiores a R\$ 1.0000,00 (um milhão de reais) – desde que, atestem, formalmente, serem investidores qualificados –, as pessoas naturais com certificação em exames de qualificação técnicas aprovadas pela CVM e os clubes de investimento que tenham em sua gestão investidores qualificados.

Pelo fato de o investimento apresentar risco elevado, o desenvolvimento de regulamentações se torna necessário. De acordo com Kshetri (2015), existe uma relação positiva entre o desenvolvimento da regulamentação do mercado de *crowdfunding* de investimento e o sucesso nas captações, permitindo, desta forma, que o modelo atue de forma cada vez melhor. Hornuf e Schwienbacher (2017) alertam que regulamentações muito rigorosas podem prejudicar pequenas empresas e o empreendedorismo no processo de captação de recursos financeiros, por outro lado, enfatizado por Silber (2010) mostra que as crises financeiras, muitas vezes, trazem como consequência, a ampliação das regulamentações.

Quando um fundo de capital de risco decide investir num empreendimento, os seus administradores realizam ações de diligências que consistem em procedimentos para a averiguação da empresa que receberá o aporte de capital. Exemplos de ações utilizadas nos processos de diligências são reuniões com os empreendedores, com análises detalhadas de contratos e de relatórios financeiros. Nas captações via *crowdfunding* de investimento, esse processo de diligência não acontece, e as empresas disponibilizam os relatórios financeiros, contratos e demais informações que acham relevantes para os investidores nas plataformas. O custo de um processo de diligência para cada investidor do *crowdfunding* seria inviável, sendo que as informações disponibilizadas na plataforma formam a base de análise que será utilizada pelo investidor para decidir investir ou não no negócio. Nesse sentido, quanto mais informações a empresa disponibilizar, mais chances ela terá de ser bem-sucedida no processo

de captação. Ahlers *et al.* (2015) afirmam que as informações detalhadas acerca dos riscos dos negócios influenciam positivamente o sucesso da captação, apontando que os investidores se sentem mais seguros quando a empresa divulga quais são os riscos identificados por ela.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – órgão responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro – publicou em julho de 2017 a Instrução CVM 588 regulamentando o *crowdfunding* de investimento. De acordo com a Instrução, as empresas de pequeno porte ficam dispensadas de registro como empresas emissoras de títulos e valores mobiliários junto a CVM em captações com oferta pública de distribuição de valores mobiliários, desde que essas captações sejam feitas através das plataformas de financiamento coletivo, previamente, autorizadas pela CVM.

As principais regras dispostas nesta Instrução são:

- As empresas beneficiadas devem apresentar receita bruta anual de até R\$ 10 milhões;
- A captação tem prazo máximo de 180 dias;
- O valor máximo de captação é de R\$ 5 milhões por ano e as empresas podem captar mais de uma vez utilizando o benefício desta Instrução (isenção do registro), desde que respeitado o valor máximo de captação permitido (R\$ 5 milhões por ano);
- O prazo entre as duas captações deve ser superior a 120 dias após o encerramento da captação finalizada com êxito;
- O limite máximo de investimento é de R\$ 10 mil por ano por investidor, sendo que a exceção são os investidores com renda bruta superior a R\$ 100 mil ou com aplicações financeiras superiores a R\$ 100 mil que podem investir até 10% do maior desses dois valores – essa regra não se aplica a investidor líder ou qualificados que atuam em conformidade com diretrizes específicas.

A instrução prevê a possibilidade da formação de sindicato de investidores, que são grupos de investidores que contam com a presença de um investidor líder, com comprovada experiência neste tipo de investimento, que não tenha participação no capital da empresa superior a 20% e que esteja investindo, no mínimo, 5% do alvo mínimo estipulado no processo de captação.

Nos Estados Unidos, em julho de 2012, o então Presidente Barack Obama assinou o *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS), como forma de regulamentar os princípios que permitem que empresas de pequeno porte comercializem parte do capital para muitos investidores através da internet. Em 2013, o Act Title II foi, efetivamente, implementado e possibilitou que investidores qualificados investissem em empresas através das plataformas de *equity crowdfunding* sendo que, apenas em 2016, essa possibilidade se estendeu para

investidores não qualificados através do Act Title III. De acordo com Mamovov e Malaga (2018), a demora na implementação do Title III ocorreu em decorrência da preocupação em garantir maior segurança para os investidores não qualificados.

Segundo Hornuf e Schwienbacher (2017), os empreendedores podem solicitar até US\$ 1.000.000 durante o período de 12 meses sem precisar de registro junto à *Securities Exchange Comissions* (SEC), sendo três as exigências do legislador: uso de plataformas de financiamento participativo, limitações dos valores oferecidos para investidores individuais, e a divulgação de informações pré-definidas (*disclosure*). Tuomi e Harrison (2017) explicam que o *Title III* permite que as pessoas com renda anual inferior a US\$ 100 mil invistam até 5% desse valor, e os indivíduos com renda superior invistam até 10% desse valor, contudo, o valor máximo de investimento para qualquer indivíduo não pode ser superior a US\$ 100 mil por ano.

Com relação às informações que as empresas devem divulgar, estas estão relacionadas ao montante que ela deseja solicitar. Assim, para valores iguais ou menores a US\$ 100 mil, a empresa deve disponibilizar a sua última declaração de Imposto de Renda e os relatórios financeiros mais recentes assinados pelo principal executivo da empresa, para solicitações superiores a US\$ 100 mil e menores que US\$ 500 mil, sendo que os demonstrativos financeiros devem ser feitos e atestados por uma empresa independente de contabilidade e, para solicitações superiores a US\$ 500 mil, os demonstrativos financeiros fornecidos devem ser auditados.

Na Europa, até o momento, seis países possuem legislações específicas para o *crowdfunding* de investimento. Ao descrever o processo de alteração na legislação dos países europeus, Hornuf e Schwienbacher (2017) apontam que a Itália foi o primeiro país a criar uma legislação específica com o Decreto Legge n. 33; 2015.

Na Alemanha, de acordo com o Hornuf e Schwienbacher (2018), a legislação vigente é um entrave para que as empresas ofereçam participação acionária aos investidores, devido ao alto custo de transferência dessas ações. A oferta de *profit participating loans* (dívidas que recebem, além do principal, uma parte da remuneração variável de acordo com os resultados da empresa) é uma das formas utilizadas por algumas plataformas de investimento participativo em substituição a oferta de títulos mobiliários.

Na Suíça, segundo Salomon (2015), não há legislação ou regulamentação para o *crowdfunding* de investimento. Ainda assim, existem cinco plataformas disponíveis no país, sendo duas delas de maior relevância (C-CROWD e Investiere).

A Áustria alterou a sua legislação sobre o assunto duas vezes – em 2013 e em 2015. Em 2013, ela permitia até 250 mil euros de captação no mercado sem a apresentação de prospectos e, em 2015, aumentou esse valor para 5.000.000 de euros, exigindo que as empresas apresentem uma versão simplificada do prospecto (Hornuf, Schwienbacher, 2017).

Na Malásia, o processo regulatório ocorreu em 2016 com a divulgação do *Guidelines on Recognized Markets* (GRM). Como premissa, o modelo utilizado nas campanhas é o *all or nothing* (AON) que tem como característica principal o fato da empresa que está no processo de captação só receber os recursos se a campanha atingir o valor estabelecido como meta. A *Malaysian Securities Commission* estabeleceu definições claras em relação ao papel da plataforma enquanto intermediária entre empresas e investidores. Dentre os pontos destacados está que é papel da plataforma conduzir diligências nas empresas (Abdullah e Oseni, 2017).

Na China – segundo país com valores mais expressivos de captação de recursos via *equity crowdfunding* – a legislação sofreu alteração em dezembro de 2014, e, em 2015, o país já apresentava 141 plataformas de *equity crowdfunding* (LI, 2016).

O *crowdfunding* poderia ser utilizado globalmente, ou seja, um investidor no Brasil poderia participar de uma campanha em uma plataforma chinesa, por exemplo, contudo, as legislações ainda não contemplam essa possibilidade, de modo que um dos itens checados pelas plataformas, tanto para as empresas como para os investidores, é a origem/nacionalidade. Possivelmente, um passo futuro é a criação de regras que atendam o mercado de forma global.

No Brasil, existem dezenove plataformas autorizadas pela CVM para operar no mercado brasileiro, sendo cinco para o financiamento de empresas. O quadro 2 apresenta a relação dessas plataformas, bem como a atuação, data de registro na CVM e se elas estão ou não captando. As informações contidas nas colunas atuação e captando foram classificadas pela autora de acordo com os dados disponíveis nos sites dessas empresas.

**Quadro 2: Plataformas de crowdfunding de investimento cadastradas na CVM**

Plataforma	CNPJ	Atuação	Data de registro na CVM	Captando
Urbe.me	21.013.359/0001-73	Investimento imobiliário	12/1/2018	Sim
Eqseed	21.839.542/0001-22	Investimento em startups	12/1/2018	Sim
My First IPO	14.166.791/0001-39	Investimento em startups	12/01/2018	Sim
Startmeup	17.605.805/0001-61	Investimento em startups	14/2/2018	Sim
Glebba	29.072.358/0001-01	Investimento imobiliário	6/3/2018	Sim
Plataforma	CNPJ	Atuação	Data de registro	Captando

			na CVM	
Kria	17.131.750/0001-03	Investimento em startups	20/3/2018	Sim
CAP Table	30.545.237/0001-19	Investimento em startups	18/6/2018	Sim
Bloxs	29.131.261/0001-22	Investimento imobiliário	19/7/2018	Sim
Finco Invest	29.605.498/0001-06	Investimento imobiliário	24/7/2018	Não
Inco Investimentos	30.031.833/0001-80	Investimento imobiliário	07/11/2018	Sim
Cluster 21	29.687.832/0001-00	Investimento em startups	08/11/2018	Sim
Hurst	23.768.978/0001-01	Investimento em ativos reais (bens ou direitos)	26/11/2018	Sim
We Build	21.650.000/0001-07	N/A	30/11/2018	Não
Profit Investing	28.706.485/0001-52	Investimento em startups	14/12/2018	Sim
YCAP	31.694.497/0001-19	Investimento em startups	29/01/2019	Não
Upangel	25.423.067/0001-60	Investimento em startups	26/02/2019	Sim
Platta	30.313.727/0001-90	Investimento em empresas, energia e imobiliário	26/03/2019	Sim
Organismo Equity Crowdfunding	31.957.961/0001-12	Investimento em startups	29/03/2019	Sim
THInvest	17.185.096/0001-02	Investimento imobiliário	22/04/2019	Sim
Nosso Investimento	31.784.651/0001-43	N/A	02/07/2019	Não
WIZTARTUP	32.243.085/0001-25	Investimento em startups	16/07/2019	Sim
LINKA INVEST	32.469.005/0001-54	Investimento em startups	18/07/2019	Sim
INVESTWEB	32.539.600/0001-19	Investimento imobiliário e projetos	30/07/2019	Sim
BEGIN	31.995.837/0001-41	N/A	08/08/2019	Não
RAISERFUND	33.304.366/0001-03	Investimento imobiliário	08/10/2019	Não
HOUSE2INVEST	32.774.769/0001-53	Investimento imobiliário	23/10/2019	Sim

**Fonte: Elaborado pela autora (2019).**

Com a preocupação de avaliar os riscos e buscar ações para mitiga-los, a *International Organization of Securities Comissions (IOSCO)*, – órgão internacional que conta com a participação de comissões de valores mobiliários de diversos países com o objetivo de criar normas internacionais padronizadas e proteger os investidores garantindo um mercado de capitais eficiente e transparente – publicou o relatório *‘An infant Industry Growing Fast’*. Os riscos apontados no relatório são:

- **Risco de inadimplência:** o relatório aponta que 50% dos investimentos feitos via *equity crowdfunding* se tornam inadimplentes, contudo, esse número pode não estar totalmente mensurado, por se tratar de uma modalidade nova de financiamento com pouco tempo de dados disponíveis;
- **Risco de a plataforma falir/fechar:** as informações sobre investimentos e investidor ficam disponíveis nas plataformas de investimento participativo, de modo que a solidez dessas plataformas é uma preocupação a ser considerada;
- **Risco de fraude:** a fraude pode ocorrer pela não existência do empreendimento, pela não utilização dos recursos financeiros da forma acordada ou pela não devolução do capital aos investidores;
- **Risco de não liquidez:** no *crowdfunding* de investimento ainda não existe mercado secundário para que os títulos possam ser negociados, o que torna o investimento sem liquidez, e esta informação deve ser demonstrada de forma clara para os investidores antes do aporte de recursos;
- **Risco de cyber attack:** por ser transações em ambiente virtual, a IOSCO aponta que essa ferramenta pode ser suscetível a ataques ou invasões no site;
- **Falta de transparência ou risco de não divulgação das informações:** antes que o investidor faça o cadastramento no site do *crowdfunding* de investimento, as informações podem não estar totalmente acessíveis– a instrução CVM 588/2017 reduziu a quantidade de informações obrigatórias que a empresa precisa divulgar para captações utilizando o *crowdfunding* de investimento.

## 2.2. A temática ‘*crowdfunding*’ na literatura

Os temas abordados foram divididos em categorias, sendo que a primeira delas foi chamada de *crowdfunding* e agrupou os estudos que analisaram as principais características do financiamento coletivo, como riscos para os investidores, fraude nas campanhas, assimetria de informações entre os empreendedores e os investidores, já que os primeiros possuem informações mais completas acerca da real situação do negócio, a regulamentação do mercado nos casos das modalidades de empréstimo e de investimento, a questão da cultura colaborativa para entender porque aqueles que doam ou emprestam dinheiro o fazem (qual a motivação deles), o consumo simbólico que o consumidor tem a partir do momento que opta por investir num produto pela internet e a cultura empreendedora sendo valorizada.

Considerando os principais assuntos tratados em cada trabalho, foram desenvolvidas categorias para as análises. A primeira categoria, apresentada na figura 3, apresenta os trabalhos com objetivos de avaliar e entender o fenômeno *crowdfunding*.

**Figura 3: Categoria dos estudos: Crowdfunding**

Riscos, fraude, assimetria de informações, regulamentação, cultura colaborativa, consumo simbólico.

**Fonte: Elaborada pela autora (2019).**

Dentro dessa categoria, Lessa (2018) analisou e descreveu o modelo sob o ponto de vista de sua função mercadológica, demonstrando que de um lado estão os criadores dos projetos que divulgam suas ideias e de outro os apoiadores que são os consumidores dessas ideias; Batista (2016) também defendeu a questão do papel tanto de empreendedores como de apoiadores dos projetos, cujo trabalho utiliza a análise discursiva e atesta que o financiamento participativo atua no conceito de cultura empreendedora e colaborativa, sendo considerado papel dos empreendedores o desenvolvimento do projeto e dos apoiadores disponibilizarem o capital necessário – neste caso, o foco do estudo foram as campanhas de pré-compra ou recompensas, por isso o consumo é considerado simbólico no presente, já que, justamente, através da campanha de *crowdfunding* será possível o desenvolvimento do produto; e Chiesa (2017) estudou o financiamento coletivo sob duas perspectivas: acadêmica e não acadêmica (participando de cursos e oficinas para os idealizadores de projetos) cujo trabalho aproxima o conceito de *crowdfunding* ao de economia criativa.

A segunda categoria de trabalhos, demonstrada pela figura 4, versa sobre as campanhas e os objetivos de analisar o *crowdfunding* como uma opção de testar o produto antes dele ser produzido e, deste modo, verificar a sua aceitação pelo mercado potencial consumidor, tendo como benefício também quantificar a demanda. Outros estudos abordaram a questão da qualidade das campanhas e o que diferenciava uma campanha bem sucedida de outra que não atingiu o alvo de captação, sendo que a importância das redes sociais dos empreendedores e das comunidades foi outro ponto de destaque para os estudos dessa categoria.

**Figura 4: Categoria dos estudos: Campanhas**

Testar produtos, mensurar a demanda, qualidade dos produtos e projetos, redes sociais dos empreendedores, comunidades.

**Fonte: Elaborada pela autora (2019).**

Barros (2017) analisou os aportes em modalidades de *crowdfunding* não financeiras (doação e recompensas) e na versão tudo ou nada, e expôs que os fatores tempo e valor arrecadado influenciam o resultado da captação. Os resultados do trabalho apontam que os volumes arrecadados apresentam uma curva U com valores maiores no começo da campanha e no final, neste último caso, apenas se faltar pouco para que a meta estipulada seja atingida, pois importa para as pessoas que colaboram terem ciência de que suas contribuições farão diferença no sucesso da campanha. Adicionalmente a isso, o autor também afirma que as pessoas preferem escolher projetos que já receberam bastante contribuição.

Encontramos evidências de qualidade percebida de forma que, durante todo o período, as pessoas preferem financiar projetos que receberam muitos recursos. No entanto, uma vez que depois de atingir a meta, a taxa de financiamento diminui, encontramos evidências mais fortes de percepção da criticalidade. Também encontramos evidências de oportunidades percebidas, já que controlando fundos anteriores, as pessoas preferem financiar um projeto no final do que no começo. No entanto, existe uma condição de limite: as pessoas são mais propensas a fazê-lo somente se houver uma chance mínima de o projeto atingir sua meta. Curiosamente, depois de atingir o alvo, a oportunidade percebida. (BARROS, 2017, p. 37)

O objetivo do trabalho de Zuquette (2015) foi avaliar o papel das redes sociais dos empreendedores no sucesso de captação das campanhas. Para isso, o autor analisou os construtos: suporte (número de projetos apoiados pelo empreendedor na plataforma e quantidade de amigos no Facebook), coesão (relacionamento das pessoas de uma rede com outras redes), polarização (subgrupos da rede social do empreendedor) e influência (atores com forte influência no grupo). Como conclusão, o estudo apontou que a formação de rede de apoio ao empreendedor (comunidades) é importante para o sucesso no processo de captação. Os dados também demonstraram que o empreendedor deve participar de diversos subgrupos e deve tentar conectar esses subgrupos. Por fim, a parte de pessoas influentes não demonstrou melhorar os resultados nas campanhas, pois em decorrência dos algoritmos utilizados nas redes sociais, não é possível mensurar que as pessoas visualizaram o *post*.

De acordo com Justo (2014), os projetos que fornecem mais informações, inclusive dados referentes ao orçamento, bem como atualizações constantes para a comunidade são os que alcançam melhores resultados. Os fatores descritos por Catecati (2016) são: foco no usuário, atratividade do mercado, qualidade percebida do produto ou serviço oferecido, sistema de recompensas, divulgação da campanha nas redes sociais, e a comunicação – incluindo a atualização das informações, que foram fatores identificados como importantes para o sucesso de uma campanha de captação via *crowdfunding*.

A terceira categoria é a análise de consumidores e investidores, e nela estão os trabalhos que analisaram a motivação do modelo colaborativo do *crowdfunding* para as campanhas feitas de doação e recompensas e os retornos sobre o investimento para as campanhas de *crowdinvesting* – que são *crowdfunding* de investimento e financiamento. Os principais tópicos tratados nesses trabalhos foram: motivação das pessoas que contribuem com o financiamento coletivo, sensação de pertencimento a um grupo, desenvolvimento e participação em processos de modelos colaborativos e análise dos retornos oferecidos aos investidores, conforme demonstrado na figura 5.

**Figura 5: Categoria dos estudos: Consumidores/Investidores**

Motivação, pertencimento, engajamento, modelo colaborativo, retornos sobre o investimento, processo colaborativo.

**Fonte: Elaborada pela autora (2019).**

Dentro do terceiro item apontado no quadro – a análise dos consumidores/investidores – Monteiro (2014) explica que o processo de participação e arrecadação de fundos é voluntário, sendo que parte da produção acadêmica buscou entendimento sobre o papel e as motivações dos apoiadores (Monteiro (2014), Spacini (2016), Viera (2017), Barros (2016), Rodrigues(2015)) e, neste contexto, as motivações apresentam-se com características diferentes dependendo da modalidade de *crowdfunding*. Spacini (2016, p. 23) pondera que, em algumas situações, as campanhas de *crowdfunding* “incorporam de forma explícita seu caráter comercial e, por vezes, negam esse caráter”. A conclusão do trabalho é que, em certas campanhas, o *crowdfunding* vai além de uma relação simples de consumo, visto existir, de fato, um processo colaborativo entre os que propõem o projeto e os que colaboram. Para Viera (2017), o *equity crowdfunding* trata de uma alternativa para a diversificação dos investimentos, possibilitando maiores retornos sobre o capital investido. Já Rodrigues (2015) postula que a motivação para a cooperação nas campanhas estudadas era o desenvolvimento e compra do produto.

O quarto item trata da alternativa de financiamento que o *crowdfunding* representa, sendo que a obtenção de capital por fontes tradicionais como instituições financeiras exige do empreendedor garantias reais atreladas ao negócio (ativos, por exemplo), bem como informações financeiras completas e auditadas (FELIPE, 2017).

**Figura 6: Categoria dos estudos: Fontes de financiamento**

Retorno financeiro sobre o investimento, startups de base tecnológicas. Inovação, fontes tradicionais de financiamento, *venture capital*, *private equity*, incentivos governamentais.

**Fonte: Elaborada pela autora (2019)**

Massoni (2016) apresentou um estudo com empresas de base tecnológicas do Estado do Sergipe e averiguou que essas empresas fizeram pouca utilização das fontes tradicionais. Contudo, pelo tipo de empresa (base tecnológica), elas contam com incentivos governamentais como a subvenção econômica, que foi, justamente a modalidade mais utilizada. Conforme o autor, “esta modalidade de apoio financeiro permite a aplicação de recursos públicos não reembolsáveis diretamente em empresas, para compartilhar com elas os custos e riscos inerentes às atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação” (MASSONI, 2016, p. 42). O estudo também apontou que as empresas estudadas não utilizaram capital de risco ou *crowdfunding*, seja por não conhecerem ou por terem interesse nesse tipo de financiamento.

Amedomar (2015) também estudou empresas de base tecnológicas, buscando analisar se o *crowdfunding* de recompensas pode ser considerado uma fonte de financiamento viável para o desenvolvimento dessas empresas. Para isso, ele entrevistou empreendedores de quatro empresas selecionadas e trouxe a perspectiva de que o *crowdfunding* é uma ferramenta para financiar projetos específicos e não a operação da empresa. Adicionalmente, a ferramenta possui outras funções como, por exemplo, avaliar a aceitação e demanda do produto e criar uma comunidade. De forma similar, Cardoso (2018) pesquisou se o *crowdfunding* pode ser considerado uma ferramenta que oferece recursos financeiros capazes de contribuir para o desenvolvimento de novos produtos e serviços para as empresas de base tecnológicas. Neste caso, as empresas estudadas afirmaram ter utilizado a ferramenta porque tiveram dificuldades de captações em outras instituições financeiras.

Nesse sentido, é possível refletir sobre o questionamento feito por Fonseca (2018) se as empresas que buscam esse tipo de captação são as que não possuem “crédito” aprovado em outras fontes de financiamento e, portanto, não seriam empresas com boas possibilidades de retorno financeiro e sucesso no empreendimento. Entretanto, o *crowdfunding* se apresenta como uma ferramenta muito mais ampla do que apenas fonte de financiamento, pois

possibilita que as empresas testem suas ideias, ajudam na divulgação do produto (Monteiro, 2014) e mensurem a demanda potencial do produto.

A quinta categoria é referente ao papel das plataformas e a verificação do limite legal de suas responsabilidades.

**Figura 7: Categoria dos estudos: Plataformas**

Conexão entre empreendedores e investidores, avanços tecnológicos, governança corporativa, enquadramento jurídico das plataformas.

**Fonte: Elaborada pela autora (2019)**

No grupo de plataformas, Fonseca (2018) discutiu o papel das plataformas e suas responsabilidades, avaliando a questão da assimetria de informações, utilizando como referencial teórico as perguntas apresentadas por Dariam M. Ibrahim (FONSECA, 2018. p. 46) sobre 1) que tipo de empresa o *crowdfunding* está atraindo? Empresas sem crédito no mercado? 2) a assimetria de informações poderia “atrair investidores sem qualidade e, conseqüentemente, atrapalhar a avaliação da empresa que está recebendo investimento?”. A conclusão do trabalho aponta que, para o mercado brasileiro, as plataformas teriam o papel de garantir que todas as informações exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários estejam disponíveis para os investidores, mas não de analisar os negócios para verificar viabilidade e chances de sucesso – esse papel poderia ser melhor trabalhado por investidores qualificados através dos sindicatos de investimento participativo (previsto na Instrução CVM 588/2017). Mendes (2016) buscou qualificar, juridicamente, as plataformas de *crowdfunding* de investimento, cujo trabalho anterior a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, analisou a regulamentação que descreve como mercado balcão organizado e o mercado balcão não organizado. Como conclusão, denota que as transações que ocorrem via plataformas de investimento não podem ser enquadradas em nenhuma das duas modalidades.

A sexta categoria postula o estudo sobre tributos e apresenta o trabalho de Marçal (2018) avaliando se o modelo de tributação oferecido para os investidores seria ou não atrativo para esse tipo de investimento, concluindo que esse modelo é pouco atrativo para investidores e não incentiva o desenvolvimento do modelo de financiamento.

**Figura 8: Categoria dos estudos: Tributos**

Tributação, instrução CVM 588, papel das plataformas.

**Fonte: Elaborada pela autora (2019)**

### 2.3. Fontes tradicionais de financiamento para empresas

Conseguir dinheiro para começar um novo projeto ou uma empresa não é tarefa fácil, e normalmente, apenas a utilização de capital próprio não é suficiente. Às vezes, com esses recursos, o empreendedor consegue dar os primeiros passos, mas logo precisará de volumes maiores de captação, inclusive para a expansão do negócio. No quadro 2, são apresentadas as fontes de financiamento, normalmente disponíveis para as empresas de acordo com o estágio de maturidade delas. Nos próximos capítulos, essas fontes de financiamento serão detalhadas para contextualizar a atuação do *crowdfunding* de investimento.

#### 2.3.1 Capital próprio e de familiares e amigos

Na fase inicial de um novo negócio, os investimentos feitos pelos empreendedores estão associados, sobretudo, a estudos e pesquisas, e os aportes de capital são providos pelo próprio empreendedor ou por familiares e amigos próximos. Quando ainda não há vendas, os riscos associados ao negócio são elevados – tanto o risco no desenvolvimento do produto como na aceitação do produto pelo mercado – e os empreendedores podem não conseguir honrar os empréstimos contraídos. Almeida *et al.* (2013) explicam que, em inglês, o termo que define o tipo de capital utilizado no início de um negócio com pouca ou nenhuma ajuda externa é *bootstrapping*. Outro termo em inglês comumente utilizado para descrever os recursos conseguidos nessa fase é *Love Money*, por assimilar a ideia de que são pessoas muito próximas do empreendedor que assumirão um risco tão elevado para financiar um novo negócio.

*Bootstrapping* é um conceito mais amplo que captação direta de recursos financeiros, pois, conforme Winborg e Landström (2001), os principais métodos utilizados por empreendedores para a redução do capital necessário para o desenvolvimento da empresa nessa fase são: 1) comprar equipamentos usados ao invés de novos; 2) negociar melhores condições de preço e pagamento com os fornecedores; 3) o empreendedor ou familiares trabalharem sem o recebimento de salários; 4) postergar o pagamento de fornecedores; 5) antecipar os recebimentos; e 6) utilizar equipamentos emprestados de outros negócios. Os autores analisaram empresas na Suécia e classificaram o *bootstrapping* em seis *clusters*, dependendo do método e do segmento de negócio:

**Quadro 3: Tipos de bootstrapping**

<b>Tipo de bootstrapping</b>	<b>Principais características</b>
<i>Delaying bootstrappers</i>	Os pagamentos de fornecedores são postergados
<i>Relationship oriented bootstrappers</i>	Os equipamentos que a empresa necessita são emprestados ou compartilhados
<i>Subsidy-Oriented Bootstrappers</i>	Utilização de subsídios, principalmente governamentais
<i>Minimizing Bootstrappers</i>	As empresas minimizam as contas a receber e estoques, diminuindo a necessidade de capital dos empreendedores
<i>Non Bootstrappers</i>	A empresa tem lucro e possibilita que o financiamento seja feito com os próprios recursos gerados por ela
Private owner financed bootstrappers	Os empreendedores utilizam recursos próprios ou de familiares e amigos

**Fonte:** Elaborada pela autora (2019) com base no artigo apresentado por Winborg e Landström (2001).

Conseguir empréstimos bancários ou subsídios do governo nessa fase é muito mais difícil, porque a empresa ainda não tem meios de oferecer garantias, por exemplo, ativos imobilizados como terrenos, ou mesmo recebíveis que poderiam ser antecipados. Em algumas situações, os empréstimos bancários são feitos para o empreendedor (pessoa física) e não para a empresa, justamente como aponta Dornelas (2007), que apresentou como resultado de estudo com empreendedores que 59% dos empreendimentos analisados utilizaram apenas capital próprio para a implantação do negócio. Para o autor, é comum que os empreendedores optem por vender bens nesse processo de capitalização, sendo que outras formas de obter capital é hipotecar algum imóvel ou solicitar empréstimos como a pessoa física do empreendedor e não, ainda, a pessoa jurídica.

### **2.3.2 Bancos e instituições de fomento a capitalização de negócios**

O financiamento bancário pode ser uma opção em todos os estágios de maturidade de uma empresa, mesmo empresas de capital aberto, bem estabelecidas, podem, por vezes, optar por esse financiamento por uma questão de custo de capital. No entanto, apesar de ser uma opção de financiamento para todas as fases, ela não está disponível para todas as empresas, já que dependem da análise de crédito das instituições financeiras.

As linhas de financiamentos são para o capital de giro ou para investimentos. Os empréstimos para o financiamento do capital de giro são de curto prazo e auxiliam as empresas na organização do fluxo de caixa, cujos exemplos desta modalidade são a antecipação de recebíveis e o desconto de títulos – as empresas utilizam esse crédito para pagamento de despesas de curto prazo, como o pagamento de fornecedores ou de décimo terceiro. Os investimentos são feitos com empréstimos de longo prazo desse capital como a

ampliação da estrutura da empresa com a aquisição de máquinas, equipamentos de informática, reforma e ampliação de instalações, entre outros.

Os bancos para financiamentos são privados ou públicos, e os dois tipos de bancos oferecem linhas de crédito para empresas. A diferença é que os bancos públicos, assim como as instituições de fomento, atuam como instrumento político para o desenvolvimento de regiões ou setores da economia não contemplados pelo financiamento de bancos privados.

Assim sendo, para a realização dos projetos de PD&I, em todas as economias, mesmo nas mais liberais (nas quais prevalece a ideia do Estado mínimo), as ações dos governos são pautadas por políticas públicas com vistas à consecução de determinados objetivos, para se atingir metas. De modo geral, os governos concretizam suas políticas industriais em políticas tecnológicas, que buscam, principalmente, induzir as empresas a seguirem um curso de ação na direção desejada. Essa indução pode ser obtida por meio de mecanismos de fomento que as estimulam a cumprir um papel atribuído em políticas públicas ou programas governamentais. (BUENO, 2011, p. 21)

Os autores Além e Madeira (2015) explicam que as instituições financeiras públicas de desenvolvimento, como é o caso do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do Banco do Nordeste do Brasil, atuam no fornecimento de capital para setores ou projetos que

[...] inspiram alta incerteza quanto ao seu sucesso futuro e, por isso, são preteridos pelo sistema financeiro privado em detrimento de setores e projetos de investimentos cujos resultados esperados sejam menos incertos (ALÉM; MADEIRA, 2015, p. 11).

Jayme e Crocco (2010) apontam a importância dos bancos públicos, como o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), o Banco da Amazônia S.A. (BASA), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF) no fornecimento de crédito para empresas de pequeno porte e, também, para projetos de infraestrutura regionais. A Caixa Econômica Federal, por exemplo, tem como atuação principal o financiamento habitacional, assim como o Banco do Nordeste do Brasil atua no desenvolvimento sustentável do Nordeste. Segundo Carvalho e Tepassê (2015), o Banco da Amazônia (BASA) teve sua origem ligada ao financiamento e comercialização da borracha no início do século XX, e atualmente 96,7% das ações são da União. Assim, apesar de ser um banco federal, ele possui atuação regional de modo semelhante ao Banco do Nordeste.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi fundado em 1952 com o objetivo de financiar investimentos de longo prazo no país. De acordo com o

artigo 23 da Lei no 4.595 de 31 de dezembro de 1964, o BNDES é “o principal instrumento de execução de política de investimento do Governo Federal”

No artigo *Financing Innovation in Brazil: the role of the Brazilian Development Bank*, Zucoloto *et al.* (2018) destacaram que o tema inovação passou a fazer parte da agenda do BNDES a partir de 2005, afirmando que as ações sobre o assunto podem ser divididas em três fases:

**1ª Fase: 2005 – 2007:** incorporação do tema inovação na agenda do BNDES;

**2ª Fase: 2008 – 2011:** consolidação da inovação como tema prioritário na agenda das políticas da instituição;

**3ª Fase: 2012 em diante:** as políticas de incentivo à inovação do BNDES passaram a incorporar ações mais diretas (postura mais ativa).

Os programas de financiamento do BNDES são oferecidos com finalidades específicas considerando o porte da empresa e as diretrizes governamentais. No caso do porte das empresas, a classificação é feita de acordo com o seu faturamento bruto anual, conforme dados da quadro 4 disponíveis no site do BNDES:

**Quadro 4: Classificação do porte das empresas**

Porte	Faturamento bruto anual
Microempresa	Menor ou igual a R\$ 360 mil
Pequena empresa	Entre R\$ 360 mil e R\$ 4.8 milhões
Média empresa	Entre R\$ 4.8 milhões e R\$ 300 milhões
Grande empresa	Maior que R\$ 300 milhões

**Fonte: Elaborada pela autora (2019) , baseada em BNDES (2019).**

As principais finalidades de projetos que podem acessar financiamentos do BNDES são: implantação, expansão, modernização e/ou recuperação de empreendimentos, produção ou aquisição de máquinas e equipamentos novos fabricados no Brasil, exportação de produtos ou serviços nacionais e importação de produtos, desde que comprovado não haver similar produzido no país. O processo de solicitação e disponibilização de recursos pode ocorrer de forma direta ou indireta (através de instituições financeiras) e, em ambos os casos, a empresa precisa oferecer garantias reais e/ou pessoais em contrapartida ao empréstimo como, por exemplo, hipotecas, penhor e aval. Para micro, pequenas e médias empresas e empreendedores individuais existe o BNDES FGI (Fundo Garantidor para Investimento) que auxilia no complemento de garantias para financiamentos feitos por operações indiretas, na oferta de melhores taxas e prazos mais longos.

As linhas de financiamento do BNDES são oferecidas considerando diretrizes de desenvolvimento do país, o presente trabalho buscou, resumidamente, apresentar alguns exemplos de fontes de financiamento oferecidos pelo BNDES, os dados estão apresentados no quadro 5.

**Quadro 5: Principais produtos oferecidos pelo BNDES para o desenvolvimento das empresas**

<b>Apoio</b>	<b>Valor</b>
BNDES automático – projetos de investimento	Até R\$ 150 milhões
BNDES Crédito Direto Médias Empresas	A partir de R\$ 10 milhões
BNDES Finem - Tecnologia da Informação	A partir de R\$ 10 milhões
BNDES Finem - Capacidade produtiva e outros investimentos	A partir de R\$ 10 milhões
Cartão BNDES	
BNDES Crédito Pequenas Empresas	R\$ 500 mil por ano
BNDES Finem – Inovação	A partir de R\$ 10 milhões

**Fonte: Elaborada pela autora (2019) , baseada em BNDES (2019).**

Apesar de ser uma fonte de recursos muito utilizada pelas empresas de pequeno e médio porte, na maioria das vezes, por falta de outras opções, os empréstimos bancários apresentam custo de capital elevado e esse é um dos fatores que dificulta a rentabilidade e a competitividade dessas empresas em comparação a empresas maiores já estabelecidas ou a empresas estrangeiras.

O Banco Central do Brasil divulgou um estudo sobre o comportamento e perfil das empresas que utilizam o sistema financeiro nacional (instituições financeiras como intermediárias) e o mercado de capitais (nacional e internacional). Na primeira tabela do estudo, é possível notar um aumento na dificuldade de obtenção de crédito no sistema financeiro nacional por parte das pequenas e médias empresas, pois ao longo dos anos – de 2013 a 2018 – houve uma variação negativa de 5,1% nos volumes de crédito para essas empresas.

**Tabela 2: Variação média anual do crédito ampliado por fonte – 2013 a 2018**

<b>Porte</b>	<b>SFN</b>	<b>Mercado de Capitais</b>	<b>Mercado Externo</b>	<b>Total (%)</b>
Grandes empresas	2,3	23,0	15,6	9,8
Micro, pequenas e médias empresas	-5,1	22,4	13,2	1,9
Total	-1,1	22,7	15,0	6,8

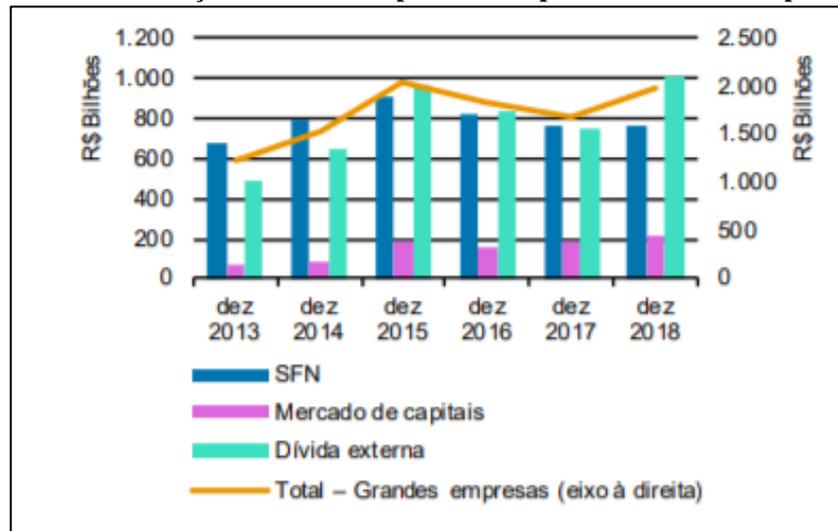
**Fonte: Elaborada pela autora baseada em Banco Central do Brasil (2019)**

Analisando a evolução do crédito para as empresas (Gráficos 2 e 3), percebe-se que para as empresas de pequeno e médio porte há uma redução na participação do Sistema

Financeiro Nacional na composição de crédito, já que, em períodos de recessão econômica, estas instituições buscam aportar recursos em negócios com menos risco.

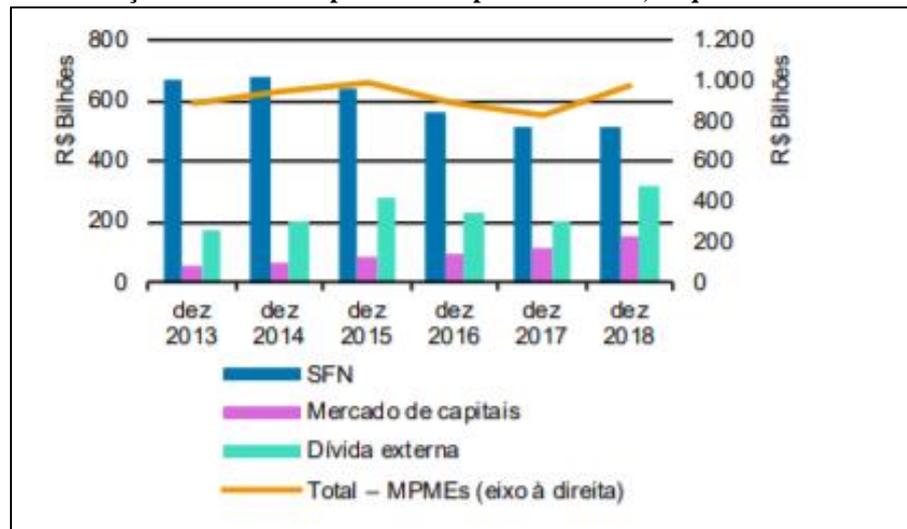
A análise desses gráficos possibilita entender a importância do desenvolvimento do mercado de capitais para empresas de pequeno e médio porte, abrindo novas possibilidades de acessar recursos em volumes maiores e com custos reduzidos frente ao Sistema Financeiro Nacional.

**Gráfico 3: Evolução do crédito ampliado às empresas – Grandes Empresas**



Fonte: Banco Central do Brasil (2019)

**Gráfico 4: Evolução do crédito ampliado às empresas – Micro, Pequenas e Médias Empresas**



Fonte: Banco Central do Brasil (2019)

A Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações (MCTIC) e oferece financiamentos reembolsáveis ou não, enfatizando, sobretudo, as empresas de base tecnológica, e abrangendo as seguintes etapas de desenvolvimento de uma empresa:

- Pesquisa básica,
- Pesquisa aplicada,
- Inovações e desenvolvimento de produtos, serviços ou processos.

Os financiamentos não reembolsáveis utilizam os recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento, Ciência e Tecnologia (FNDCT), constituídos por fundos setoriais de Ciência, Tecnologia e Inovação (CT&I) e são acessados através de chamadas públicas, tendo como objetivo fomentar projetos com foco em desenvolvimento científico e tecnológico, infraestrutura de pesquisa e capacitação de pessoas. Os financiamentos reembolsáveis consideram o grau de inovação e o fator econômico envolvido no desenvolvimento deste projeto para as empresas que oferecerem garantias como, por exemplo, fiança, seguro-garantia ou penhor, onde há redução na taxa de juros. Essa linha de crédito é oferecida para financiamentos de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) interno ou externo, aquisição de *software*, treinamento, introdução de inovações tecnológicas no mercado, aquisição de máquinas e equipamentos, dentre outros.

A obtenção desses recursos ocorre por meio de instituições financeiras credenciadas. Além disso, a FINEP tem por opção fazer investimentos de forma direta ou indireta em empresas que apresentam elevado grau de inovação em seus projetos. Isso ocorre, por exemplo, através do Fundo de Investimento em Participações (FIP) ou do Programa Finep Startup. Nesses casos, a FINEP adquire parte do capital social e disponibiliza a opção de compra de ações das empresas que deseja investir ou participa como investidora em fundos com gestão de terceiros.

### **2.3.3 Investidores-anjos**

Os investidores-anjos atuam de forma independente, investindo o seu próprio capital em novos empreendimentos – atuação que pode ocorrer através de grupo de investidores ou individualmente. O termo investidor-anjo foi designado por William Wetzel (1983) em

referência aos indivíduos ricos que financiavam as produções da Broadway (CUMMING E ZHANG, 2018).

Apesar da quantidade de estudos acadêmicos sobre investidor-anjo ser inferior aos estudos sobre os fundos de capital de risco (*venture capital* e *private equity*), cada vez mais esses investidores têm desempenhado papel importante no financiamento de novas empresas, sobretudo, após a crise econômica de 2008, pois os fundos de capital de risco migraram os investimentos para empresas em fases mais maduras e segmentos de negócios específicos como, por exemplo, biotecnologia, deixando a cargo dos investidores-anjo o papel de financiar as fases menos maduras das *startups*. Ademais, em muitos casos, esses investidores não trabalham de forma complementar às outras fontes de financiamento, conforme conclusão de Hellmann *et al.* (2017). Os autores analisaram a base de dados British Columbia Investment Capital Program (henceforth BCICP) para responder a seguinte questão: o ecossistema de financiamento das empresas atua em conexão, ou seja, primeiro a empresa capta recursos de investidores-anjos e depois de fundos de capital de risco ou é uma atuação paralela em que, ao optar ou conseguir um tipo de investimento, não haverá migração para outro tipo de investimento posteriormente? A conclusão do estudo é que as empresas que recebem investimento de investidores-anjos têm maior propensão de continuar recebendo investimento desse grupo de investidores. O mesmo ocorre com os fundos de capital de risco, ou seja, o ecossistema de financiamento de empresas atua de forma paralela e não complementar.

Esses achados sugerem que os ecossistemas não são necessariamente redes unidas onde as empresas passam de um tipo de investidor para o outro. Em vez disso, nossas evidências sugerem a existência fluxos paralelos em que diferentes investidores atendem a diferentes tipos de empresas, com apenas investimento cruzado entre tipos. (HELLMANN et al., 2017, p. 33)

Os autores classificaram os investidores-anjos em três grupos diferentes e estudaram o ecossistema de financiamento das empresas.

**Quadro 6: Classificação dos investidores-anjo**

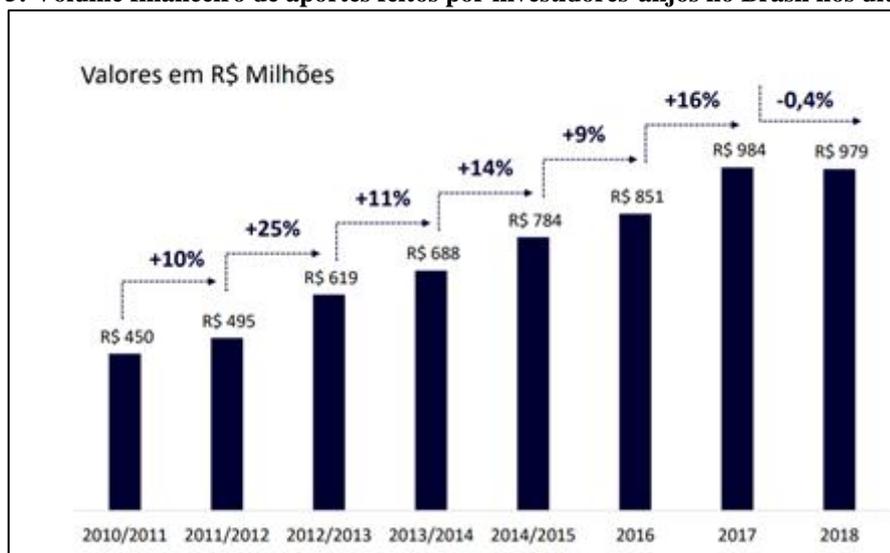
<b>Classificação</b>	<b>Descrição</b>	<b>Atuação</b>
Casuais	Investem em apenas uma empresa	Podem fazer parte do grupo de familiares e amigos ( <i>family and friends</i> ).
Serial	Investem em várias empresas	Geralmente, optam por empreendimentos em fases mais maduras
Fundos	São grupos de investidores que investem por cotas (fundos de investimento)	Geralmente, investem em empresas em fases mais maduras

Fonte: Elaborada pela autora (2019) baseada em HELLMANN, et al., 2017.

Não foi localizado estudo semelhante para o entendimento do ecossistema de financiamento das empresas brasileiras. Mengue *et al.* (2019) avaliaram as contribuições do investimento-anjo para o desenvolvimento de *startups* na região metropolitana de Porto Alegre através de uma pesquisa descritiva de caráter exploratório e, como conclusão, apontaram que, além do financiamento em si, os investidores-anjo contribuem com conhecimento e experiência na administração do negócio, rede de contatos, recursos estratégicos, recursos físicos como o espaço para a empresa e *feedbacks* para os empreendedores.

Em relação aos valores de captação, os dados apresentados no site Anjos do Brasil demonstram que, em 2018, foram investidos R\$ 979 milhões por 7.750 investidores-anjos no país. Em termos de volume de captação, isso representa 0,4% a menos que no ano 2017, contudo, houve crescimento de 1,8% na quantidade de investidores-anjos.

**Gráfico 5: Volume financeiro de aportes feitos por investidores-anjos no Brasil nos últimos anos**



Fonte: Anjos do Brasil (2019).

De fato, os investimentos feitos por investidores anjos têm demonstrado, constantemente, crescimento e ser uma opção para o financiamento de *startups*, por outro lado, comparando a quantidade de empresas que recebem esses recursos financeiros com outros países, podemos perceber que ainda há espaço para crescimento. Fatores como riscos, cultura de investimento em *startup* e mesmo questões tributárias são importantes considerações a serem feitas.

Cumming e Zhang (2018) no artigo intitulado “Angel investors around the world” apresentam os dados de captação por país. A tabela completa está disponível no anexo 1 e a

tabela 3 apresenta um breve resumo dos dados, demonstrando a posição do Brasil perante os demais países estudados.

**Tabela 3: Distribuição dos quinze primeiros países com maior quantidade de empresas que receberam investimentos feitos por investidores-anjos por país**

País	Número de empresas investidas
Estados Unidos	35.896
Canada	1.542
Reino Unido	1.253
Alemanha	369
India	364
França	298
China	273
Israel	240
Austrália	177
Holanda	161
Irlanda	120
Brasil	120
Espanha	114
Suécia	110
Suíça	106

Fonte: elaborado pela autora com base nas informações de Cumming and Zhang (2018)

### 2.3.4 Fundos de capital de risco (*Venture capital e private equity*)

Os investimentos feitos pelos fundos de capital de risco (*venture capitalists e private equities*) têm crescido nos últimos anos no Brasil. São investidores que buscam empresas com alto potencial de crescimento com o objetivo de obter retorno elevado sobre o capital investido.

O processo de investimento consiste na compra de títulos mobiliários da empresa investida e de venda futura desses títulos a um preço mais elevado que o pago originalmente. Além do aporte financeiro, esses fundos trabalham na administração das empresas, profissionalizando-as. Os investimentos são de médio prazo – normalmente 5 a 10 anos – e uma das formas mais comuns desses investidores venderem sua participação é através do processo de abertura de capital na Bolsa de Valores.

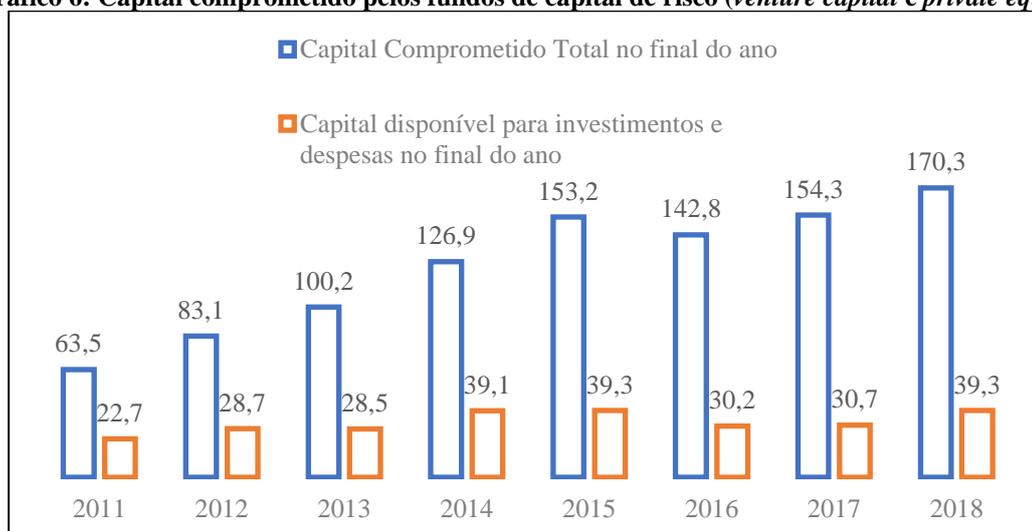
Os fundos de *venture capital e private equity* são constituídos como condomínios fechados em que os investidores subscrevem quotas de participação que serão resgatadas quando o fundo fizer o desinvestimento (venda da participação da empresa) e a regulamentação do mercado é feita pela Comissão de Valores Mobiliários através das Instruções 209/94 e 391/03.

A diferença entre o *venture capital* e o *private equity* é a fase de maturidade da empresa, pois os fundos de *private equity* costumam investir em empresas em fases mais maduras.

A KPMG e a ABVCAP apresentaram um relatório com as informações sobre os investimentos feitos pela indústria de fundos de capital de risco (Private Equity e Venture Capital). Os dados analisados são do período de 2011-2018 e demonstram que em 2017 o total de capital comprometido era de R\$ 154,3 bilhões e em 2018 R\$ 170,3 bilhões. Destes, 92,3% foram investimentos feitos por fundos de *private equity*.

Segundo os dados apresentados pelo relatório Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil: consolidação dos dados 2019 apresentados pela KPMG e pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (abvcap) o capital comprometido pelos investimentos feitos tanto por *private equity* como por *venture capital* foi da ordem de R\$ 170,3 bilhões em 2018. O relatório explica que o capital comprometido corresponde “ao capital subscrito total pelos investidores e considera valores já aportados e a aportar nos veículos de investimento em operação em 31 de dezembro de cada um dos anos” (pág. 6), ou seja é o volume financeiro total que esses investidores comprometeram em negócios no país e que só retornará para seus investidores, acrescidos do ganho de capital, após o processo de desinvestimento.

**Gráfico 6: Capital comprometido pelos fundos de capital de risco (*venture capital* e *private equity*)**

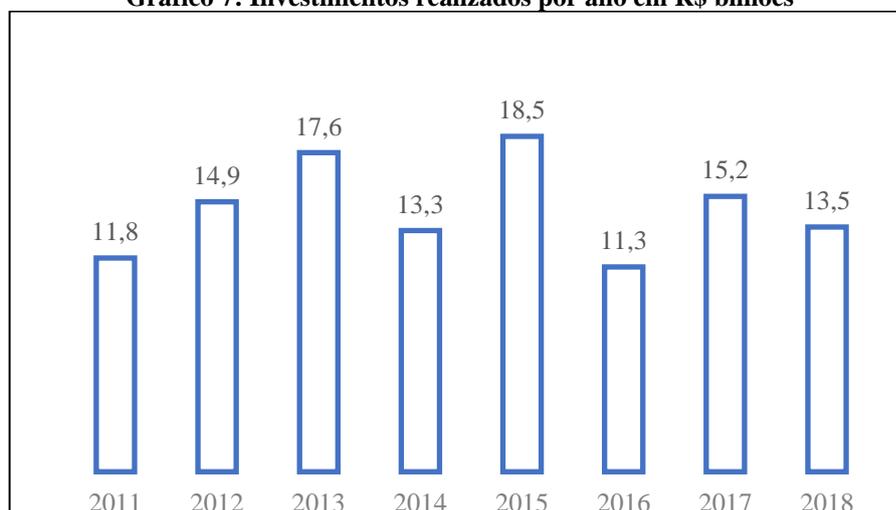


Fonte: Elaborado pela autora baseada em KPMG, 2019.

A modalidade de *private equity* tem mais representatividade, em termos volume financeiro, que *venture capital*. O relatório aponta que em 2018, 93,4% dos investimentos foram feitos por fundos de *private equity* e 6,6% pelos *venture capitalists*.

Em relação aos investimentos realizados por ano, pelos dois tipos de investidores, em 2018 foram 13,5 bilhões de reais investidos em 202 empresas, com valor médio de investimento de R\$ 67 milhões.

**Gráfico 7: Investimentos realizados por ano em R\$ bilhões**



Fonte: Elaborado pela autora baseado em KPMG, 2019.

A tabela 4, composta por dados extraídos do relatório, demonstram os investimentos por setor da empresa, em termos de valor investido, o setor de infraestrutura desponta como sendo o de maior volume investido, contudo considerando a quantidade de empresas que recebem investimentos, temos tecnologia da informação como sendo o setor de maior relevância.

**Tabela 4: Investimentos feitos por *private equities* e *venture capitalists* com setor da empresa**

Setor	Investimento R\$ milhões		Quantidade de empresas que receberam investimentos	
	2017	2018	2017	2018
Agronegócio	915,8	618,3	13	23
Alimentos	1.373,8	2.053	8	9
Educação	2.271,2	1.538,8	9	14
Energia	1.962,3	473,6	10	13
Infraestrutura	3.170,4	418,0	2	3
Logística e Transporte	80,8	914,6	9	9
Óleo e Gás	557,5	0	2	-
Produtos e serviços industriais	470,5	43,9	5	3
<i>Real state</i> e construção civil	26,3	344,3	2	4
Saúde e Farmácia	432,1	1.052,7	15	25
Serviços Financeiros	523,3	2.698,6	18	28
Tecnologia da informação	647,3	1.103,6	49	49
Varejo	1.237,3	1.159,6	8	3
Outros	1.513,9	1.111,6	25	19

Fonte: Elaborada pela autora (2019).

### 2.3.5 Abertura de Capital na Bolsa de Valores

O *initial public offering* (IPO) corresponde ao processo de abertura de capital de uma empresa na Bolsa de Valores, e esta é a forma com que as empresas podem ter títulos mobiliários de sua emissão negociados publicamente em um mercado organizado – esses títulos podem ser tanto de dívida como títulos em que a empresa vende parte do seu capital social para novos sócios.

A oferta pública inicial pode ocorrer de duas formas: como oferta primária ou como oferta secundária. Brealey *et al.* (2013) explicam que, na oferta primária, a empresa vende novas ações e consegue captar recursos financeiros adicionais no mercado; e na oferta secundária, os acionistas existentes têm a possibilidade de vender suas ações e, desta forma, obter ganho de capital sobre o investimento – o mercado secundário desenvolvido é importante para garantir a liquidez dos títulos.

A abertura de capital possibilita que a empresa tenha acesso a novas formas de captar recursos financeiros, com custos menores e volumes maiores, no entanto, engloba alterações significativas no seu modo de trabalho, visto que ela terá novas obrigações em termos de divulgação de informações ao mercado e, por consequência, no desenvolvimento de mais controles internos. O início do processo de abertura de capital é o pedido de registro junto a Comissão de Valores Mobiliários e a listagem na BM&F/Bovespa com as principais documentações que a empresa fornece com os detalhes da oferta são o formulário de referência e o prospecto.

**Quadro 7: Participantes do processo de abertura de capital**

Participante	Atuação
Bolsa de Valores	Administração do mercado, registro, compensação e liquidação das operações
Comissão de Valores Mobiliários	Registro da empresa como companhia aberta
Bancos	Coordenação do processo de abertura de capital
Escritórios de advocacia	Parte jurídica do processo de abertura de capital
Empresas de auditoria	Auditorias dos relatórios financeiros

Fonte: Elaborado pela autora (2019) baseado em PWC Brasil em 2016

Atualmente, existem seis diferentes segmentos de listagem disponíveis na BMF&Bovespa, de acordo com o nível de governança corporativa, dentre os quais: tradicional, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Segundo Mazalli e Ercolin (2018), os segmentos de listagem representam os níveis de

governança que as empresas, voluntariamente, optam por seguir. Nesse sentido, as principais características de cada segmento são:

**Tradicional:** as empresas listadas nesse segmento podem emitir tanto ações preferenciais como ações ordinárias, sendo que não há limite mínimo de ações em circulação (*free float*);

- **Nível 1:** seguem regras adicionais de governança corporativa quando comparadas ao segmento tradicional como, por exemplo, melhor prestação de contas ao mercado, maior dispersão do controle acionário e, pelo menos, 25% das suas ações em circulação;
- **Nível 2:** seguem regras adicionais ao nível 1 de governança como, por exemplo, ampliação dos direitos dos acionistas minoritários e divulgação de resultados nos padrões internacionais;
- **Novo Mercado:** segmento especial do mercado de capitais brasileiro, pois há mais regras e exigências de práticas de governança corporativa, sendo que as empresas que compõem esse mercado, emitem apenas ações ordinárias, ou seja, todas as ações têm direito a voto;
- **Bovespa Mais:** para empresas de pequeno e médio porte, por meio do qual o acesso ao mercado de capitais ocorre de forma gradual, pois as empresas têm até sete anos para ter, pelo menos, 25% das suas ações negociadas publicamente. Os custos envolvidos no processo de abertura de capital são menores com a isenção de taxa de registro e desconto gradual na taxa de manutenção de listagem;
- **Bovespa Mais Nível 2:** para empresas de pequeno e médio porte que seguem regras adicionais ao Bovespa Mais.

Apesar dos esforços da Bolsa de Valores (Bovespa) de reduzir os custos envolvidos no processo de abertura de capitais, esse mercado ainda é inacessível para a grande maioria das empresas. Mazalli e Ercolin (2018) apontam que existem cerca de 500 empresas listadas na Bolsa de Valores sobre um total de mais de 6 milhões de empresas com registro ativo.

### 3 PERCURSO METODOLÓGICO

Para atingir os objetivos estabelecidos, esta pesquisa de natureza quali quantitativa foi composta por revisão de literatura seguida de análise dos dados das empresas que recorreram ao *crowdfunding* de investimento para capitalização do empreendimento.

A pesquisa quantitativa tem como fundamentos pressupostos a abordagem positivista, que admitem a existência de uma única realidade objetiva. Já a pesquisa qualitativa, embora decorrente de múltiplas tradições, baseia-se no pressuposto de que a realidade pode ser vista de múltiplas perspectivas. (GIL, 2019, p. 174)

Godoy (1995) pondera que a pesquisa qualitativa “parte de questões ou focos de interesses amplos, que vão se definindo à medida que o estudo se desenvolve”. (p. 58) e complementa que os pesquisadores qualitativos se interessam em acompanhar e entender o processo como um todo e não apenas os resultados mensurados pelo estudo. Além disso, Goldenberg (2004) esclarece que aplicar a pesquisa quantitativa e qualitativa de forma integrada fornece produtos mais assertivos:

A premissa básica da integração repousa na ideia de que os limites de um método poderão ser contrabalançados pelo alcance de outro. Os métodos qualitativos e quantitativos, nesta perspectiva, deixam de ser percebidos como opostos para serem vistos como complementares. (GOLDENBERG, 2004, p. 63)

- **Etapa 1 – Revisão de literatura**

Na primeira etapa – de revisão de literatura – foi realizada uma busca considerando os seguintes termos de busca: fontes de financiamento para novos negócios, *crowdfunding*, legislação do *crowdfunding* de investimento e de empréstimo considerando as fontes tanto nacionais como internacionais. As pesquisas foram realizadas no Portal de periódicos da CAPES, nas bases de dados Web of Science e Scopus, livros, teses e dissertações (através do BDTD – Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações), sites das plataformas de *crowdfunding* e outras fontes de informação pertinentes ao assunto de forma segmentada, sem intervalo temporal, conforme demonstrado no quadro 8:

**Quadro 8: Revisão de literatura – fontes de dados**

<b>Termo de Busca</b>	<b>Fonte</b>
Financiamento novos negócios	Livros e CAPES
BNDES	Site do BNDES, livros e CAPES
Finep	Site da Finep e CAPES
Bancos comerciais	Sites dos bancos (Itaú, Bradesco, Banco do Brasil, Santander, Caixa Econômica Federal) e CAPES
Investidores anjo	Livros, CAPES, site associação de investidores anjos do Brasil e site do SEBRAE
Venture capital e private equity	Livros, portal de periódicos CAPES, materiais disponíveis em sites como da empresa KPMG e da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital)
Abertura de capital na Bolsa de Valores	Livros, portal de periódicos CAPES, site da Comissão de Valores Mobiliários e da BMF&Bovespa, materiais disponíveis no site da KPMG, BDTD (Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações) e outros sites com informações relevantes
Financiamento coletivo ( <i>crowdfunding</i> )	Livros, portal de periódicos CAPES, plataformas de financiamento coletivos, site da Comissão de Valores Mobiliários, BDTD (Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações) e outros sites com informações relevantes

**Fonte: Elaborado pela autora (2019).**

- **Etapa 2 - Coleta de dados**

A segunda etapa da pesquisa consistiu na coleta de dados junto às plataformas de financiamento coletivo, sem restrições, ou seja, todas as plataformas com movimentações (campanhas) foram consideradas, dentre as quais: eqseed, basement e startmeup.

- **Etapa 3 - Análise de conteúdo**

Em seguida, para realizar a análise dos dados coletados, foi aplicado o método ‘Análise de Conteúdo’, composto por um conjunto de técnicas sistemáticas e objetivas, com o objetivo de analisar as comunicações e permitir a compreensão do que as palavras, frases, imagens e discursos apresentam de maneira explícita e implícita.

Bardin (2016) postula que a Análise de Conteúdo pode ser aplicada em discursos de diferentes tópicos e possibilita que o pesquisador faça inferências. Nesse sentido, a análise de conteúdo para a autora é:

Um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens indicadores (qualitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) dessas mensagens. (BARDIN, 2016, p.48)

A história da utilização desse método está relacionada com a história da análise das comunicações nos Estados Unidos, cujas respostas eram buscadas através de estudos

metódicos e científicos nos anos 1940 – 1950. Na ocasião, a sistematização das regras permitiu análises mais rigorosas sobre os discursos políticos, analisando discursos com informações políticas direcionadas. A partir dos anos 1950, congressos e estudos aumentaram o interesse por essa metodologia, trazendo à tona a questão da possibilidade de junção das análises quantitativas e qualitativas, já que, através da análise quantitativa, era possível mensurar a frequência com que uma palavra ou conjunto de palavras aparecia num discurso e, pela análise qualitativa, era possível avaliar o significado desses indicadores.

De maneira geral, pode dizer-se que a sutileza dos métodos de análise de conteúdo corresponde aos seguintes objetivos:

A superação da incerteza: o que eu julgo ver na mensagem estará lá efetivamente contido, podendo esta “visão” muito pessoal ser partilhada por outros? Por outras palavras, será a minha leitura válida e generalizável?

E o enriquecimento da leitura; se um olhar imediato, espontâneo, é já fecundo, não poderá uma leitura atenta aumentar a produtividade e a pertinência? Pela descoberta de conteúdos e de estruturas que confirmam (ou infirmam) o que se procura demonstrar a propósito das mensagens, ou pelo esclarecimento de elementos de significações suscetíveis de conduzir a uma descrição de mecanismos de que a priori não possuíamos a compreensão. (BARDIN, 2016, p. 35)

Para a aplicação da análise de conteúdo, fez-se necessário utilizar procedimentos sistemáticos como forma de tratar a informação recebida e dela extrair o que não é dito de forma direta, através de inferências. Silva (2013) explica que esses procedimentos são divididos em três fases: pré-análise, exploração do material, e tratamento dos resultados com inferência e interpretação dos mesmos. A pré-análise é a base do trabalho e consiste na sistematização das informações, onde os materiais que farão parte do trabalho serão selecionados e objetivos e hipóteses definidos. Já a fase de exploração compreende a definição e aplicação dos critérios de codificação que serão utilizados no trabalho, por exemplo, a definição e separação das categorias. E por fim, o tratamento dos resultados sintetiza os dados – qualitativos ou quantitativos – encontrados e apresenta a análise dos resultados.

**Quadro 9: Definições e aplicações da metodologia**

<b>Pré-análise</b>	<b>Exploração do material</b>	<b>Resultados</b>
Seleção das campanhas de <i>crowdfunding</i> que farão parte do trabalho	Definição dos critérios que serão utilizados para a análise.	Análise dos indicadores com o objetivo de responder a pergunta proposta no trabalho.

**Fonte: Elaborado pela autora (2019)**

Carlomagno e Rocha (2016) explicam, de forma prática, como classificar as categorias na análise de conteúdo. Primeiro, os autores conceituam que:

Cabe deixar claro: a designação se o método é quantitativo ou qualitativo se refere a como você sistematiza os dados com os quais trabalha, não a natureza de sua análise. Não importa que, por exemplo, ao identificar os argumentos presentes em determinada mensagem, você esteja verificando “qualidades” deste objeto. Se você sistematiza (e de alguma forma quantifica) estas informações em uma planilha, banco de dados ou em uma folha de caderninho, esta pesquisa é, portanto, quantitativa-categórica (CARLOMAGNO E ROCHA, 2016, p. 177).

Posteriormente, os autores postularam as cinco regras que devem ser seguidas na análise de conteúdo:

- 1ª Regra: para a inclusão das categorias, se faz necessário definir regras claras, objetivas e formalizadas (escritas);
- 2ª Regra: as categorias são únicas, ou seja, mutuamente exclusivas. Assim, um conteúdo não pode ser classificado em mais de uma categoria;
- 3ª Regra: as categorias não podem ser muito amplas de forma que não seja possível segmentar a análise. Os autores afirmam que as categorias devem ser escolhidas de forma a “minimizar a variância dentro do grupo e maximizar a variância entre grupos”;
- 4ª Regra: as categorias devem abarcar o máximo de conteúdos possíveis, tornando possível a criação de outras categorias. No entanto, as informações contidas nessa categoria, devem ser no mínimo possível, residual;
- 5ª Regra: a inclusão dos elementos nas categorias deve ter o mínimo de subjetividade possível, ou seja, essa classificação deve ser clara e passível de ser replicada por qualquer analista.

Na presente pesquisa, as categorias foram estabelecidas a priori e são elas: idade da empresa na data de captação, descrição da atividade e segmento da empresa, dados geográficos e tipo de investidor.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Os dados coletados possibilitaram, em conjunto com a revisão de literatura, mapear o perfil das empresas que fizeram uso do *crowdfunding* de investimento. A revisão de literatura trouxe perspectivas de quais categorias poderiam ser relevantes para a análise e possibilitariam compreender e comparar essas empresas com as demais formas de captação.

### 4.1. Apresentação e análise de resultados obtidos na revisão da literatura

A partir da revisão da literatura (Etapa 1) foi possível evidenciar o estado da arte do tema *crowdfunding* considerando a perspectiva dos pesquisadores brasileiros que analisaram o mercado nacional.

A consulta foi feita na Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações (BDTD) com o termo de busca “*crowdfunding*” e considerou as publicações feitas até o ano de 2019. No total, foram recuperados quarenta e sete documentos e selecionados vinte e um para leitura, sendo que as teses e dissertações excluídas estavam fora do escopo de estudo do *crowdfunding* enquanto fonte de captação de recursos financeiros para projetos ou empresas. Do total de quarenta e sete documentos, quarenta são dissertações e sete são teses, cujos principais centros de pesquisa são:

**Tabela 5: Relação de teses e dissertações publicadas por Universidade**

<b>Universidade</b>	<b>Quantidade de Trabalhos</b>	<b>Percentual sobre o Total</b>
Fundação Getúlio Vargas (FGV)	12	25,5%
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)	3	6,4%
Universidade de Fortaleza (UNIFOR)	3	6,4%
Pontifícia Universidade Católica Rio Grande do Sul (PUC – RS)	3	6,4%
Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)	3	6,4%
Pontifícia Universidade Católica São Paulo (PUC – SP)	2	4,3%
Universidade Federal do Pernambuco (UFPE)	2	4,3%
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ)	2	4,3%
Universidade Federal de São Carlos (UFSCar)	2	4,3%
Universidade Estadual Paulista (UNESP)	2	4,3%
Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos)	2	4,3%
Universidade de São Paulo (USP)	2	4,3%
Outros	9	19,1%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

**Fonte: Elaborada pela autora (2019).**

Os artigos excluídos da análise foram:

**Quadro 10: Relação de teses e dissertações excluídas da análise**

Autor	Título	Ano
Galli, Gabriel	<i>Crowdfunding</i> no jornalismo: a utilização das práticas de financiamento coletivo como indicadores das mudanças na atuação de jornalistas.	
Andrade, Samantha Sasha de	Jornalismo da Multidão: estudo sobre as formas de financiamento coletivo da Agência Pública.	
Valiati, Vanessa Amelia Dalpizol	<i>Crowdfunding</i> no cinema brasileiro: um estudo sobre o uso do financiamento coletivo em obras audiovisuais brasileiras de baixo orçamento.	
Pretti, Lucas Farinella	Poéticas do comum: reflexões sobre arte gestada coletivamente nos espaços informacionais da cidade de São Paulo.	
Lopes, Rubens Fernando de Souza	A colaboração para o desenvolvimento do repertório linguístico em atividades de performance teatral e reflexão em aulas de inglês no ensino superior tecnológico.	
Palomino, Paula Toledo	<i>We will hold the line</i> : o fandom como forma de participação dos fãs no desenvolvimento do universo transmidiático do jogo <i>mass effect</i> .	
Pereira, Camille Costa Perissé	Comunicação que sobrevive: a busca de autossustento para uma Mídia autogerida por moradores da Cidade de Deus.	
Monteiro, Luísa Souto Maior	O que belo monte não conteve: análise dos discursos insurgentes nas redes.	
Franco, Cleiton	Três ensaios em avaliação de políticas públicas.	
Berlim, Lilyan Guimarães	Transformações no campo da moda: crítica ética e estética.	
Sousa, Demetrius Lins de	Proposta de indicadores estratégicos para uma plataforma de <i>Crowdfunding</i> : caso <i>gopartners</i> .	
Roggan, John	<i>Motivation of German entrepreneurs to seek equity via Crowdfunding: an exploratory study</i> .	
Araújo, Mariana Delgado Monteiro de	<i>Crowdfunding</i> : o que as campanhas de sucesso fazem diferente? Uma análise comparativa com uso de conjuntos <i>fuzzy set</i> .	
Vieira, Miguel Said	Os bens comuns intelectuais e a mercantilização.	
Aguiar, Carlos Eduardo Magalhães Vieira de	<i>Crowdfunding</i> no Brasil: um estudo sobre a plataforma Catarse.	
Souza, João Antonio de Albuquerque	<i>Crowdfunding</i> nas espécies de doação e de recompensa: fundamentos e responsabilidade civil.	
Costa, Bruna Gazzi	Procuram-se colaboradores, recompensa-se bem: a trama da colaboração nos sites de <i>Crowdfunding</i> .	
Silva, Vanessa Faria	A forma organizativa das plataformas brasileiras de <i>Crowdfunding</i> disponíveis para o financiamento de projetos de economia criativa.	
Cocate, Flávia Medeiros	Multidões na internet: estudo sobre como indivíduos se mobilizam na rede para a participação em ideias e projetos.	
Rodrigues, Maurinice Daniela	Análise da formação de valor interativo a partir dos recursos presentes nas relações cliente-arquiteto e apoiador-criador de projetos de <i>Crowdfunding</i> .	
Costa, Lívia Maciel Guimarães	Consumo colaborativo: uma perspectiva por meio do estudo de campanhas sociais nas redes sociais online.	
Santos, Francielle Vitcoski	Reino encantado de consumidores : o engajamento dos fandoms em comportamentos de patronagem como forma de apoio ao ídolo	
Rodrigues, Maurinice Daniela	Análise da formação de valor interativo a partir dos recursos presentes nas relações cliente-arquiteto e apoiador-criador de projetos de <i>crowdfunding</i>	
Estela Sucasas dos Santos	Fundo de investimento em participações- FIP como instrumento de estímulo à inovação	
Munk, Rafael	Prática de gestão de projetos: um estudo de caso da aderência e dissonância da sistemática de uma empresa brasileira de PMBOK	
Leandro Augusto Borges Lima	Produzir, consumir, colaborar: experiências singulares na prática de <i>crowdfunding</i>	

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

A relação das teses e dissertações que fizeram parte da composição final para a elaboração desse artigo foram:

**Quadro 11: Base final de teses e dissertações**

<p><b>Autor (a):</b> Justo, Gabriel Domingues  <b>Título:</b> <i>Crowdfunding</i> no Brasil.  <b>Objetivo:</b> identificar as variáveis que são importantes para o êxito nas campanhas de <i>crowdfunding</i>.  <b>Metodologia:</b> Análise quantitativa de 520 projetos apresentados na plataforma Catarse.  <b>Principais Conclusões:</b> a qualidade do projeto (não possuir erros gramaticais, apresentar bom planejamento orçamentário) e o esforço do empreendedor na divulgação e atualização do empreendimento são variáveis que foram encontradas nas campanhas bem-sucedidas.</p>
<p><b>Autor (a):</b> Rodrigues, Ricardo Felipe Ferreira  <b>Título:</b> <i>Factors influencing consumer decision in crowdfunding</i>.  <b>Objetivo:</b> avaliar, sob o ponto de vista dos consumidores, quais os fatores que foram determinantes na decisão de investir em projetos  <b>Metodologia:</b> o trabalho foi feito em duas fases: na primeira fase contou com uma pesquisa qualitativa feita através de entrevistas e na segunda fase, utilizando as informações auferidas na primeira fase, o autor desenvolveu uma pesquisa quantitativa.  <b>Principais Conclusões:</b> a principal motivação para a participação nas campanhas de <i>crowdfunding</i> analisadas foi o desenvolvimento e compra do produto (pré ordem).</p>
<p><b>Autor (a):</b> Riffel, Melanie Giacobbo  <b>Título:</b> <i>Crowdfunding: de modismo a novo instrumento financeiro</i>.  <b>Objetivo:</b> avaliar a atratividade financeira dos investimentos feitos via <i>crowdfunding</i> para os investidores brasileiros  <b>Metodologia:</b> pesquisa qualitativa (bibliográfica) e quantitativa com a proposta de um modelo de cálculo do retorno esperado dos projetos.  <b>Principais Conclusões:</b> o modelo do <i>crowdinvesting</i> é lucrativo e possibilita que as empresas tenham acesso a uma nova fonte de recursos financeiros.</p>
<p><b>Autor (a):</b> Cardoso, Luciano Santos  <b>Título:</b> <i>Inovação e crowdfunding: um estudo sobre startups</i>.  <b>Objetivo:</b> O estudo buscou responder quatro questões sobre as startups de base tecnológica: 1) se elas utilizam o <i>crowdfunding</i>, 2) quais os tipos de <i>crowdfunding</i> utilizados, 3) se apresentam inovação como “fator de inserção no mercado” e 4) qual o nível de inovação que apresentam. O problema de pesquisa exposto foi “a utilização do <i>crowdfunding</i> por startups de base tecnológica no Brasil é um fator que contribui para alavancar os produtos e serviços dessas empresas?”  <b>Metodologia:</b> pesquisa empírica, de natureza exploratória, feita através de entrevistas. Adicionalmente, utilizou-se dados secundários para a obtenção das informações das empresas.  <b>Principais Conclusões:</b> As startups buscaram o <i>crowdfunding</i> como forma de suprir a falta de oferta de capital.</p>
<p><b>Autor (a):</b> Paixão, João Diogo Lessa de M E S  <b>Título:</b> <i>Crowdfunding</i> como solução para viabilização de projetos inovadores.  <b>Objetivo:</b> avaliação do uso do <i>crowdfunding</i> no financiamento de projetos no Brasil. Adicionalmente, o estudo busca avaliar se a inovação nos projetos é fator importante para o sucesso na arrecadação  <b>Metodologia:</b> modelo de regressão logística para uma amostra de 750 projetos  <b>Principais Conclusões:</b> fatores que influenciaram a captação: captações na modalidade tudo ou nada, número de apoiadores, o valor médio doado e pertencer a um grupo; fatores que não influenciaram a captação: inovação, artes, empreendedor e social.</p>
<p><b>Autor (a):</b> Marçal, Daniela Beretta  <b>Título:</b> Tributação de operações no mercado doméstico de <i>Crowdfunding</i> de investimento.  <b>Objetivo:</b> demonstrar a tributação sobre as operações de <i>crowdfunding</i> e analisar se essa tributação favorece o desenvolvimento do mercado  <b>Metodologia:</b> interpretação das legislações tributárias.  <b>Principais Conclusões:</b> a regulamentação tributária não incentiva o desenvolvimento do mercado de <i>crowdfunding</i>.</p>

**Autor (a):** Monteiro, Mônica de Carvalho Penido

**Título:** Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa.

**Objetivo:** a pergunta da pesquisa é “o que leva os apoiadores a contribuírem com o modelo baseado em recompensa de crowdfunding no Brasil.”

**Metodologia:** estudo qualitativo que utilizou estudo de caso múltiplo através de entrevistas com os apoiadores das campanhas de crowdfunding de recompensas.

**Principais Conclusões:** o trabalho confirmou os resultados já apresentados na literatura: de que os apoiadores têm como motivação ajudar aos outros (sobretudo amigos e familiares), apoiar uma causa, receber recompensas e fazer parte de uma comunidade.

**Autor (a):** Felipe, Israel José dos Santos

**Título:** Determinantes do sucesso de campanhas de equity e de reward *crowdfunding*.

**Objetivo:** verificar, através da análise de notícias e da distância geográfica, o efeito da assimetria de informações entre empreendedores e investidores.

**Metodologia:** revisão de literatura e pesquisa quantitativa.

**Principais Conclusões:** As conclusões do estudo foram: a mídia e a distância geográfica influenciam as decisões de investimentos dos apoiadores.

**Autor (a):** Araújo, Francisco Fabiano Mapurunga

**Título:** Fatores influenciadores do funcionamento das plataformas de crowdfunding no Brasil.

**Objetivo:** estudo sobre o ambiente organizacional das plataformas de crowdfunding. O autor buscou responder a seguinte pergunta de pesquisa: “quais os principais aspectos organizacionais que influenciam o funcionamento das plataformas de crowdfunding no Brasil?”

**Metodologia:** pesquisa qualitativa com a utilização de análise de conteúdo.

**Principais Conclusões:** Os resultados apresentados demonstram que os avanços tecnológicos motivaram o desenvolvimento do crowdfunding.

**Autor (a):** Vieira, Anderson Martins

**Título:** O equity *crowdfunding* no Brasil: um estudo sobre as percepções iniciais de potenciais investidores.

**Objetivo:** O problema de pesquisa é: “quais as percepções iniciais de potenciais investidores em equity *crowdfunding* no atual cenário brasileiro?”

**Metodologia:** pesquisa qualitativa com amostra não probabilística e utilização da técnica de análise de conteúdo.

**Principais Conclusões:** as conclusões do estudo foram: 1) conceito de *crowdfunding*: as pessoas que responderam à pesquisa apresentaram elevado conhecimento sobre o que é o *crowdfunding*, porém baixo conhecimento sobre o funcionamento. 2) conhecimento prévio do equity *crowdfunding*: praticamente nulo 3) riscos: o principal risco citado no trabalho foi do risco do negócio, seguido de fraude e assimetria de informações. 4) regulamentação: visão positiva desse tópico por parte dos entrevistados e 5) fator determinante na tomada de decisão do investimento: os aportes de capital foram feitos com base na análise do negócio.

**Autor (a):** Fonseca, Marcus Vinicius Pimentel da

**Título:** As plataformas e os sindicatos no *investment-based crowdfunding*: regulação, riscos e mitigações.

**Objetivo:** O trabalho avalia o papel das plataformas de *crowdfunding* e a atuação dos sindicatos de investidores como forma de mitigação dos riscos.

**Metodologia:** análise da regulamentação.

**Principais Conclusões:** as plataformas possuem o papel de garantir acesso a todas as informações relevantes e exigidas das empresas que estão captando, mas não de fazer uma avaliação financeira do negócio. Para o autor, o risco nos investimentos feitos através do equity *crowdfunding* poderia ser mitigado através dos sindicatos de investimento, pois estes contam com a participação de investidores experientes.

**Título:** The role of time and past funding in non-investment *crowdfunding* decision. **Autor (a):** Barros, Lucia Salmonson Guimarães

**Objetivo:** demonstrar como as contribuições já recebidas, o tempo até o final da campanha e o percentual de recursos já arrecadados afeta a decisão das pessoas em investir ou não em uma campanha de *crowdfunding* na modalidade tudo ou nada.

**Metodologia:** pesquisa qualitativa.

**Principais Conclusões:** os resultados demonstram que as contribuições são maiores no começo e perto do final da campanha, neste último caso, apenas se a campanha estiver próxima de atingir a meta estipulada.

**Autor (a):** Batista, Eduardo Manente

**Título:** Comunicação e consumo em *crowdfunding*: estratégias discursivas do empreendedorismo social e a construção do consumidor-investidor

**Objetivo:** fazer uma análise dos discursos de campanhas de *crowdfunding* de recompensas com a intenção de responder o seguinte problema de pesquisa: “quais são as estratégias discursivas dos projetos sociais em plataformas de *crowdfunding*”?

**Metodologia:** a metodologia utilizada foi a de análise crítica de discurso proposta por Faircought em 2012.

**Principais Conclusões:** na parte de descrição do projeto, os empreendedores destacam a sua própria figura (eu), contudo na parte da narrativa cujo objetivo é conseguir as contribuições dos investidores, o discurso é alterado para “nós” e “você”. Atribui-se ao empreendedor o papel de líder e aos contribuintes o papel de consumidor investidor. Os custos são divididos entre terceiros e o criador do projeto, pois é a soma dos recursos que possibilita a implementação do projeto, já o papel de propor mudanças cabe, apenas, ao idealizador do projeto.

**Autor (a):** Amedomar, André de Azevedo

**Título:** O *crowdfunding* de recompensas como alternativa de capital empreendedor para EBTs no Brasil: um estudo descritivo-exploratório.

**Objetivo:** analisar o *crowdfunding* de recompensas como uma alternativa de financiamento para empresas de base tecnológicas.

**Metodologia:** o autor dividiu o trabalho em duas partes: na primeira parte o método de pesquisa foi a análise de documentos e, utilizando os resultados obtidos, desenvolveu a segunda parte do trabalho; através de entrevistas semi-estruturadas.

**Principais Conclusões:** O autor analisou 69 campanhas de *crowdfunding* de recompensas de EBTs e entrevistou gestores dessas empresas. As conclusões foram: 1) o *crowdfunding* de recompensas foi a primeira experiência com capital empreendedor, visto que essas empresas utilizavam capital próprio ou empréstimos bancários; 2) os recursos recebidos foram utilizados no financiamento de projetos específicos e não no financiamento da empresa; 3) o processo de recebimento dos recursos é menos burocrático que outras fontes de financiamento como venture capital ou angel investor; 4) o *crowdfunding* proporciona efeitos adicionais para o negócio, como por exemplo, mensuração da demanda, construção de uma comunidade de clientes potenciais.

**Autor (a):** Martins, Roque de Moraes

**Título:** Medição da governança corporativa nas plataformas de financiamento coletivo (*crowdfunding* de recompensa) no Brasil.

**Objetivo:** análise da governança corporativa adotada pelas plataformas de *crowdfunding* de recompensas. O trabalho foi dividido em duas partes: na primeira o autor fez um estudo bibliométrico sobre o tema e na segunda parte o autor apresentou uma proposta para a medição do nível de governança corporativa adotada pelas plataformas de *crowdfunding* na modalidade de recompensas.

**Metodologia:** pesquisa descritiva com análise quantitativa e qualitativa dos dados.

**Principais Conclusões:** primeira parte da pesquisa: os estudos foram feitos em 14 países, sendo Estados Unidos e Reino Unido os que apresentam maior quantidade de publicações. Segunda parte da pesquisa: as plataformas estudadas (Catarse e Kickante) ainda tem um caminho a percorrer para se adequarem as práticas de governança corporativa.

**Autor (a):** Pereira, Sidney Spacini

**Título:** Colaboração e apropriação mercadológica em financiamentos coletivos.

**Objetivo:** analisar os discursos de colaboração nas campanhas de *crowdfunding*.

**Metodologia:** estudo qualitativo de três projetos utilizando o método etnográfico

**Principais Conclusões:** independentemente de se tratar de produto físico, os apoiadores definem identidades e ideologias das campanhas de *crowdfunding*. As narrativas que foram mais bem-sucedidas, segundo o estudo, são as que apresentaram maior desenvolvimento de comunidades interessadas projeto. Como conclusão, o pertencimento e o interesse de ter o produto são os fatores mais importantes nas campanhas que foram bem-sucedidas.

**Autor (a):** Mendes, Leilani Dian

**Título:** Qualificação jurídica das plataformas de *crowdfunding* no Brasil: um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil.

**Objetivo:** O trabalho buscou enquadramento jurídico das plataformas de *Crowdfunding* de investimento. A autora considerou duas hipóteses: 1) as plataformas de *crowdfunding* de investimento poderiam ser enquadradas como mercado balcão organizado, 2) ou como mercado balcão não organizado, visto que essas duas modalidades são regulamentadas.

**Metodologia:** revisão de literatura e análise empírica feita através de estudo de caso da plataforma Broota (atualmente Kria).

**Principais Conclusões:** As conclusões apresentadas nesse trabalho são de que as plataformas não apresentam características que podem enquadrá-las como mercado balcão organizado ou mercado balcão não organizado.

**Autor (a):** Zuquette, Rovian Dill

**Título:** Redes ego centradas e os projetos de *crowdfunding*: uma análise da relação entre as características estruturais da rede social do empreendedor e o sucesso de projetos de financiamento coletivo no Brasil.

**Objetivo:** determinar quais as características das redes sociais dos empreendedores que podem afetar o sucesso de uma campanha de *crowdfunding*

**Metodologia:** o método consiste numa análise de redes sociais (ARS) – transforma informações de relações sociais e estrutura social em dados que podem ser trabalhados por métodos estatísticos

**Principais Conclusões:** O trabalho foi dividido em construtos (hipóteses) e os resultados foram: 1) suporte – o resultado demonstra que o empreendedor ter uma rede social que lhe suporte é importante para o sucesso na arrecadação financeira, contudo o tamanho da rede não apresentou ser um fator relacionado ao sucesso da campanha 2) Coesão - redes dispersas demonstraram serem mais importantes para o sucesso do projeto, 3) Polarização – quanto menos polarizada a rede, melhor, e 4) Influência – ter pessoas influentes na rede social do empreendedor não influencia positivamente o sucesso de uma campanha de *Crowdfunding*, pois o trabalho demonstra que, principalmente em decorrência dos métodos utilizados pelas redes sociais (algoritmos) para a visualização de informações no feed, não há certeza de que pessoas da rede do empreendedor visualizarão as informações disponibilizadas.

**Autor (a):** Chiesa, Carolina Dalla

**Título:** Financiamentos coletivos online: uma perspectiva antropológica sobre projetos e empreendedores.

**Objetivo:** compreender o funcionamento do *crowdfunding*.

**Metodologia:** relato das pessoas que trabalham com o *crowdfunding*, participação em oficinas, entrevistas e revisão de literatura sobre o tema.

**Principais Conclusões:** o trabalho analisa o *crowdfunding* de recompensas e de doação considerando as narrativas encontradas tanto na parte acadêmica como na parte não acadêmica e explora alguns pontos importantes, como a relação entre o financiamento coletivo e a economia criativa, o papel dessas plataformas como fonte de recursos para artistas, evitando, assim os intermediários e a questão dos direitos autorais, por outro lado.

**Autor (a):** Massoni, Bruno dos Santos Lochetta

**Título:** Financiamento para empreendedores tecnológicos: estudo de casos múltiplos no Estado de Sergipe.

**Objetivo:** investigar as fontes de financiamento utilizadas por empresas de base tecnológicas no Estado do Sergipe.

**Metodologia:** pesquisa qualitativa, com entrevistas semi-estruturadas

**Principais Conclusões:** Os resultados mostram que as empresas estudadas utilizaram fontes alternativas de financiamento, como a subvenção econômica (recursos governamentais). As fontes tradicionais foram pouco utilizadas por essas empresas.

**Autor (a):** Catecati, Tiago

**Título:** Fatores críticos de sucesso no sistema de financiamento coletivo de produtos na visão dos desenvolvedores bem-sucedidos.

**Objetivo:** identificar quais são os fatores de sucesso das campanhas de *crowdfunding*.

**Metodologia:** pesquisa exploratória e descritiva. O autor fez uma revisão bibliográfica sistemática para identificar os fatores de sucesso e, com base nessas informações, aplicou uma survey para desenvolvedores de projetos que foram bem-sucedidos em campanhas de *crowdfunding* na plataforma Kickstarter.

**Principais Conclusões:** O autor identificou 13 itens como sendo fatores de sucesso em projetos e avaliou esses itens junto aos idealizadores dos projetos, corroborando ou não cada um deles: 1) Produto único e superior: não corroborado, 2) Foco no usuário: foi corroborado, 3) Detalhamento no início do projeto: não corroborado, 4) Atratividade do mercado: corroborado, 5) Qualidade percebida: corroborado, 6) Sistema de recompensas: foi corroborado, 7) Disseminação dos projetos em mídias sociais: corroborado, 8) Comunicação entre desenvolvedores e colaboradores: corroborado, 9) Atualização das informações: corroborado, 10) Atualização das informações: corroborado, 11) Relação complexidade do projeto e tempo do financiamento: corroborado e 12) Projetos não financiados: não foi corroborado

**Autor (a):** Rodrigo Rocha Feres Ragil

**Título:** A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário.

**Objetivo:** Análise da regulamentação do *crowdfunding* de investimento considerando o período anterior e posterior a regulamentação CVM 588/2017.

**Metodologia:** Método de análise jurídico interpretativo

**Principais Conclusões:** A análise é pautada na avaliação do papel da regulamentação, considerando que de um lado é necessário o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento e de outro, a proteção ao investidor.

**Fonte: Elaborado pela autora (2019).**

## 4.2. Coleta de dados

Os dados extraídos para essa pesquisa foram obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários, complementados com as informações das juntas comerciais em que a empresa está registrada (as juntas comerciais, de acordo com a Lei Federal N° 8.934/1994, são os órgãos locais com a função de executar e administrar os serviços de registro de empresas mercantis) e com informações disponíveis nos sítios eletrônicos das companhias.

**Quadro 12: Variáveis coletadas para análise**

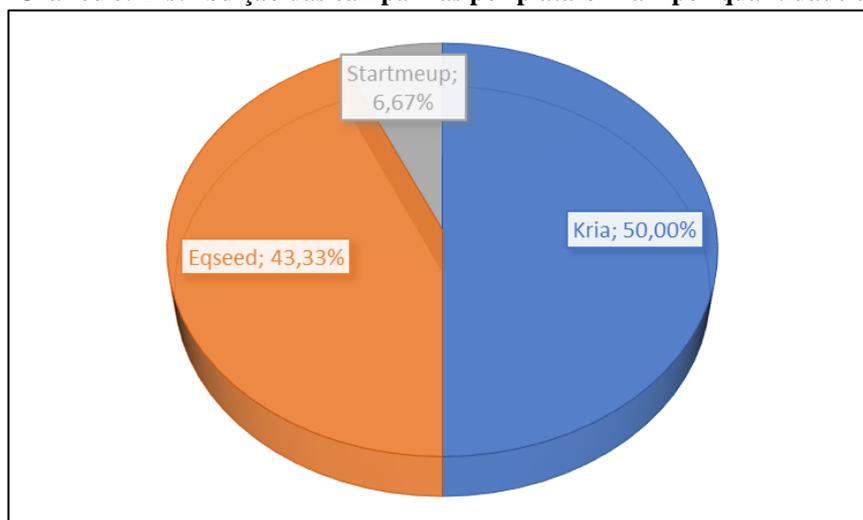
Variável	Evidências
Data da campanha	Dia, mês e ano da campanha
Plataforma	Nome da plataforma que divulgou a campanha
Ano de fundação	Data de registro da empresa
Descrição da atividade	Qual a principal atividade da empresa apresentada no seu site
Segmentação	Classificação feita pela autora com base no tipo de atuação da empresa e descrição da atividade
Cidade	Cidade em que a empresa está cadastrada na junta comercial
Estado	Estado em que a empresa está cadastrada na junta comercial
Região	Descrita conforme o estado em que a empresa está cadastrada
Quantidade de valores mobiliários	Quantidade de títulos emitidos pela empresa na captação pelo <i>crowdfunding</i> de investimento
Espécie	Tipo de valor mobiliário ofertado pela empresa
Preço unitário	Valor de cada título mobiliário, valor mínimo para o investidor
Alvo máximo	Valor que a empresa estipulou para a captação
Valor total captado	Qual foi o montante de recursos financeiros que a empresa conseguiu captar com a campanha
Quantidade de investidores qualificados	Número de investidores qualificados que participaram da oferta
Quantidade de investidores não qualificados	Número de investidores não qualificados que participaram da oferta

**Fonte: Elaborado pela autora (2019).**

As campanhas foram realizadas em três plataformas: Kria (atualmente, chamada de Basement), Eqseed e Startmetup. O gráfico 8 apresenta a quantidade de campanhas em cada plataforma e podemos notar que a Kria foi a que apresentou mais campanhas nos períodos de

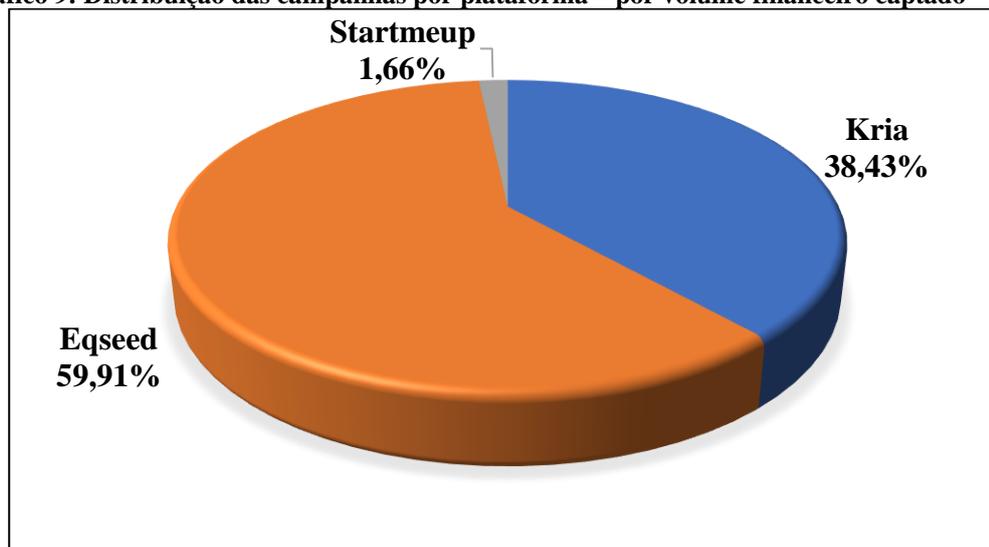
2017 e 2018. A distribuição de frequências foi: Kria (50%), Eqseed (43,3%) e Startmeup (6,66%).

**Gráfico 8: Distribuição das campanhas por plataforma – por quantidade de campanhas**



**Fonte: Elaborada pela autora (2019).**

Conforme apresentado no gráfico 8, em quantidade de campanhas, a Kria apresentou ser a plataforma mais relevante, pois foi a plataforma com maior quantidade de campanhas no período (15 campanhas no total), por outro lado, considerando como métrica os volumes financeiros captados por plataforma, a Eqseed passa a ter mais relevância, uma vez que essa plataforma conseguiu volumes maiores de captação em três campanhas: a D3R comércio de bebidas (R\$ 2 milhões), Horus Aerial Solutions (R\$ 2 milhões) e a campanha feita para captação para a própria Eqseed (R\$ 2,5 milhões). O percentual que representa o volume de captações por plataforma está apresentado no gráfico 9: Kria (38,43%), Eqseed (59,91%) e Startmeup (1,66%).

**Gráfico 9: Distribuição das campanhas por plataforma – por volume financeiro captado**

Fonte: Elaborada pela autora (2019).

A apresentação da tabela 6 demonstra os valores totais captados por plataforma, apontando que, apesar da Basement apresentar mais campanhas, é a Eqseed que apresenta maior volume de captações, assim número mais elevado de valor médio captado.

**Tabela 6: Campanhas de crowdfunding de investimento por plataforma**

Plataforma	Quantidade de campanhas	Valor total captado	Valor médio captado
Basement	15	R\$ 8.686.640,00	R\$ 579.109,33
Eqseed	13	R\$ 13.540.000,00	R\$ 1.041.578,46
StartmeUp	2	R\$ 375.700,00	R\$ 187.850,00
Total	30	R\$ 22.602.340	R\$ 753.411,33

Fonte: Elaborada pela autora (2019)

A campanha com maior valor de captação no período foi feita na plataforma da Eqseed para o financiamento da própria Eqseed (R\$ 2.500.000,00). Nesta campanha foram ofertados 500 (quinhentos) valores mobiliários, pelo preço unitário de R\$ 5.000,00 e a campanha contou com o aporte de 160 cento e sessenta investidores, destes, 59 (cinquenta e nove) qualificados e 101 (cento e um) não qualificados e a campanha com menor valor de captação foi da empresa Phosfato presentes e fotografias que utilizou a plataforma Basement no período compreendido entre setembro de 2017 e fevereiro de 2018 e o valor total captado foi de R\$ 142.500,00.

Como forma de demonstrar a relevância das captações via crowdfunding, é importante demonstrar as campanhas mais significativas. Neste contexto, a tabela 7 aponta quais as campanhas com captações superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). No total foram

10 campanhas (33,3% do total) representando 68% dos volumes totais captados no período (R\$ 15.471.640,00).

**Tabela 7: Campanhas com captações superiores a R\$ 1.000.000,00**

<b>Campanha</b>	<b>Plataforma</b>	<b>Valor</b>
Eqseed	Eqseed	R\$ 2.500.000,00
D3R comercio de bebidas Ltda	Eqseed	R\$ 2.000.000,00
Horus aerial solutions holding	Eqseed	R\$ 2.000.000,00
Greenant do Brasil sistemas de informação Ltda	Eqseed	R\$ 1.600.000,00
FAG Indústria e Comercio de Bebidas LTDA	KRIA	R\$ 1.500.000,00
Onyo do Brasil Desenvolvimento de Software LTDA	KRIA	R\$ 1.451.640,00
PEGAKI tecnologia de entregas	Eqseed	R\$ 1.200.000,00
IOUU tecnologia e serviços	Eqseed	R\$ 1.200.000,00
EFG Saúde LTDA	Kria	R\$ 1.020.000,00
Arco Participações S/A	Kria	R\$ 1.000.000,00

**Fonte: Elaborada pela autora (2019)**

A empresa Pegaki tecnologia de entregas fez duas rodadas de captações, ambas pela plataforma Eqseed. A primeira delas foi em novembro de 2017 no valor de R\$ 360.000 e a segunda no período de julho de 2018 até outubro de 2018 no valor de R\$ 1.200.000. A Instrução CVM 588 estipula a possibilidade de mais de um processo de captação sem a necessidade de registro como empresa emissora de títulos mobiliários, desde que o intervalo entre essas rodadas seja superior a 120 (cento e vinte) dias da data de encerramento da primeira rodada, independentemente de ser feita na mesma plataforma. Nesse caso, ambas as campanhas foram feitas pela Eqseed e o prazo entre elas foi de oito meses.

As informações de todas as campanhas realizadas via crowdfunding de investimento estão apresentados no gráfico 10, os valores estão em Reais mil e no eixo X estão os nomes iniciais das empresas.

**Gráfico 10: Valores captados nas campanhas de crowdfunding**

Fonte: Elaborada pela autora (2019).

Considerando o valor unitário mobiliário ofertado (preço mínimo que o investidor precisava aportar para comprar um título da empresa), podemos checar na tabela 8 que o preço variou entre R\$ 8,67 à R\$ 5.000,00. A campanha com maior quantidade de investidores foi a que emitiu os valores mobiliários a menor preço (campanha da Arco Participações com valor mobiliário de R\$ 8,67 e 181 investidores), por outro lado, a empresa com menor quantidade de investidores (Loop serviços de comunicação com 15 investidores no total) ofereceu os valores mobiliários a R\$ 1.000,00 e a campanha com maior captação, que foi da Eqseed, contou com 160 investidores e o valor mobiliário unitário de R\$ 5.000,00.

**Tabela 8: Relação entre valores totais captados, quantidade de valores mobiliários ofertados e quantidade de investidores**

Valor por Título Mobiliário	Valor Total Captado na Campanha em R\$	Quantidade Total de Valores Mobiliários Ofertados	Quantidade Total de Investidores	Quantidade de Campanha
R\$ 8,67	1.000.000	115.340	181	1
R\$ 14,20	209.500	16.544	29	1
R\$ 50,00	1.451.640	3.000	161	1
R\$ 85,00	142.500	2.353	31	1
R\$ 91,11	270.000	2.964	17	1
R\$ 100,00	2.064.500	24.100	440	5
R\$ 400,00	191.200	600	102	1
R\$ 500,00	2.094.500	4.520	264	3

R\$ 1.000,00	618.500	850	47	2
R\$ 2.500,00	1.020.000	408	74	1
R\$ 4.000,00	1.440.000	360	133	4
R\$ 5.000,00	12.100.000	2.420	866	9
<b>Total Geral</b>	<b>22.602.340</b>	<b>173.459</b>	<b>2.345</b>	<b>30</b>

Fonte: Elaborada pela autora (2019).

### 4.3. Apresentação e análise de categorias

Para a análise dos dados coletados foram estabelecidas quatro categorias para a realização da análise de conteúdo, São elas:

1. Idade da empresa na data de captação
2. Descrição da atividade e segmento da empresa
3. Dados geográficos
4. Tipo de investidor.

O estabelecimento das categorias foi embasado na revisão de literatura e o planejamento deste trabalho considera buscar traçar o perfil das empresas que estão utilizando o *crowdfunding* de investimento como fonte de financiamento para os negócios. A primeira categoria (1. Idade da empresa na data de captação) tem por objetivo avaliar a idade dessas empresas e responder se essas empresas são novas (recém registradas) e, portanto, podem ser classificadas como *startups*? Qual a principal atividade da empresa? São segmentos com desenvolvimento de novos produtos? Essa resposta será respondida pela segunda categoria (2. Descrição da atividade e segmento da empresa). A terceira categoria é de dados geográficos e procura avaliar se o *crowdfunding* de investimento traz uma distribuição de captações, por região, diferente de outras fontes de financiamento (3. Dados geográficos) e a quarta categoria avalia quais os investidores que aportaram recursos, se são investidores comuns ou qualificados e qual a relação entre captação e tipo de investidor (4. Tipo de investidor).

#### 4.3.1 Idade da empresa na data de captação - 1ª Categoria

A idade da empresa na data de captação corresponde a diferença entre a data da captação e a data de registro da empresa, por exemplo, algumas campanhas começaram em 2017 e finalizaram em 2018, e para esses casos, foi considerada a data de início da campanha para o cálculo.

**Tabela 9: Quantidade de campanhas por idade da empresa**

Idade	Quantidade de campanhas	Percentual de frequência
0	2	6,7%
1	6	20,0%
2	11	36,7%
3	4	13,3%
4	4	13,3%
6	1	3,3%
7	1	3,3%
8	1	3,3%
Total	30	100%

Fonte: Elaborada pela autora (2019)

Das campanhas analisadas, 77,6% são de empresas com menos de 3 anos de registro e 23,3% com mais de 4 anos de vida. O relatório Global Entrepreneurship Monitor (2017-2018) define como total *early stage entrepreneurial activity* (TEA) um novo negócio ou um negócio há menos de 42 meses (3,5 anos).

Deste modo, pode-se concluir que as empresas que utilizaram *crowdfunding* de investimento para captação de recursos financeiros são empresas novas (aproximadamente, 90% delas com menos de 4 anos entre o registro e o período de captação de recursos via *crowdfunding*), contudo, considerando a definição apresentada por RIES (2011) de que para ser considerada uma *startup*, a empresa deve desenvolver e oferecer um produto inovador em um ambiente de extrema incerteza (RIES 2011 apud CARDOSO 2017) não utilizaremos essa classificação de *startup* nesse trabalho, visto que não houve avaliação sobre o grau de inovação dos produtos e serviços oferecidos por essas empresas durante a campanha.

#### **4.3.2 Descrição da atividade e segmento da empresa - 2ª Categoria**

Na segunda categoria, foram consideradas a descrição da atividade e o segmento de atuação da empresa.

Desta forma, para a análise ficar mais clara em relação a descrição das atividades das empresas, os sites foram consultados e classificados de acordo com o produto ou serviço prestado.

**Quadro 13: Descrição das atividades das empresas**

<b>Empresa/Campanha</b>	<b>Site</b>	<b>Descrição</b>	<b>Segmento</b>
ZB SPORTS S/A	<a href="https://www.zebrasportswear.com/">https://www.zebrasportswear.com/</a>	Loja virtual	Comércio
EFG Saúde LTDA	<a href="https://www.mais60saude.com.br/">https://www.mais60saude.com.br/</a>	Clínica multidisciplinar especializada no cuidado com o idoso	Serviços
Phosfato Presentes e Fotografias LTDA	<a href="https://www.phosfato.com.br/">https://www.phosfato.com.br/</a>	Assinatura mensal para recebimento de presentes personalizados feitos através de fotos dos usuários.	Serviços e comércio
Arco Participações S/A		Serviços financeiros	Serviços
Supernow Portal e Serviços de Internet LTDA - ME	<a href="https://supermercadonow.com/">https://supermercadonow.com/</a>	Conecta consumidores e supermercados	Serviços
Loop - Serviços de Comunicacoes LTDA - ME	<a href="https://loopimoveis.com/">https://loopimoveis.com/</a>	Plataforma de imobiliária virtual	Serviços
Resale Tecnologia e Serviços LTDA ME	<a href="https://resale.com.br/">https://resale.com.br/</a>	Site de imobiliária virtual para imóveis retornados do banco	Serviços
FAG Indústria e Comercio de Bebidas LTDA	<a href="http://cervejaleuven.com.br/">http://cervejaleuven.com.br/</a>	Fabricação de cerveja	Industria
Onyo do Brasil Desenvolvimento de Software LTDA	<a href="https://www.site.onyo.com/">https://www.site.onyo.com/</a>	Aplicativo de entrega de refeições compradas nos restaurantes da escolha do cliente	Serviço
Choppup Tecnologia e Servicos LTDA – EPP	<a href="http://choppup.com.br/">http://choppup.com.br/</a>	Produção e prestação de serviços	Industria e Serviço
Juritech Solucoes Inteligentes Online LTDA ME	<a href="https://www.juridoc.com.br/">https://www.juridoc.com.br/</a>	Plataforma de gestão de contratos	Serviços
Simbiose Assessoria em Projetos Culturais Desportivos	<a href="https://www.simbiose.social/">https://www.simbiose.social/</a>	Plataforma para empresas que querem investir em plataformas sociais	Serviços
WOT Comercio de Bebidas e Alimentos LTDA – EPP	<a href="http://www.whatsontap.com.br/">http://www.whatsontap.com.br/</a>	Comércio varejista de bebida	Comércio
SOLAR 21 COMERCIO E SERVIÇOS DE ENERGIA LIMPA	<a href="http://www.solar21.com.br/">http://www.solar21.com.br/</a>	Locação de equipamento de energia solar	Serviços
CatMyPet Comercio de Presentes LTDA	<a href="https://www.catmypet.com/">https://www.catmypet.com/</a>	Produz e vende (loja virtual) produtos para pet shop	Indústria e Comércio
Pegaki Tecnologia de Entregas LTDA	<a href="https://pegaki.com.br/">https://pegaki.com.br/</a>	Conecta empresas com espaços livres com empresas de entregas	Serviços
Peepi Tecnologia da Informação LTDA	<a href="https://www.peepi.com.br/">https://www.peepi.com.br/</a>	Plataforma para engajamento de clientes e colaboradores com a empresa	Serviços
Housed serviços gráficos	<a href="https://www.housed.com.br/">https://www.housed.com.br/</a>	Produção de papel de parede personalizado	Indústria
Alligator serviços digitais LTDA	<a href="https://alligator.com/">https://alligator.com/</a>	Aluguel de equipamentos (câmeras, filmadoras, entre outros)	Serviços
Dindin soluções financeiras S.A.	<a href="https://appdindin.com.br/">https://appdindin.com.br/</a>	Aplicativo de conta digital	Serviços
Kokar - automação residencial e	<a href="https://kokar.com/">https://kokar.com/</a>	Aplicativo de automação residencial	Serviços

Greenant do Brasil sistemas de	<a href="https://www.greenant.com.br/">https://www.greenant.com.br/</a>	Plataforma para acompanhamento de consumo de energia elétrica	Serviços
D3R comercio de bebidas LTDA -	<a href="http://3cariocas.ri.com.br/">http://3cariocas.ri.com.br/</a>	Comércio de bebidas	Serviços
Pegaki tecnologia de entregas	<a href="https://pegaki.com.br/">https://pegaki.com.br/</a>	Conecta empresas com espaços livres com empresas de entregas	Serviços
Horus aerial solutions holding	<a href="https://horusaeronaves.com/">https://horusaeronaves.com/</a>	Oferece serviços de mapeamento com a utilização de drones	Serviços
Prosumir aproveitamento	<a href="http://www.prosumir.com.br/">http://www.prosumir.com.br/</a>	Oferece soluções para o melhor aproveitamento de energia através de uma turbina redutora de pressão	Indústria
Iouu tecnologia e serviços	<a href="https://iouu.com.br/">https://iouu.com.br/</a>	Plataforma de <i>crowdfunding</i> de empréstimo	Serviços
EqSeed LTDA (CNPJ: 21.839.542/0001-22)	<a href="https://eqseed.com/">https://eqseed.com/</a>	Plataforma de <i>crowdfunding</i> de investimento	Serviços
Expense on demand serviços de intermediação	N/A	Aplicativo para gerenciamento de reembolsos corporativos	Serviços
Radix investimentos florestais LTDA - ME	<a href="https://radixflorestal.com.br/">https://radixflorestal.com.br/</a>	Empresa que faz plantio de florestas comerciais	Sustentabilidade

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Analisando os dados extraídos da base de dados da CVM e considerando a classificação utilizada para categorizar as empresas feita neste trabalho, foi possível afirmar que a categoria de serviços é a mais representativa em termos de quantidade de campanhas, valor total captado e quantidade de investidores, sendo que a representatividade maior dessa categoria está relacionada à oferta de serviços vinculados à internet, tais como plataformas de *crowdfunding*, banco digital e outros serviços online. Cinco empresas captaram recursos para produção de algum bem, que são as categorias: indústria, indústria e serviços e indústria e comércio. O volume total captado foi de R\$ 3.301.500,00 de 456 investidores.

**Tabela 10: Dados sobre quantidade de campanhas, valor total captado e quantidade de investidores por categoria**

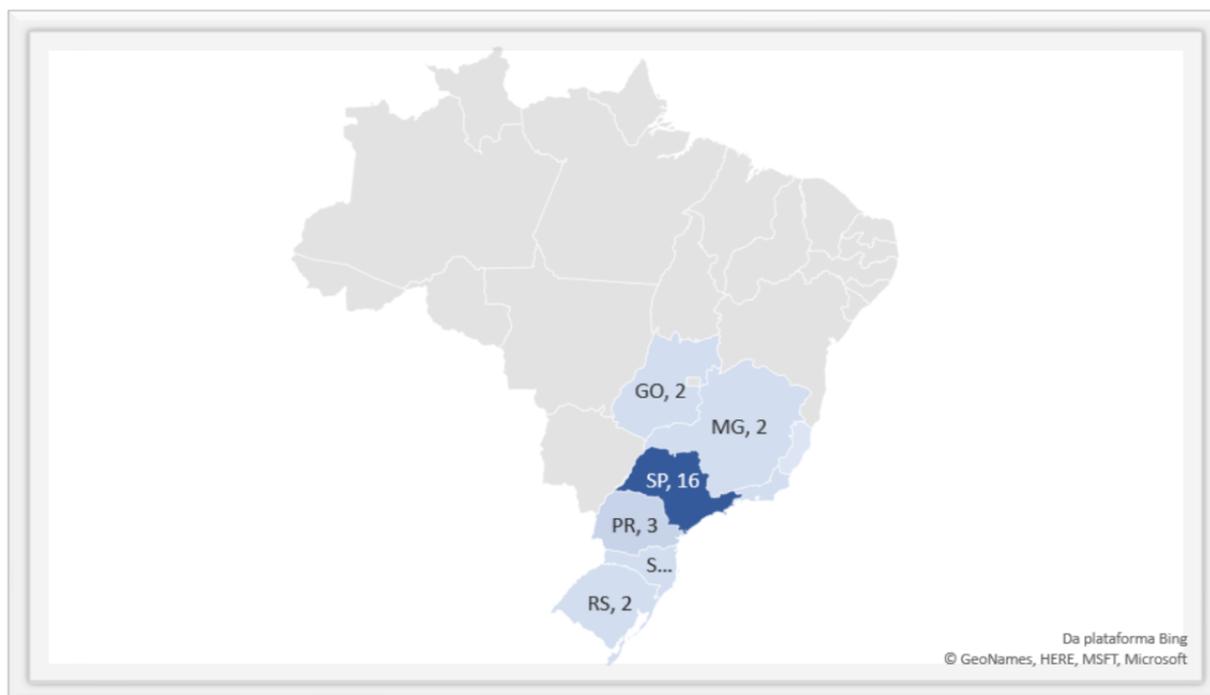
Categoria	Quantidade de Campanha	Valor Total	Quantidade de Investidores
Serviços	21	18.484.640	1.679
Indústria	3	2.360.000	213
Comércio	3	625.000	108
Sustentabilidade	1	191.200	102
Indústria e Serviços	1	321.500	63
Indústria e Comércio	1	620.000	180
<b>Total Geral</b>	<b>30</b>	<b>22.602.340</b>	<b>2.345</b>

Fonte: Elaborada pela autora (2019).

### 4.3.3 Dados Geográficos - 3ª Categoria

Nesta terceira categoria estão incluídas as seguintes informações: cidade, estado e região, e o objetivo foi analisar se há predominância de campanhas de acordo com as informações geográficas das empresas.

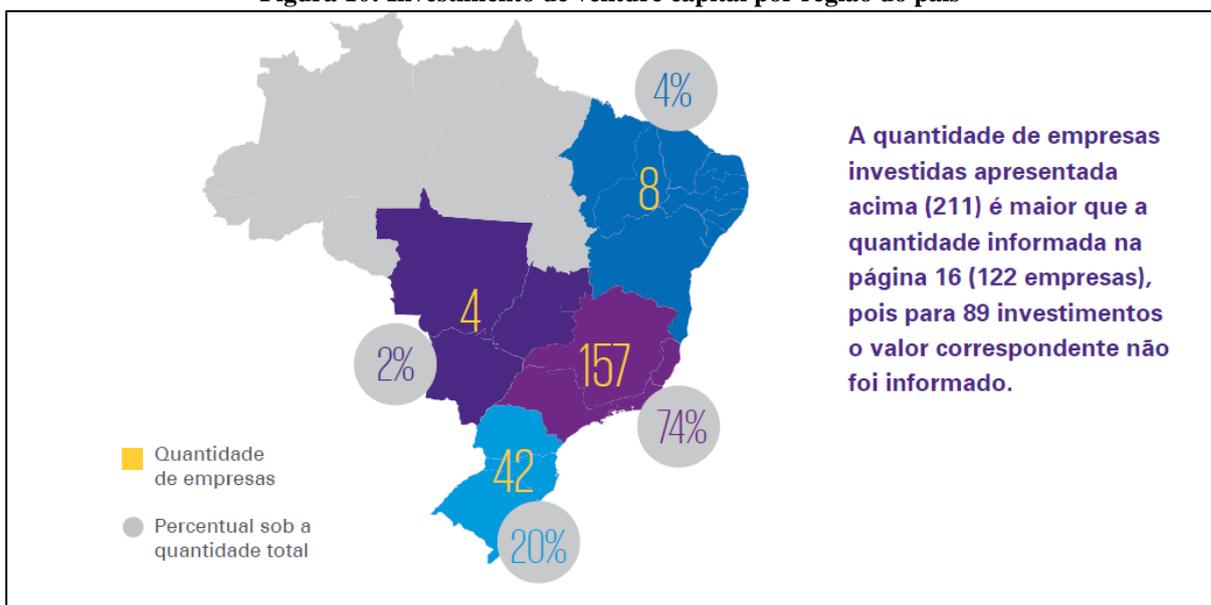
**Figura 9: Empresas por Região e Estado**



**Fonte: Elaborada pela autora (2019)**

Como é possível observar na Figura 10, o *crowdfunding* de investimento não tem capilaridade em âmbito nacional, as campanhas estão concentradas nas regiões Sudeste (70%), Sul (23%) e Centro-Oeste (7%). Comparando esses dados com os dados divulgados pelo SEBRAE, é possível notar que a distribuição das micro e pequenas empresas no Brasil também apresenta maior concentração nas regiões Sudeste (50,9% das empresas), Sul (23,9%) e Centro-Oeste (4,70%), outra forma de análise é comparar com o gráfico apresentado pelo relatório Indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil (KPMG, 2019) sobre a distribuição de investimentos feitos por *venture capitalists* por região do país e podemos perceber uma predominância de investimentos em empresas localizadas na região Sudeste e Sul do país, conforme apontado na figura 10.

**Figura 10: Investimento de venture capital por região do país**



**Fonte: Indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil: consolidação dos dados (2019).**

Dessa forma, pode-se concluir que as empresas que mais se utilizaram do crowdfunding de investimento estão concentradas nas regiões Sudeste e Sul do país.

#### 4.3.4 Tipo de Investidor - 4ª Categoria

A Instrução CVM 588 de 2017 contempla a possibilidade de investimentos tanto de investidores comuns como de investidores qualificados e diferencia o valor total que esses investidores podem aportar de recursos financeiros nas empresas por ano.

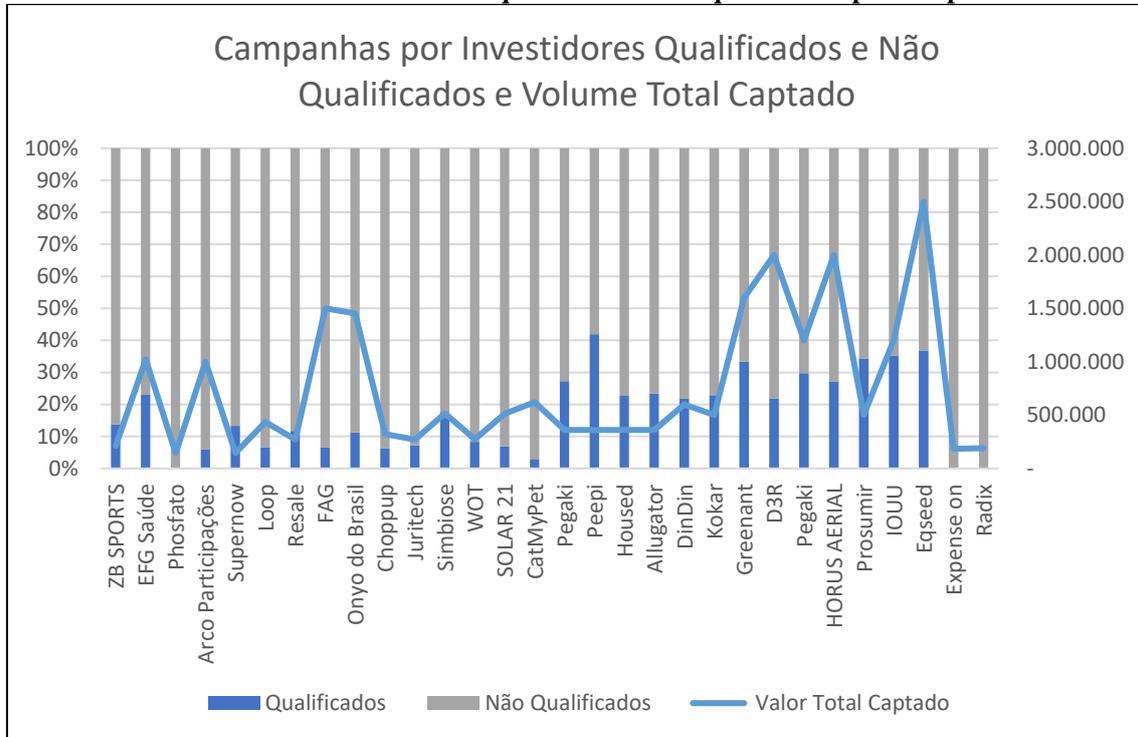
O investidor qualificado deve assinar uma declaração atestando possuir conhecimentos do mercado financeiro, ter ciência dos riscos envolvidos nas operações e ter aplicações financeiras superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Fonseca (2016) esclarece que o Artigo 4º da Instrução CVM 588/2017 dispõe que o montante total aplicado pelos investidores é de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano calendário, exceto no caso de investidor líder, investidor qualificado ou aquele que possui mais de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) em investimentos financeiros.

A importância de analisar o percentual de investidores qualificados e o percentual de não qualificados é demonstrar a efetiva utilização do *crowdfunding* de investimento na captação de recursos financeiros de investidores não qualificados (da multidão).

A campanha com maior quantidade de investidores qualificados foi da Eqseed. No total, foram 59 investidores qualificados e 101 investidores não qualificados. A campanha

com maior quantidade de investidores não qualificados, por sua vez, foi a catmypet com 175 investidores não qualificados e 5 investidores qualificados.

**Gráfico 11: Investidores qualificados e não qualificados por campanha**



**Fonte: Elaborado pela autora (2019).**

Na análise do gráfico acima, percebe-se que não há relação entre a quantidade de investidores qualificados e o volume financeiro total captado, o que demonstra que o *crowdfunding* é uma forma de captação que realmente recebe aporte de investidores não qualificados (a multidão).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento de novas empresas é fator importante para o crescimento econômico do país, trazendo como exemplos de benefícios, o aumento na oferta de empregos diretos e indiretos. Para o empreendedor, ser dono do próprio negócio pode estar relacionado a busca de ter maior controle sobre sua vida financeira e profissional, pode ser consequência de uma ideia inovadora e com grandes perspectivas de crescimento ou pode ser porque o mercado de trabalho não está lhe proporcionando oportunidades (empreendedor por necessidade). Um dos fatores importantes para o desenvolvimento de novos negócios e oferecer fontes de financiamento para esses empreendedores.

Este trabalho analisou o *crowdfunding* de investimento como fonte de captação de recursos financeiros para viabilização de novos negócios no Brasil. Inicialmente, foi apresentado o conceito de fases de maturidade da empresa que considera a relação entre risco do negócio e receita de vendas, demonstrando que no início, quando o produto ou serviço a ser desenvolvido ainda é uma ideia, os riscos envolvidos no processo são altos, tanto riscos no desenvolvimento do produto como os riscos de mercado, ou seja de aceitação do produto pelo mercado consumidor, nessa fase ainda é difícil prever vendas e resultados financeiros e esse é um dos principais motivos pelos quais o capital utilizado nessa fase é proveniente de amigos, familiares e do próprio empreendedor. Os bancos podem ser fontes de recursos nessa fase, contudo, por solicitarem garantias reais em contrapartida ao empréstimo. Normalmente, os empreendedores conseguem empréstimos vinculados a pessoa física e não a pessoa jurídica, seja através de crédito pessoal ou mesmo refinanciamento de ativos (veículos, imóveis, por exemplo). Além dos recursos financeiros diretos, negociações com fornecedores para postergar os pagamentos, venda do produto antes do desenvolvimento (pré ordem) com receita antecipada, utilização de máquinas e equipamentos emprestados são alguns exemplos de outras formas de conseguir desenvolver o produto, na literatura, essas formas de começar um negócio próprio utilizando recursos próprios é chamado de *bootstrapping*.

Após essa fase inicial, a empresa entra na fase de expansão, em que se faz necessário injetar valores muito maiores de capital para semear o negócio (por isso o termo em inglês para esse capital é *seed money*) e o empreendedor precisa buscar novos investidores para o negócio para não perder essa oportunidade de crescimento. Os bancos são uma opção disponíveis nessa fase também, contudo, assim como dito na fase anterior, exigiram garantias reais pelo empréstimo e farão avaliações de risco para verificar se disponibilizarão ou não o empréstimo; incentivos governamentais como os financiamento oferecidos pelo BNDES ou

FINEP também podem ser opções, contudo as diretrizes que definem quais os setores que serão beneficiados depende das diretrizes de desenvolvimento definidas pelo Governo para o país. Os investidores de capital de risco se apresentam como uma alternativa e são importantes fontes de recurso para essas empresas, que, apesar de ter seu risco reduzido em comparação a fase anterior, ainda apresentam riscos elevados. Os investidores de capital de risco englobam investidores anjos, *venture capital* e *private equity*; os investidores anjos investem o seus próprios recursos financeiros, os *venture capitalists* e os *private equities* investem capital de terceiros, para os três, o objetivo é obter retorno financeiro sobre o capital aportado e a realização desse retorno financeiro é chamado de desinvestimento e, normalmente, acontece com a abertura de capital dessas empresas na Bolsa de Valores.

O *crowdfunding* de investimento surge como uma nova alternativa de captação de recursos financeiros para o desenvolvimento de novos negócios no Brasil, pois possibilita que empresas tenham acesso a mais uma forma de buscar investidores através da oferta de valores mobiliários em contrapartida ao investimento. Nesse caso, os investidores são pessoas comuns, interessadas em investir em empresas nascentes com o objetivo de ter retorno superior a outros investimentos.

Como forma de proteger o investidor e ao mesmo tempo possibilitar o desenvolvimento desse mercado, a CVM regulamentou o *crowdfunding* de investimento em 2017. Para a empresa, a instrução permite a captação de recursos financeiros via plataforma de financiamento coletivo sem a necessidade de registro como empresa emissora de valores mobiliários e para os investidores limitou o valor total de investimentos por ano em R\$ 10.000,00 (exceções para investidores qualificados ou com aplicações financeiras).

O objetivo geral desta pesquisa foi demonstrar e analisar o perfil das empresas que fizeram uso do *crowdfunding* de investimento para captações de recursos oferecendo títulos mobiliários como contrapartida ao investimento. Nesse sentido, as análises propiciaram perceber que ainda existem poucas plataformas oferecendo o *crowdfunding* de investimento, contudo se considerarmos que até 2018 houve três plataformas (Kria, Eqseed e Startmeup) e em 2019 sete plataformas adicionais (my first IPO, Cluster 21, Profit Investing, YC, Upangel, Platta, Organismo Equity *Crowdfunding*) obtiveram registros na CVM para atuação em futuro próximo, é seguro inferir que a expectativa é de que esse mercado cresça de forma significativa nos próximos anos.

Em relação às quatro categorias de análise, foi possível concluir que:

- A apuração da **idade** das empresas analisadas possibilitou enquadrá-las como *startups*, pois 77,6% dessas empresas tinham menos de três anos de registro;

- Os **segmentos** ainda se mostraram muito concentrados em serviços, porém com o advento e avanço da internet surgiram novas possibilidades de ofertas de serviços através de sites e, sobretudo, de aplicativos;
- Os **dados geográficos** apontam que ainda existe uma concentração de empresas captando nas regiões sudeste, sul e centro-oeste;
- Em relação ao **tipo de investidor**, existe grande concentração de investidores não qualificados.

Os itens “idade da empresa” e “tipo de investidor” foram os mais relevantes para o embasamento da conclusão deste trabalho, dado que o *crowdfunding* de investimento é uma nova opção para o financiamento de *startups* e é importante o desenvolvimento desse mercado como forma de suprir o crédito necessário para que novas empresas tenham a possibilidade de se desenvolverem.

Comparando os valores de captação do *crowdfunding* de investimento com os valores dos fundos de capital de risco – investimento de R\$ 28,7 bilhões entre 2017 e 2018 em 202 empresas –, foi possível notar que o *crowdfunding* de investimento ainda não apresenta números de relevância que justifiquem o crescimento e desenvolvimento de novas empresas. Além disso, a regulamentação, o incentivo ao empreendedorismo e a cultura de investimento em *startups* é assunto relativamente novo no país, portanto, as perspectivas de amadurecimento do *crowdfunding* de investimento são promissoras.

Neste estudo, foram analisadas as captações de 2017 e 2018 das empresas que utilizaram o *crowdfunding* de investimento, como sugestão para pesquisas futuras, possibilitando ampliar o período de análise, avaliar o desempenho dessas empresas e as percepções dos investidores, além de considerar a base para essa avaliação como eles estão sendo comunicados (relatórios financeiros/demonstração dos investimentos) e a impressão e expectativa em relação ao retorno sobre o capital investido. Por fim, um estudo interessante que poderia ser proposto – assim que as informações estiverem disponíveis – é sobre o desempenho do *crowdfunding* de empréstimo, pois, em termos mundiais, tem sido a modalidade que mais arrecada fundos – em 2014 foram US\$ 11,08 bilhões, o que representa 72% do total.

Como delimitações dessa pesquisa, há de se considerar, sobretudo, a questão da amostra trabalhada, pois as bases utilizadas que compuseram a análise foram de 2017 e 2018, já que 2019 ainda não está disponível e, apenas das captações da modalidade do *crowdfunding* de investimento, uma vez que o *crowdfunding* de empréstimo, que somado ao de investimento compõe o que é conhecido como *crowdinvesting*, teve a regulamentação aprovada muito

recentemente e não apresentou informações suficientes que permitisse uma análise robusta dos dados.

## REFERÊNCIAS

ABDULLAH, Syahida; Oseni, Umar A. *Towards ashari'ah compliant equity-based crowdfunding for the halal industry in Malaysia*. International Journal of Business and Society, Vol. 18 S1, 223-240. 2017.

AHLERS, Gerrit et al. *Signaling in Equity Crowdfunding*. Social Science Research Network. 2012. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2161587](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2161587). Acesso em: 28 de jan. 2019.

ALÉM, Ana Cláudia; MADEIRA, Rodrigo. **As instituições financeiras públicas de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo**. Revista do BNDES 43. Rio de Janeiro. Editora Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. P. 5-39. junho de 2015.

ALLUGATOR **serviços digitais LTDA**. Disponível em: <https://allugator.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

ALMEIDA, Alivinio. et al. **Empreendedorismo e desenvolvimento de novos negócios**. 2ª edição. Rio de Janeiro. Editora FGV. 2013.

ALVES, Fernando et al. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) início de uma nova década de crescimento**. PWC Brasil. 2016. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-2014.pdf>. Acesso em: 21 de fev. 2019.

AMEDOMAR, André de Azevedo. **O crowdfunding de recompensas como alternativa de capital empreendedor para EBTs no Brasil: um estudo descritivo-exploratório**. Dissertação de mestrado. São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 221 p. 2015.

AMEDOMAR, André de Azevedo; SPERS, Renata Giovinazzo. *Reward-based crowdfunding: a study of the entrepreneurs' motivations when choosing the model as a venture capital alternative*. Brazil. International Journal of Innovation, 6(2), 147-163. 2018.

ANDRADE, Samantha Sasha de. **Jornalismo da Multidão: estudo sobre as formas de financiamento coletivo da Agência Pública**. Dissertação de mestrado. Bauru. Programa de Pós-Graduação em Mídia e Tecnologia da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita de Filho” (UNESP). 106 f. 2016.

AGUIAR, Carlos Eduardo Magalhães Vieira de. **Crowdfunding no Brasil: um estudo sobre a plataforma Catarse**. Dissertação de mestrado. São Carlos. Programa de Pós-Graduação em Imagem e Som do Centro de Educação em Ciências Humanas da Universidade Federal de São Carlos (UFSCAR). 182 f. 2016.

ARAÚJO, Francisco Fabiano Mapurunga. **Fatores influenciadores do funcionamento das plataformas de *crowdfunding* no Brasil.** Dissertação de mestrado. Fortaleza. Universidade de Fortaleza (UNIFOR). 70 f. 2018.

ARAÚJO, Mariana Delgado Monteiro de. ***Crowdfunding: o que as campanhas de sucesso fazem diferente? Uma análise comparativa com uso de conjuntos fuzzy set.*** Dissertação de mestrado. São Leopoldo. Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). 88 f. 2017.

ARTISTSHARE. Disponível em: <https://www.artistshare.com/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo.** 4.ed. Lisboa: Edições 70, 2009.

BARROS, Lucia Salmonson Guimarães. ***The role of time and past funding in non-investment crowdfunding decision.*** Tese de doutorado. Rio de Janeiro. Escola de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas. 104 f. 2016.

BATISTA, Eduardo Manente. **Comunicação e consumo em *crowdfunding*. Estratégias discursivas do empreendedorismo social e a construção do consumidor-investidor.** Dissertação de mestrado. São Paulo. Programa de Pós-Graduação em Comunicação e Práticas de Consumo, Escola Superior de Propaganda e Marketing. 118 f. 2016.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas. ***Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings.*** Louvain School of Management Research Institute. 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2437786>>, DOI: 10.2139/ssrn.2437786.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. ***Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective.*** *Digital Business Models: Understanding Strategies* (pp. 1-30), Paris. 2010.

BENFEITORIA – ***Crowdfunding* + Financiamento Coletivo benfeito é na Benfeitoria.** Disponível em: <https://benfeitoria.com/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

BERLIM, Lilyan Guimarães. **Transformações no campo da moda: crítica ética e estética.** Tese de doutorado. Rio de Janeiro. Universidade Federal do Rio de Janeiro. 342 f. 2016.

BIVA – **Empréstimos e investimentos mais rentáveis ao alcance de todos.** Disponível em: <https://biva.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

BLOXS – **Simplificando investimentos alternativos.** Disponível em: <https://bloxs.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

BNDES. **O Banco Nacional de Desenvolvimento.** Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>. Acesso em: 29 de dez. 2019.

BRASIL. Banco Central. **Resolução Banco Central do Brasil. Nº 2.921, de 17 de janeiro de 2002.** Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46980/Res\\_2921\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46980/Res_2921_v1_O.pdf)

BRASIL. Banco Central. Resolução N° 4.656, de 26 de abril de 2018. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res\\_4656\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf)

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 209, de 25 de março de 1994**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst209.html>. Acesso: em 29 de dez. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 301, de 16 de abril de 1999**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst301.html>. Acesso em: 29 de dez. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 554, de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 21 de jan. de 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 564, de 11 de junho de 2015**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst564.html>. Acesso em: 21 de jan. de 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 566, de 31 de julho de 2015**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html>. Acesso em: 21 de jan. de 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM N° 588, de 13 de julho de 2017**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 25 de jan. de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Lei N° 4.595, de 31 DE dezembro DE 1964**. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm). Acesso em: 28 de dez. 2019.

BRASIL. Presidência da República. **Lei N° 6.404, DE 15 de dezembro de 1976**. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 28 de set. 2019.

BRASIL. Presidência da República. **Lei N° 6.385, DE 7 de dezembro de 1976**. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm). Acesso em: 28 de set. 2019.

BRASIL. Presidência da República. **LEI N° 8.934, DE 18 de novembro de 1994**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18934.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18934.htm). Acesso em: 29 de jan. 2019.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 10ª. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

BUENO, Alexandre. **Utilização dos mecanismos de apoio financeiro à inovação tecnológica por empresas de São Carlos – SP**. Dissertação de mestrado. São Carlos. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de São Carlos. 236 f. 2011.

CAP-TABLE – **A plataforma de investimentos em startup da StarSe.** Disponível em: <https://www.captable.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

CARDOSO, Luciano Santos. **Inovação e crowdfunding: um estudo sobre startups.** Dissertação de mestrado. São Paulo. Universidade Presbiteriana Mackenzie. 101 f. 2018.

CARLOMAGNO, Márcio C.; ROCHA, Leonardo Caetano Da. **Como criar e classificar categorias para fazer análise de conteúdo: uma questão metodológica.** Revista Eletrônica de Ciência Política, vol. 7, n. 1 p. 173 - 188, 2016.

CARRETE, Liliam Sanchez; TAVARES, Rosana. **Mercado Financeiro Brasileiro.** 1ª edição. São Paulo. Gen Atlas. 2019.

CARVALHO, C. E.; TEPASSÊ, A. C. **Banco público como banco comercial e múltiplo: Elementos para a análise do caso brasileiro.** In: JAYME JR, F.; CROCCO, M. (Org.). Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.

CATARSE. **Crowdfunding e financiamento coletivo no Brasil é no catarse.** Disponível em: <https://www.catarse.me/>. Acesso em: 28 dez. 2019.

CATARSE. **Rede contra o Fogo.** Disponível em: <https://www.catarse.me/redecontrafogoveadeiros>. Acesso em: 27 de jun. 2019.

CATECATI, Tiago. **Fatores críticos de sucesso no sistema de financiamento coletivo de produtos na visão dos desenvolvedores bem sucedidos.** Dissertação de mestrado. Florianópolis. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina. 138 f. 2016.

CATMYPET Comercio de Presentes LTDA. Disponível em: <https://www.catmypet.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

CHIESA, Carolina Dalla. **Financiamentos coletivos online: uma perspectiva antropológica sobre projetos e empreendedores.** Dissertação de mestrado. Porto Alegre. Programa de Pós-Graduação em Antropologia Social da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 165 f. 2017.

CHOPPUP Tecnologia e Serviços LTDA – EPP. Disponível em: <http://choppup.com.br/>. Acesso em: 21 de jan. 2019.

CHOY, Katherine; SCHLAGWEIN, Daniel. *Crowdsourcing for a better world: On the relation between IT affordances and donor motivations in charitable crowdfunding.* Information Technology & People, Vol. 29 Issue: 1, pp.221-247. 2016. Permanent link to this document: <https://doi.org/10.1108/ITP-09-2014-0215>.

CLOUD Imperium Games Corporation – **Kickstarter Star Citizen** Disponível em: <https://www.kickstarter.com/projects/cig/star-citizen>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

COCATE, Flávia Medeiros. **Multidões na internet: estudo sobre como indivíduos se mobilizam na rede para a participação em ideias e projetos.** Dissertação de mestrado. Juiz

de Fora. Programa de Pós-Graduação em Comunicação da Faculdade de Comunicação da Universidade Federal de Juiz de Fora. 179 f. 2012.

COSTA, Bruna Gazzi. **Procuram-se colaboradores, recompensa-se bem: a trama da colaboração nos sites de *crowdfunding***. Dissertação de mestrado. Porto Alegre. Programa de Pós-Graduação em Psicologia Social e Institucional do Instituto de Psicologia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). 100 f. 2013.

COSTA, Livia Maciel Guimarães. **Consumo colaborativo: uma perspectiva por meio do estudo de campanhas sociais nas redes sociais online**. Dissertação de mestrado. João Pessoa. Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba. 121 f. 2016.

CLUSTER 21. **Inspire-se para mudar o futuro: invista em startups para gerar grandes transformações**. Disponível em: <https://cluster21.com.br/investimentos-em-startups-equity-crowdfunding-brasil>. Acesso em: 28 de dez. de 2019.

CUMMING, Douglas J.; ZHANG, Minjie. *Angel Investors Around the World*. Journal of International Business Studies (JIBS), Forthcoming. 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3226373](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3226373)

D3R **comercio de bebidas LTDA**. Disponível em: <http://3cariocas.rio/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

DINDIN **soluções financeiras S.A**. Disponível em: <https://appdindin.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

EFG **Saúde LTDA**. Disponível em: <https://www.mais60saude.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

EQSEED – **investir em startups**. Disponível em: <https://eqseed.com/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

ESTELLÉS-AROLAS, Enrique.; GONZÁ LEZ-LADRÓ N-DE-GUEVARA, Fernando. *Towards an integrated crowdsourcing definition*. Journal of Information Science, p. 1-14, 2012. Acesso em: 10 jan. 2018.

ESTUDO Especial no 50 do Banco Central do Brasil: **Crédito Ampliado às Empresas: comportamento e perfil. 2019** Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE049\\_Credito\\_ampliado\\_ao\\_setor\\_nao\\_financeiro.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE049_Credito_ampliado_ao_setor_nao_financeiro.pdf). Acesso em: 22 de nov. 2019.

FAG **Indústria e Comercio de Bebidas LTDA**. Disponível em: <http://cervejaleuven.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

FELIPE, Israel José dos Santos. **Determinantes do sucesso de campanhas de *equity* e de *reward crowdfunding***. Tese de doutorado. São Paulo. Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 197 f. 2017.

FERRARI, Roberto Jr. **Empreendedorismo para computador: criando negócios de tecnologia**. Editora Elsevier. Rio de Janeiro. 2009.

FINEP: **Inovação e Pesquisa**. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/>. Acesso em: 29 de dez. 2019.

Indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil: consolidação dos dados 2019. Disponível em <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/07/br-consolida%C3%A7%C3%A3o-dados-pevc-2019.PDF>. Acesso em: 04 de jan. 2019.

FONSECA, Marcus Vinicius Pimentel da. **As plataformas e os sindicatos no *investment-based crowdfunding*: Regulação, riscos e mitigações**. Dissertação de mestrado profissional. São Paulo. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 60 f. 2018.

FRANCO, Cleiton. **Três ensaios em avaliação de políticas públicas**. Tese de doutorado. Recife. Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pernambuco. 2016

FRANÇOSO, Mariane Santos; QUEIROZ, Sérgio Robles Reis de. ***Venture capital e inovação: uma análise a partir das startups de biocombustíveis dos Estados Unidos***. Revista Tecnologia e Sociedade. V. 12, No 25. 2016. Disponível em: <https://periodicos.utfpr.edu.br/rts/article/view/3750/2943>

GALLI, Gabriel. ***Crowdfunding no jornalismo: a utilização das práticas de financiamento coletivo como indicadores das mudanças na atuação de jornalistas***. Dissertação de mestrado. Porto Alegre. Programa de Pós-Graduação em Comunicação Social da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. 282 f. 2018.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 7ª edição. São Paulo. Atlas. 2019.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7ª edição. Editora Harbra Ltda. 1997.

GLEBBA – **invista diretamente em empreendimentos imobiliários**. Disponível em: <https://www.glebba.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

GLOBAL Entrepreneurship Monitor (GEM). Global Report 2017/18. Disponível em: <https://www.gemconsortium.org/report>. Acesso em: 21 de jan. 2019.

GODOY, A. S. (1995). **Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades**. Revista de Administração de Empresas, 35(2), 57-63.

GOLDENBERG, Mirian. **A arte de pesquisar: como fazer pesquisa qualitativa em Ciências Sociais**. 8ª edição. Rio de Janeiro. Editora Record. 2004.

HASSEM, Alina; FERRARI, Roberto Jr.; SALMÁZIO, Flávia Caroline Augusto. ***Crowdfunding como fonte de financiamento para a inovação***. Seminário Informação, Inovação e Sociedade. Seminário Informação, Inovação e Sociedade. 17 out. 2018 – 20 out. 2018.

HELLMANN, Thomas F.; Schure, Paul H.; Vo, Dan H. **Angels and Venture Capitalists: Substitutes or Complements?** Saïd Business School Research Papers. 2017.

HISRICH, Robert D.; PETERS, Michael P.; SHEPHERD, Dean A. **Empreendedorismo**. 9ª edição. Porto Alegre. AMGH. 2014.

HORNUF, Lars; SCHWIENBACHER, Armin. *Should securities regulation promote equity crowdfunding?* Small Bus Econ 49, 579–593. DOI 10.1007/s11187-017-9839-9. 2017.

HORUS aerial solutions holding. Disponível em: <https://horusaeronaves.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

HOUSE2INVEST – **Crowdfunding Imobiliário**. Disponível em: <https://www.house2invest.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

HOUSED serviços gráficos. Disponível em: <https://www.housed.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

HOWE, Jeff. **The Rise of Crowdsourcing**. Wired magazine. 2006. Disponível em: <https://www.wired.com/2006/06/crowds/>. Acesso em: 29 set. 2019.

HURST Capital. Disponível em: <https://app.hurst.capital/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

IBRAHIM, Darian M. *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? Minnesota Law Review*, Vol. 100; William & Mary Law School Research Paper n. 09-292, 2015. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2539786>. Acesso em: 28 de dez de 2019.

INCO – **Investimentos Coletivos**. Disponível em: <https://inco.vc/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

INVESTWEB – **Plataforma de Crowdfunding**. Disponível em: <https://investweb.co/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

IOUU: **investimento coletivo em empresas**. Disponível em: <https://iouu.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

JAYME, Frederico G. Junior; CROCCO, Marco. **Bancos públicos e de desenvolvimento**. Rio de Janeiro. Instituto de Pesquisa Aplicada (IPEA). 2010.

JURITECH **Soluções Inteligentes Online LTDA ME**. Disponível em: <https://www.juridoc.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

JUSTO, Gabriel Domingues. **Crowdfunding no Brasil**. Dissertação de mestrado. Recife. Universo Federal de Pernambuco. 43 f. 2015.

KICKANTE – **Crowdfunding, Vaquinha e Financiamento Coletivo é na Kickante**. Disponível em: <https://www.kickante.com.br/>. Acesso em: 28 dez 2019.

\_\_\_\_\_. **Santuário Animal – Campanha Kickante.** Disponível em: <https://www.kickante.com.br/campanhas/santuario-animal>. Acesso em: 27 de jun. 2019.

KIVA – **Loans that Change Lives.** Disponível em: <https://www.kiva.org/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane. **Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast.** Disponível em: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>. Staff Working Paper: [SWP3/2014]. Acesso em: 2 de jan. 2019.

KOKAR - **automação residencial.** Disponível em: <https://www.greenant.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

KRIA – **invista em startups, crie o futuro.** Disponível em: <https://www.kria.vc/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

KSHETRI, Nir. **Success of crowd-based online technology in fundraising: An institutional perspective.** Journal of International Management. 21, 2: 100–116. 2015

LILIENTHAL, Julian Friedrich. **Peer to peer lending and financial inclusion in brazil: a case study.** Dissertação de mestrado. São Paulo. Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 78 f. 2016.

LIN, Lin. **Managing the Risks of Equity Crowdfunding: Lessons from China.** Journal of Corporate Law Studies, forthcoming 2017.

LINKA Invest. Disponível em: <https://www.linkainvest.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

LOOP - **Servicos de Comunicacoes LTDA – ME.** Disponível em: <https://loopimoveis.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

LOPES, Rubens Fernando de Souza. **A colaboração para o desenvolvimento do repertório linguístico em atividades de performance teatral e reflexão em aulas de inglês no ensino superior tecnológico.** Tese de doutorado. São Paulo. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUC-SP. 176 p. 2017.

MAGRANI, Eduardo. **A internet das coisas.** Rio de Janeiro. Editora FGV. 2018.

MAMONOV, Stanislav; MALAGA, Ross. **Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States.** Electronic Commerce Research and Applications. 2017.

MASSONI, Bruno dos Santos Lochetta. **Financiamento para empreendedores tecnológicos: estudo de casos múltiplos no Estado de Sergipe.** Dissertação de mestrado. São Cristóvão. Universidade Federal de Sergipe. 179 f. 2016.

MARÇAL, Daniela Beretta. **Tributação de operações no mercado doméstico de crowdfunding de investimento.** Dissertação de mestrado profissional. São Paulo. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 352 f. 2018.

MARTINS, Roque de Moraes. **Medição da governança corporativa nas plataformas de financiamento coletivo (*crowdfunding* de recompensa) no Brasil**. Dissertação de mestrado. Fortaleza. Universidade de Fortaleza (UNIFOR). 103 f. 2017.

MAZALLI, Rubens; ERCOLIN, Carlos Alberto. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro. Editora FGV. 2018.

MCTIC: Ministério da Ciência, Tecnologia, **Inovações e Comunicações**. Disponível em: <http://www.mctic.gov.br/portal>. Acesso em: 29 de dez. 2019.

MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de *crowdinvesting* no Brasil: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil**. Dissertação de mestrado. São Paulo. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 138 f. 2016.

MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. **Contribuições do investimento anjo para o desenvolvimento de startups na região metropolitana de Porto Alegre**. Revista Gestão e Desenvolvimento, Novo Hamburgo, v. 16, n. 1, p. 71-98, feb. 2019. ISSN 2446-6875. Disponível em: <https://periodicos.feevale.br/seer/index.php/revistagestaoedesenvolvimento/article/view/1640>. Acesso em: 29 de dez. 2019. doi: <https://doi.org/10.25112/rgd.v16i1.1640>.

MOLLICK, Ethan. ***The dynamics of crowdfunding: an exploratory study***. Journal of Business Venturing. 2013.

MONTEIRO, Larissa Alves Matos. ***Crowdfunding no Brasil: uma análise bibliométrica da literatura nacional***. Trabalho de conclusão de curso de Bacharel. Limeira. Faculdade de Ciências Aplicadas da Universidade Estadual de Campinas. 34 f. 2017.

MONTEIRO, Luísa Souto Maior. **O que belo monte não conteve: análise dos discursos insurgentes nas redes**. Dissertação de mestrado. São Paulo. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). 137 p. 2018.

MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. ***Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa***. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro. Escola de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. 209 f. 2014.

MYFIRSTIPO. Disponível em: <https://myfirstipo.com/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

NEXOOS - **Peer-to-peer para PMEs**. Disponível em: <https://www.nexoos.com.br/>. Acesso em 28 de dez. 2019.

ONYO do Brasil **Desenvolvimento de Software LTDA**. Disponível em: <https://www.site.onyo.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

ORGANISMO – **Investir em startups**. Disponível em: <https://www.organismobrasil.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

PAIXÃO, João Diogo Lessa de Marins e Souza. ***Crowdfunding como solução para viabilização de projetos inovadores***. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro. Programa de

Pós-Graduação em Administração de Empresas da –Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 70 f. 2018.

PALACIOS, E. M. García; et al. **Introdução aos estudos CTS (Ciência, tecnologia e sociedade)**. Organização de Estados Ibero-Americanos para a Educação a Ciência e a Cultura (OEI) 2003

PALOMINO, Paula Toledo. ***We will hold the line: o fandom como forma de participação dos fãs no desenvolvimento do universo transmidiático do jogo mass effect***. São Carlos. Dissertação do mestrado. Programa de Pós-Graduação em Imagem e Som da Universidade Federal de São Carlos (UFSCAR). 126 f. 2015.

*PEBBLE – E-Paper Watch for Iphone and Android*. Disponível em: <<https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and-android>>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

PEEPI **Tecnologia da Informação LTDA**. Disponível em: <https://www.peepi.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

PEGAKI **Tecnologia de Entregas LTDA**. Disponível em: <https://pegaki.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

PEREIRA, Leonardo. CVM regulamenta o crowdfunding de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170713-2.html>. Acesso em 06 de fev. 2019

PEREIRA, Sidney Spacini. **Colaboração e apropriação mercadológica em financiamentos coletivos**. Dissertação de mestrado. Vitória. Programa de Pós-Graduação em Comunicação e Territorialidades da Universidade Federal do Espírito Santo. 138 f. 2018.

PHOSFATO **Presentes e Fotografias LTDA**. Disponível em: <https://www.phosfato.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

PLATTA **Investimentos**. Disponível em: <https://platta.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

PRETTI, Lucas Farinella. **Poéticas do comum: reflexões sobre arte gestada coletivamente nos espaços informacionais da cidade de São Paulo**. Dissertação de mestrado. Instituto de Artes da Universidade Estadual Paulista (UNESP). 184 f. 2017.

PROFIT **Investing**. Disponível em: <https://profitinvesting.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

PROSUMIR – **Turbina redutora de pressão**. Disponível em: <http://www.prosumir.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

RADIX **investimentos florestais LTDA – ME**. Disponível em: <https://radixflorestal.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

RAISERFUND – **Sua Fintech de Investimentos no Setor Imobiliário**. Disponível em: <https://www.raiserfund.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

RESALE Tecnologia e Serviços LTDA ME. Disponível em: <https://resale.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

RIFFEL, Melanie Giacobbo. ***Crowdfunding: de modismo a novo instrumento financeiro.*** Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. 105 f. 2016.

RODRIGUES, Maurinice Daniela. ***Análise da formação de valor interativo a partir dos recursos presentes nas relações cliente-arquiteto e apoiador-criador de projetos de Crowdfunding.*** Tese de doutorado. São Paulo. Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 141 f. 2019.

RODRIGUES, Ricardo Felipe Ferreira. ***Factors influencing consumer decision in crowdfunding.*** Dissertação de mestrado. São Paulo. Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 56 f. 2015.

ROGGAN, John. ***Motivation of German entrepreneurs to seek equity via crowdfunding: an exploratory study.*** Dissertação de mestrado. São Paulo. Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 278 f. 2015.

ROMA, Paolo; PETRUZZELLI, Antonio Messeni; PERRONE, Giovanni. ***From the crowd to the market: The role of reward-based crowdfunding performance in attracting professional investors.*** Research Policy Volume 46, Issue 9, Pages 1606-1628. 2017.

SALOMON, Victoriya. ***Strategies of startup evaluation on crowdfunding platforms: the case of Switzerland.*** Journal of Innovation Economics & Management, 26(2), 63-88. doi: 10.3917/jie.pr1.0029. 2018.

SANTANO, Ana Claudia. ***O financiamento coletivo de campanhas eleitorais como medida econômica de democratização das eleições.*** Estudos Eleitorais, Brasília, DF, v. 11, n. 2, p. 29-66, maio/ago. 2016.

SILBER, Simão Davi. ***A economia mundial após a crise financeira de 2007 e 2008.*** Revista USP, n. 85, p. 82-93, 1 maio 2010.

SILVA, Elaine da. ***Gestão da informação e do conhecimento como subsídios para a geração de inovação.*** Dissertação de mestrado. Marília. Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação, Faculdade de Filosofia e Ciências, Universidade Estadual Paulista (Unesp). 232 f. 2013.

SILVA, Elaine da. ***O conhecimento científico no contexto de sistemas nacionais de inovação: análise de políticas públicas e indicadores de inovação.*** Tese de doutorado. Marília. Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação, Faculdade de Filosofia e Ciências da Universidade Estadual Paulista (UNESP). 281 f. 2018.

SILVA, Vanessa Faria. ***A forma organizativa das plataformas brasileiras de Crowdfunding disponíveis para o financiamento de projetos de economia criativa.*** Tese de doutorado. Rio de Janeiro. Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro. 153 f. 2016.

SIMBIOSE Assessoria em Projetos Culturais Desportivos. Disponível em: <https://www.simbiose.social/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

SOUSA, Demetrius Lins de. **Proposta de indicadores estratégicos para uma plataforma de crowdfunding: caso gopartners**. Dissertação de mestrado profissional. Fortaleza. Universidade de Fortaleza (UNIFOR). 86 f. 2017.

SOUZA, João Antônio de Albuquerque. **Crowdfunding nas espécies de doação e de recompensa: fundamentos e responsabilidade civil**. Dissertação de mestrado. Porto Alegre. Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 125 f. 2016.

SULLIVAN, Michael. *Crowdfunding-Wortschöpfer in Interview*. Disponível em: <https://www.crowdfunding.de/magazin/crowdfunding-wortschoepfer-michael-sullivan-im-interview/>. Acesso em: 2 jan. 2018.

SUPERNOW Portal e Serviços de Internet LTDA – ME. Disponível em: <https://supermercadonow.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

STARTMEUP – SMU *Crowdfunding*. Disponível em: <https://www.startmeup.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

SOLAR 21 COMERCIO E SERVIÇOS DE ENERGIA LIMPA. Disponível em: <http://www.solar21.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

THE Statue of Liberty and America's *crowdfunding* pioneer. 23 de abr. 2013. Disponível em: <https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

THINVEST – Investimentos em Cotas. Disponível em: <https://thinvest.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

TOFFLER, Alvin. **The Third Wave**. New York: Bantam Books, 1980.

TUOMI, Krista; HARRISON, Richard T. *A comparison of equity crowdfunding in four countries: Implications for business angels*. Strategic Change. 26(6):609–615. wileyonlinelibrary.com/journal/jsc. DOI: 10.1002/jsc.2172. 2017.

URBE.ME – O primeiro site de *crowdfunding* imobiliário do Brasil. Disponível em: <https://urbe.me>. Acesso em: 28 de dez. 2019

VAKINHA – Vakinha.com.br – Vaquinhas online. Disponível em: <https://www.vakinha.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

VALIATI, Vanessa Amelia Dalpizol. **“VOCÊ AINDA ESTÁ ASSISTINDO?”: O consumo audiovisual sob demanda em plataformas digitais e a articulação das práticas relacionadas à Netflix na rotina dos usuários**. Tese de doutorado. Porto Alegre. Programa de Pós-Graduação em Comunicação e Informação da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 278 f. 2018.

VIEIRA, Anderson Martins. **O equity crowdfunding no Brasil: Um estudo sobre as percepções iniciais de potenciais investidores.** Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. 99 f. 2017.

VIEIRA, Miguel Said. **Os bens comuns intelectuais e a mercantilização.** Tese de doutorado. São Paulo. Faculdade de Educação, Universidade de São Paulo. 365 f. 2014.

UPANGEL. Disponível em: <https://www.upangel.com.br/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

YCAP – Investimentos em startups. Disponível em: <http://www.ycap.com.br/blog>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

ZUCOLORO, Graziela; NOGUEIRA, Mauro Oddo; PEREIRA, Larissa de Souza. **Financing innovation in Brazil: the role of the brazilian development bank.** International Journal of Innovation. São Paulo, v. 7, n. 1, pp. 45 -66, January/April. 2019.

ZUQUETTO, Rovian Dill. **Redes ego centradas e os projetos de crowdfunding: Uma análise da relação entre as características estruturais da rede social do empreendedor e o sucesso de projetos de financiamento coletivo no Brasil.** Dissertação de mestrado. São Leopoldo. Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos. 84 f. 2015.

WETZEL, William E. Jr. **Angel and informal risk capital.** Sloan Management Review. Vol. 24, Issue 4, p. 23-34 1983.

WILSON, Karen. **Policy Lessons from Financing Innovative Firms.** OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 24, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>

WINBORG, Joakim; LANDSTRÖM, Hans. **Financial bootstrapping in small businesses: examining small business managers' resource acquisition behaviors.** Journal of Business Venturing, Vol. 16, No. 3. pp. 235-254. 2001.

WIZTARTUP – Investir em Startups. Disponível em: <https://www.wiztartup.com/>. Acesso em: 28 de dez. 2019.

WOT Comercio de Bebidas e Alimentos LTDA – EPP. Disponível em: <http://www.whatsontap.com.br/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

ZB SPORTS S/A. Disponível em: <https://www.zebrasportswear.com/>. Acesso em: 21 de out. 2019.

ZOPA - Simple loans & investments | Zopa - *The Feel Good Money Company*. Disponível em <https://www.zopa.com/>. Acesso em 28 de dez. de 2019.

## ANEXOS

Anexo 1: Distribuição de investimentos feitos por investidores-anjos por país

Country	A: investee firm-level country distribution characteristics				B: deal-level country distribution characteristics			
	Total number of firms	% of firms with angel financing, all rounds	% of firms with angel financing, first round	% of firms with successful exits	Total number of deals	% of deals with angel financing, all rounds	% of deals with angel financing, first round	% of deals as successful exits
Argentina	24	25.00	20.83	20.83	44	13.64	11.36	11.36
Australia	177	3.39	3.39	23.73	247	3.24	2.43	17.81
Austria	37	2.70		18.92	64	1.56		14.06
Belgium	73	6.85	4.11	24.66	138	4.35	2.17	16.67
Bermuda	53	13.21	11.32	41.51	126	6.35	4.76	18.25
Brazil	120	5.00	4.17	19.17	185	4.32	2.70	15.68
Bulgaria	17	5.88		29.41	34	2.94		14.71
Canada	1542	7.85	6.16	23.15	2770	5.16	3.43	13.94
Chile	23	4.35		13.04	34	2.94		8.82
China	273	5.13	4.40	21.98	516	3.10	2.33	12.21
Colombia	19	5.26	5.26	36.84	28	3.57	3.57	32.14
Croatia	1	100.00			2	50.00		
Czech Republic	28	3.57		25.00	50	2.00		16.00
Denmark	61	1.64	1.64	13.11	103	1.94	0.97	7.77
Finland	67	8.96	8.96	17.91	105	5.71	5.71	11.43
France	298	5.70	4.36	23.15	592	3.89	2.20	11.99
Germany	369	9.49	8.13	25.75	661	5.75	4.54	15.89
Hong Kong	61	3.28	3.28	18.03	87	2.30	2.30	12.64
India	364	9.34	7.14	14.29	735	5.58	3.54	7.89
Ireland	120	10.83	6.67	20.00	255	6.67	3.14	10.20
Israel	240	16.67	12.08	18.33	512	10.16	5.66	8.79
Italy	104	4.81	4.81	26.92	200	2.50	2.50	17.50
Japan	98	2.04	2.04	20.41	151	1.32	1.32	14.57
Jordan	2	50.00	50.00	50.00	4	25.00	25.00	25.00
Luxembourg	12	16.67	16.67	25.00	29	6.90	6.90	13.79
Mexico	45	4.44		26.67	74	2.70		18.92
Netherlands	161	3.73	2.48	25.47	306	2.29	1.31	14.38
Norway	70	1.43		21.43	108	0.93		16.67
Panama	3	33.33	33.33	33.33	4	25.00	25.00	25.00
Poland	30	3.33	3.33	16.67	41	2.44	2.44	12.20
Portugal	20	5.00	5.00		21	4.76	4.76	
Romania	11	9.09	9.09	27.27	13	7.69	7.69	23.08
Russia	36	5.56	2.78	25.00	68	4.41	1.47	13.24
Singapore	50	4.00	4.00	22.00	92	2.17	2.17	14.13
Slovenia	5	20.00	20.00		6	16.67	16.67	
South Africa	20	5.00	5.00		24	4.17	4.17	
South Korea	47	2.13	2.13	27.66	77	1.30	1.30	23.38
Spain	114	6.14	2.63	21.05	207	5.31	1.45	12.08
Sweden	110	2.73	2.73	19.09	179	2.23	1.68	12.29
Switzerland	106	4.72	3.77	25.47	209	2.87	1.91	13.88
United Kingdom	1253	7.82	5.19	20.91	2281	5.39	2.85	12.10
United States	35,896	10.56	7.66	21.73	73,910	6.55	3.72	11.31
On average	1003.81	10.87	8.42	23.81	2030.76	6.61	5.00	15.05

Fonte: Cumming and Zhang (2018)