

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

JULIO PRADO NETO

***EQUITY CROWDFUNDING COMO ESTRATÉGIA DE CAPTAÇÃO DE
RECURSOS PARA STARTUPS***

**SÃO PAULO/SP
2023**

JULIO PRADO NETO

***EQUITY CROWDFUNDING COMO ESTRATÉGIA DE CAPTAÇÃO DE
RECURSOS PARA STARTUPS***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-
-Graduação em Economia e Mercados da
Universidade Presbiteriana Mackenzie, como
requisito à obtenção de título de Mestre em
Economia e Mercados.

ORIENTADOR: PROF. DR. VLADIMIR FERNANDES MACIEL

**SÃO PAULO/SP
2023**

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da Mackenzie
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

N469e Neto, Julio Prado.

Equity crowdfunding como estratégia de captação de recursos
para startups : [recurso eletrônico] / Julio Prado Neto.
1294 KB ; il.

Dissertação (Mestrado Profissional em Economia e Mercados) -
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2023.

Orientador(a): Prof(a). Dr(a). Vladimir Fernandes Maciel.
Referências Bibliográficas: f. 77-83.

1. Crowdfunding. 2. Startups. 3. Plataformas Eletrônicas. 4.
Captação De Recursos. I. Maciel, Vladimir Fernandes, *orientador(a)*.
II. Título.

JULIO PRADO NETO

EQUITY CROWDFUNDING COMO ESTRATÉGIA DE CAPTAÇÃO DE
RECURSOS PARA STARTUPS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia e Mercados da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção de título de Mestre em Economia.

Aprovado em 09 de fevereiro de 2023.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vladimir Fernandes Maciel
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Paulo Rogério Scarano
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Fernando Ribeiro Leite Neto
Instituto de Ensino e Pesquisa (INSPER)

A Deus, por me guiar em caminhos mais difíceis; à minha família, pelo constante incentivo e apoio; ao meu professor orientador, pela confiança na realização deste trabalho.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o *equity crowdfunding* como uma forma de captação de recursos do tipo *equity financing* por empresas que não teriam condições de abrirem seu capital na bolsa de valores. Para isso, utilizou-se um método qualitativo, com pesquisa exploratória por meio do estudo de caso de duas operações efetuadas – a primeira no mercado brasileiro e a segunda no mercado norte-americano. Assim, é feita uma análise do *equity crowdfunding*, sua origem, possíveis aplicações e como uma estratégia de captação de recursos. O *crowdfunding* é um conceito utilizado para designar plataformas eletrônicas que buscam financiamento coletivo para a realização de projetos culturais ou de investimentos, com foco na modalidade de *equity crowdfunding*. Discute-se o surgimento, a universalização e a evolução dessa forma de financiamento dentro do sistema financeiro brasileiro. Além disso, é apresentada a recente regulamentação feita pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2017, que define o *equity crowdfunding* como uma modalidade na qual o empreendedor oferece participação na empresa em troca dos investimentos recebidos. Essa modalidade é promissora para o desenvolvimento de novos negócios. O *crowdfunding* é uma ferramenta de financiamento coletivo que tem ganhado notoriedade nos últimos anos como um novo modelo de captação de recursos. Entre suas qualidades, está a facilidade de acesso aos dados disponíveis dos projetos e empreendimentos anteriores, o que tende, em tese, a diminuir a assimetria de informação e possibilitar maior transparência na negociação. Por quebrar o paradigma dos sistemas tradicionais de financiamento, o *crowdfunding* pode implicar na redução dos custos de transação envolvidos na captação de recursos de terceiros.

Palavras-chave: *crowdfunding*, *startups*, plataformas eletrônicas, captação de recursos.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze equity crowdfunding as a form of equity financing for companies that are unable to go public on the stock exchange. A qualitative method was employed, with exploratory research through the analysis of two operations - one in the Brazilian market and the other in the North American market. The analysis includes the origin of equity crowdfunding, its potential applications, and how it can be used as a fundraising strategy. Crowdfunding is a concept used to describe electronic platforms that seek collective funding for cultural or investment projects, with a focus on equity crowdfunding. The emergence, universalization, and evolution of this form of financing within the Brazilian financial system are discussed. In addition, the recent regulation by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) in 2017, which defines equity crowdfunding as a modality in which the entrepreneur offers participation in the company in exchange for investments received, is presented. This modality is promising for the development of new businesses. Crowdfunding is a collective financing tool that has gained notoriety in recent years as a new model for fundraising. One of its qualities is the ease of access to available data on previous projects and ventures, which tends to reduce information asymmetry and enable greater transparency in negotiations. By breaking the paradigm of traditional financing systems, crowdfunding can imply a reduction in transaction costs involved in raising third-party funds.

Keywords: *crowdfunding, startups*, electronic platforms, fund-raising.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Classificação de tipos de riscos	20
Quadro 2 – Principais riscos no mercado financeiro	20
Quadro 3 – Categoria de investidores	22
Quadro 4 – Classificação de <i>crowdfunding</i>	37
Quadro 5 – Tipos de investidores	47
Quadro 6 – Ambientes regulatórios de <i>equity crowdfunding</i>	48
Quadro 7 – Característica para produção de estudo de caso	52
Quadro 8 – Matriz 2 x 2 tipos básicos de projetos para estudo de caso.....	54
Quadro 9 – Fluxograma de estudo de casos múltiplos.....	55
Quadro 10 – Apresentação dos dados da DinDin direcionada aos possíveis investidores	59
Quadro 11 – Requisitos CVM	67

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução do número de plataformas autorizadas pela CVM.....	43
Gráfico 2 – Crescimento do número de investidores.....	44
Gráfico 3 – Número de ofertas lançadas e fechadas com sucesso.....	45
Gráfico 4 – Simulação de <i>Equity Crowdfunding</i>	63

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Imagem do aplicativo DinDin.....	58
Figura 2 – Jornada de investimentos das <i>Startups</i>	62
Figura 3 – Tempo médio de sobrevivência de <i>Startups</i> no Brasil.....	66
Figura 4 – Projeto Matchstick	68
Figura 5 – Nota pública do atraso do Projeto Matchstick	69
Figura 6 – Nota pública do cancelamento do Projeto Matchstick	70

LISTA DE ABREVIATURAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CROWDINVEST	Associação Brasileira de Crowdfunding de Investimento
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO	Initial Public Offering (Tradução: oferta pública inicial)
NEI	Nova Economia Institucional
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PMES	Pequenas e Médias Empresas
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
TCT	Teoria dos Custos de Transação
HDMI	High-Definition Multimedia Interface (Tradução: Interface Multimídia de Alta-Definição)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1 Risco, retorno, assimetria de informação e custo de transação na captação de recursos de terceiros	19
1.1 OS RISCOS PRESENTES EM INVESTIMENTOS FINANCEIROS	19
1.2 CONCEITOS DE RISCO E RETORNO.....	21
1.3 CATEGORIA DE RISCOS DE INVESTIMENTOS FINANCEIROS NO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i>	23
1.4 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO	25
1.5 CUSTOS DE TRANSAÇÃO NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS.....	30
2 O <i>equity crowdfunding</i> no Brasil.....	34
2.1 <i>CROWDFUNDING</i>	34
2.1.1 Origem, conceito e finalidade do <i>crowdfunding</i>	35
2.1.2 Tipos de <i>crowdfunding</i>	37
2.1.3 <i>Crowdfunding</i> de doação ou <i>social lending</i>	37
2.1.4 <i>Crowdfunding</i> de recompensa ou <i>reward crowdfunding</i>	38
2.1.5 O <i>crowdfunding</i> de empréstimo ou <i>peer-to-peer lending</i>	39
2.1.6 O <i>crowdfunding</i> de capital ou <i>equity crowdfunding</i>	39
2.2 <i>EQUITY CROWDFUNDING</i>	40
2.2.1 Conceitos e características do <i>equity crowdfunding</i>	41
2.3 O SETOR DE <i>CROWDFUNDING</i> NO BRASIL	45
2.3.1 O cenário de <i>equity crowdfunding</i> no Brasil.....	46
2.4 <i>EQUITY CROWDFUNDING: AMBIENTES REGULATÓRIOS</i>	46
2.4.1 A Instrução n.º 588, de 2017, emitida pela CVM	48
3 Estudo de caso das plataformas de <i>equity crowdfunding</i>	52
3.1 ESTUDO DE CASO MÚLTIPLOS EXPLICATIVOS	52
3.1.1 Casos observados	56
3.1.2 Caso: DinDin – Sua nova conta digital.....	58
3.1.3 Caso: Matchstick	65
Considerações finais	73
REFERÊNCIAS	77

INTRODUÇÃO

Um dos pilares para que haja desenvolvimento sustentável em uma economia é a inovação. Dessa forma, a longo prazo, faz-se necessário o investimento contínuo em inovação. O dinamismo existente no ciclo de vida das tecnologias faz com que a atividade de inovação seja um processo contínuo, sendo necessária a intensificação de investimentos nesse setor da economia. Além disso, a concorrência mundial por mercados acentua ainda mais a competição por produtos e serviços inovadores. Em um mundo cada vez mais conectado, no qual as pessoas vivem mais tempo em contato com tecnologias e inovações, é fácil perceber que muitas oportunidades estão dispostas nesses meios. As possibilidades de novos produtos ou serviços em conjunto com essa realidade é certamente uma combinação com alto índice de assertividade. É evidente esperar que os investimentos tradicionais, conforme conhecemos, também sofram impactos com esse cenário tecnológico, uma vez que os novos investidores estão acostumados com esse “mundo virtual” e atentos a novas tendências de mercado.

Para o autor, a economia está constantemente em transformação, divergindo no conceito da teoria neoclássica em que a economia é estática. Segundo De Freitas Vian (2000), o equilíbrio geral da economia neoclássica (fluxo circular) é:

[...] uma economia estática, caracterizada por indivíduos racionais e hedonísticos, que agem sempre da mesma forma, pois se baseiam em dados passados para tomarem as suas decisões de produzir, onde o dinheiro tem função de meio de troca e a produção é sempre totalmente consumida (DE FREITAS VIAN, 2000).

Entretanto, a economia não se modifica somente por interferências externas, ela é afetada de dentro para fora, reagindo às inovações causadas pelos agentes econômicos. De acordo com Schumpeter (1982, p. 85), "o desenvolvimento econômico, a longo prazo, é o resultado das atividades realizadas pelos empreendedores, os quais, ao introduzirem inovações, geram novos produtos ou novos processos produtivos, criando assim novos mercados".

Para De Freitas Vian (2000), Schumpeter visualiza, portanto, a economia como algo em desenvolvimento contínuo, capaz de se modificar por interferências externas e internas:

o “fenômeno fundamental do desenvolvimento econômico” é a utilização de novas combinações de recursos produtivos, tais como: novos produtos, novos processos de produção, novos mercados, novas fontes de oferta de matéria-prima e novas formas de organização industrial, ou seja, “fazer coisas de forma diferente”, incorporando novas técnicas produtivas e de gestão à produção de bens. Schumpeter denomina este processo de inovação tecnológica (DE FREITAS VIAN, 2000).

Essa contínua evolução verificada na ótica de Schumpeter é representada no que ele nomeia de “destruição criadora”, processo pelo qual, após o surgimento da inovação, a economia sofre uma modificação permanente, alterando o antigo e se adaptando ao novo. De acordo com Schumpeter (1982, p. 86), “o processo de destruição criadora é o fato fundamental do capitalismo. É incessante e incansável, não só recria continuamente a estrutura econômica, mas também destrói incessantemente antiga estrutura, incessantemente cria uma nova”.

Para isso acontecer, há um importante personagem nesse cenário, o “Empresário Inovador”, que é o responsável por introduzir a nova tecnologia no mercado. Para isso, ele depende da busca por recurso para financiar seus projetos e disponibilizar novas mercadorias e serviços ao próprio mercado. O acesso a captação de recurso é um ponto muito importante para o desenvolvimento de novas tecnologias e, ao mesmo tempo, uma barreira de entrada para as novas tecnologias que dependem desse recurso para seu desenvolvimento. Conforme análise De Freitas Vian (2000) sobre o que Schumpeter escreve, as taxas de juros devem ser no mínimo atrativas para que haja a intenção dos bancos em fornecer financiamentos:

Ele mostra que o desenvolvimento não pode ocorrer sem a presença do empresário e sem a instituição do crédito capitalista, implicando em que a taxa de juros deve ser maior que zero para que os bancos tenham interesse em emprestar dinheiro para os empresários (DE FREITAS VIAN, 2000).

O acesso a captação de recurso também é influenciado pelo tipo de concorrência em que um mercado está alicerçado. Para Schumpeter, o capitalismo é dividido em fase concorrencial e fase oligopolista, cada qual contendo diferentes tipos de dificuldades ao “Empresário Inovador” buscar investimentos. Em um cenário oligopolista, o acesso ao recurso é fornecido às grandes empresas que compõem o setor, introduzindo, assim, uma barreira a novos entrantes por causa da falta de investimentos que viabilizem seus projetos. Já em um cenário em que haja a concorrência, o acesso a captação de recurso torna-se mais fácil, possibilitando maior distribuição dos recursos ao passo em que os projetos se tornam mais atrativos. Desse modo, nesse cenário, o crescimento da inovação tecnológica é perceptível (SCHUMPETER, 1984).

Portanto, um dos grandes desafios para empreendedores é dispor dos recursos financeiros necessários para o desenvolvimento e implementação de seus projetos. Normalmente esses 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 financiamento, tais como bancos e investidores de capital de risco, em decorrência do risco elevado do negócio e da falta de garantias reais que possam

ser oferecidas em endosso ao capital investido.

Uma das saídas para as firmas, então, é recorrer aos recursos internos, o que limita a execução dos projetos não a uma análise da inovação com maior potencial, mas àquela que poderá gerar retorno mais rapidamente. Assim, as firmas direcionam seus recursos de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) para projetos que conseguem pagar. Dessa forma, algumas empresas encontram-se sem alternativas de financiamento.

Nesse cenário, surge uma ferramenta que possibilita o acesso a captação de recursos para projetos menores e em desenvolvimento, o *crowdfunding*. A origem dessa ferramenta tem ligação direta com tecnologia e demonstra que pode desempenhar importante papel no cenário econômico atual. Por conta do seu maior público ser de fato usuários de tecnologia, o melhor veículo para divulgação desse modelo são canais digitais como por exemplo as redes sociais, sugerindo-se maior retorno e reduzindo custos. O *crowdfunding* é um termo que designa um modelo de captação de recursos: o financiamento coletivo. De origem inglesa, é a mescla das palavras *crowd*, multidão, e *funding*, financiamento (MICHAELIS, 2022). O intuito é captar valores de diversos investidores individuais para a viabilização de um empreendimento por meio de uma plataforma online que divulga o projeto, em troca de remuneração ou benefícios associados ao projeto. De acordo com a definição de *crowdfunding* de Sequeira (2022), “poderia ser definido como ‘financiamento pela multidão’. Contudo, a ação do crowdfunding por meio das redes sociais digitais perpassa um grupo de pessoas em massa, e se pauta pelo engajamento de públicos.”

O desenvolvimento dessas plataformas de comunicação global online possibilitou a disseminação de ideias e de negócios e tomou uma nova dimensão que atualmente movimentam bilhões de dólares anualmente no mundo. Novas relações comerciais foram estabelecidas, assim como novos meios de investimento, sendo uma delas o próprio *crowdfunding*.

O termo *crowdfunding*, ainda hoje, mesmo com o forte crescimento nos últimos anos, é desconhecido para grande parcela de grupos de pessoas, sendo ainda mais agravado quando esse grupo tem pouca relação com o mundo digital. Apesar disso, ele tem vindo a ganhar uma importância relevante na sociedade e na economia global. É cada vez mais debatido e discutido nos mais variados artigos, sejam eles econômicos, sociológicos, financeiros, entre outros.

Diante do exposto, verifica-se a importância que o estudo do *crowdfunding* dispõe para a economia global, visto que, de acordo com o apresentado, essa ferramenta tem a possibilidade de crescimento e de aperfeiçoamento que possibilitará o acesso a captação de recurso de grupos de empresas e de pessoas físicas que não são atendidas pelos modelos de fornecimento de crédito tradicional atual, seja por que não se enquadram aos parâmetros pré definidos exigidos

pelos grandes financiadores tradicionais de análise de crédito, seja por não terem garantias reais que validem esses financiamentos. Nesse sentido, busca-se analisar o *equity crowdfunding* como uma estratégia viável para *startups* captarem recursos de terceiros sem necessidade de endividamento e viabilizarem destinação de recursos de investidores que busquem alternativas à renda fixa. Desse modo, viabiliza-se e flexibiliza-se a conexão entre poupadores, sendo eles de maior ou menor expressão, e tomadores de investimento, uma vez que esse modelo de ferramenta de captação de recursos trafega principalmente por intermédio da internet, em sites especializados, rede social e propagandas das plataformas.

O investidor é um importante elemento participante desse setor, já que é a fonte do qual provêm os recursos financeiros, seja no sentido social, quando não há percepção de ganhos de retorno financeiro futuros, somente ganhos sociais, mais comumente utilizado quando há ligação afetiva entre o investidor/patrocinador com o propósito do projeto a ser financiado; seja no sentido de investimento, em que o investidor participará de possíveis retornos financeiros provenientes dos resultados obtidos com o desenvolvimento do projeto, ou seja, o investidor é quem possibilita o andamento do projeto.

Os empreendedores, por meio de suas empresas ou *startups*, desempenham a função de disponibilizar seus projetos, tendo a intenção de captar recurso que possa financiar os custos de desenvolvimento, aperfeiçoamento e lançamento de seus produtos e serviços para o mercado. Essa ação do empreendedor cria a oportunidade de investimento, proporcionando que mais investidores entrem nesta engrenagem.

Por sua vez, as plataformas eletrônicas são responsáveis por ligar esses dois agentes nesse setor, o empreendedor e o investidor, disponibilizando meios pelos quais tanto um como o outro possam realizar as devidas análises prévias antes da concretização da negociação. As plataformas promovem um importante papel nesse setor, pois, além de disponibilizar aos investidores oportunidades de diversificação de investimentos, facilitam o acesso a captação de recurso a empreendedores que demandam esse recurso.

O objetivo geral desse estudo é analisar o funcionamento e os elementos envolvidos na prática do *crowdfunding*, especificamente no *equity crowdfunding* como uma estratégia de captação de recurso por parte de empresas que não têm acesso ao mercado de capitais tradicional. Para isso, os objetivos específicos são:

- Explicar o que é e como funciona o *equity crowdfunding* e sua regulação no mercado brasileiro;
- Analisar a modalidade do *equity crowdfunding* por meio dos conceitos

microeconômicos de assimetria de informação e de custos de transação;

- Examinar dois casos de *equity crowdfunding* – um caso bem-sucedido e um malsucedido de captação de recurso para projetos de investimento de *startups*.

Para delimitação deste estudo, o foco principal de análise é o *equity crowdfunding*, parte no qual há a intenção de retorno esperado de acordo com o valor aportado no projeto, ou seja, o investidor tem a intenção de receber retornos financeiros maiores do que os aportados.

Três pontos importantes são considerados como justificativa para o desenvolvimento deste trabalho: o primeiro diz respeito ao crescimento do número de projetos e de plataformas que disseminam e utilizam o *equity crowdfunding* como ferramenta de captação de recurso e viabilização de novos projetos; o segundo se refere à percepção da dificuldade que as empresas nascentes enfrentam na obtenção de recursos financeiros para seu desenvolvimento, muitas vezes impulsionadas pela falta de garantias; e terceiro ponto é a análise do papel que o *equity crowdfunding* desempenha nesse mercado, questionando se ele é capaz de facilitar o acesso a captação de recurso e, ao mesmo tempo, uma forma atrativa e rentável para a diversificação da carteira de um investidor.

De acordo com o comentário do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários Leonardo Pereira, 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” (CVM, 2017).

No *crowdfunding*, a sociedade tem papel fundamental na decisão de qual projeto deve ser financiado, uma vez que grandes investidores não costumam assumir grandes riscos sozinhos em mercados de tecnologia e inovação. Esses riscos são pulverizados em pequenos investidores. Outro ponto fundamental é que o *equity crowdfunding* pode servir como um “termômetro” para que o empreendedor possa verificar a aceitação do seu projeto no mercado, uma vez que o projeto irá depender dessa aceitação dos investidores para que possa lograr êxito na captação do recurso pela plataforma digital dentro do prazo estabelecido. Se esse projeto não alcançar o valor mínimo de captação proposto, o empreendedor poderá reavaliar seu trabalho, alterá-lo ou, até mesmo, abandoná-lo.

Propõe-se, para o desenvolvimento teórico deste estudo, a abordagem de conceitos

microeconômico de assimetria de informação e de custo de transação, por causa da relevância com o tema *equity crowdfunding* como ferramenta de captação de recurso para o financiamento de *startups*. A assimetria de informação trata-se de uma falha de mercado que se dá quando uma das partes não tem informações, ou tem menos informações, do que a outra parte, ocasionando desequilíbrio de mercado.

As pequenas e médias empresas (PME) e as *startups*, por conta de características inerentes a empresas em fase inicial, normalmente sofrem interferência ocasionadas pela assimetria de informação. Nesse contexto, essas empresas encontram dificuldade em adquirir empréstimos no mercado financeiro. As dificuldades significativas no acesso a financiamento externo advêm em parte das suas fragilidades financeiras e da opacidade informacional que transmitem aos financiadores (MATIAS, 2009). Matias (2009) ainda conclui que, pela limitação ocasionada pela assimetria de informações, cria-se uma “pobreza de recursos”, impactando os proveitos e os custos. Esse fato reduz a possibilidade de avanço de novas tecnologias e inovações, pois não se encontra maneiras de financiar seus projetos, embora, em grande parte pela própria deficiência de prover informações necessárias ao mercado. Entretanto, essas empresas podem encontrar acesso a captação de recurso ao disponibilizar seus projetos nas plataformas de *equity crowdfunding*. Normalmente, esse tipo de ferramenta possibilita a disseminação do risco a vários financiadores, que, por sua vez, buscam retornos maiores. Além disso, esses investidores podem dispor de outros motivos para apoiarem essas empresas que não somente os financeiros, tendo cunho pessoal por acreditarem no projeto e nos objetivos que podem alcançar.

Srour (2005) afirma que a:

falta de transparência das firmas e sua conduta nem sempre correta com acionistas minoritários vêm sendo constantemente apontadas como origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves consequências para a eficiência da economia como um todo. Bons projetos deixam de ser financiados quando a firma não se compromete com a proteção dos interesses dos seus investidores (SROUR, 2005).

O *equity crowdfunding* pode facilitar o acesso a recurso por empresas tomadoras, uma vez que, pelo mecanismo exigido pelas plataformas para que se tenha acesso a esses investimentos, pretende-se obter a diminuição da assimetria de informação, dado que a informação, tanto do investidor quanto do tomador, estão dispostas nas próprias plataformas que agem como propagadoras e fiscalizadoras dos projetos em andamento.

Já sobre o conceito de custos de transação, especificamente ligada a Nova Economia Institucional (NEI), os autores Sachett e Begnis (2019) defendem que tal a abordagem:

[...] demonstra que as empresas, os mercados e a relação contratual são instituições econômicas importantes, as quais representam o produto do processo evolutivo das inovações organizacionais. Nesse ponto, as instituições propiciam confiabilidade às decisões alocativas, conduzindo à eficácia na aplicação dos recursos e à redução dos custos de transação (SACHETT; BEGNIS, 2019).

Por causa do acirramento da concorrência do mercado, faz-se cada vez mais necessária a redução de custos, ainda mais os custos relacionados as negociações. Dessa forma, as empresas estão sujeitas a ambientes distintos, contexto em que se tornam necessárias estratégias adequadas à sobrevivência diante da concorrência e, principalmente, às adaptações contínuas impostas pelas instituições regulatórias que moldam o mercado (SACHETT; BEGNIS, 2019). Para isso, as empresas necessitam criar mecanismos que possam reduzir esses custos, melhorando a eficiência da atividade empresarial e aumentando a possibilidade de ganhos. Souza (2005) afirma que:

A captação de recursos via mercado de capitais oferece financiamentos menos onerosos, por isso, para aprimorar as relações entre as firmas e os investidores, surge a governança corporativa como forma de proporcionar maior confiabilidade à capitalização de recursos e segurança do investimento (SOUZA, 2005).

Nesse contexto, sugere-se que o *equity crowdfunding* proporciona diminuição do custo de transação, uma vez que opera diretamente nos canais digitais, reduzindo os custos com taxas de juros e tarifas existentes no mercado financeiro tradicional. As plataformas possibilitam a junção de investidores e tomadores cobrando menores taxas, facilitando o acesso ao recurso.

Embora, de acordo com os conceitos de assimetria de informação e de custos de transação, o *equity crowdfunding* como ferramenta de captação possa proporcionar uma “democratização” de acesso ao crédito, essa modalidade não está isenta dos riscos existentes no mercado financeiro, sendo necessária a análise prévia desses riscos.

Propõe-se ainda o procedimento metodológico de abordagem qualitativa denominado pesquisa exploratória, cuja aplicação tem por finalidade coletar informações do histórico de projetos das principais plataformas existentes, limitando a casos no qual foi utilizado o *equity crowdfunding* como ferramenta de captação de recursos.

Fundamenta-se a utilização desse procedimento metodológico pelas características inerentes a condição ao qual o *equity crowdfunding* pertence, ou seja, ao setor de inovação tecnológica. Com base nessas análises, possibilita-se uma discussão sobre o comportamento dessa ferramenta nos casos propostos.

1 RISCO, RETORNO, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CUSTO DE TRANSAÇÃO NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS

1.1 OS RISCOS PRESENTES EM INVESTIMENTOS FINANCEIROS

Por definição, risco é a possibilidade existente que pode interferir em resultados esperados no futuro, ou seja, os riscos são as incertezas presentes no cotidiano de nossas vidas. No mercado financeiro, os riscos, além de estarem presentes, são parte fundamental do processo; contudo, eles devem ser mensuráveis, pois a premissa é que, quanto maior for o risco envolvido no investimento, maior também será o retorno pretendido pelo investidor.

Um ponto fundamental, para que a escolha de um investimento em detrimento aos demais seja adequada, é de que o investidor necessita conhecer as alternativas de investimentos existentes e obter o máximo de informações disponíveis no mercado a fim de mitigar o risco e realizar uma escolha mais racional possível. Necessita-se, ainda, da análise das características do investimento escolhido para que possa ter o mínimo de segurança nas decisões tomadas. Embora, mesmo com essa cautela, não é possível afirmar que o investidor esteja totalmente protegido dos riscos presentes no mercado financeiro, mas certamente estará mais preparado para enfrentá-lo.

Conhecer esses riscos possibilita ao investidor identificar os pontos vulneráveis que podem interferir nos resultados, podendo o investidor refletir melhor sobre suas decisões. Essa ação:

- **auxilia na decisão de onde investir:** ao analisar uma grade de investimentos, é possível comparar os que possuem melhor retorno financeiro em comparação aos riscos envolvidos. Esse processo de análise de Risco/Retorno é medido pelo Índice Sharpe, medida do excesso de rendimento por unidade de risco de um investimento;

- **possibilita a criação de proteção:** sabendo qual a capacidade de suportar os riscos, o investidor pode diversificar sua carteira de investimentos, o que minimiza as perdas e possibilita retornos maiores. É possível ainda a criação de *Hedge*, uma proteção financeira contra a variação de preço de um ativo;

- **possibilita uma análise de investimentos baseado no risco:** comparar investimentos pelo grau de risco de cada um promove a possibilidade de escolha de investimento que tenha melhor performance, ou seja, que desempenha melhor retorno ao investidor;

- **permite melhor organização financeira:** ao refletir sobre as opções de investimentos disponíveis no mercado financeiro e seus riscos envolvidos, pode-se obter melhor organização financeira de acordo com a preferência do investidor.

Conforme apresentado, o risco é a probabilidade de perda financeira. Para Gitman (2009), risco total é o produto da soma do risco de mercado e o risco específico. O Quadro 1 apresenta as características de cada risco:

Quadro 1 – Classificação de tipos de riscos

TIPO DE RISCO	DESCRIÇÃO
RISCO NÃO-SISTEMÁTICO	Risco relacionado ao próprio desempenho do investimento. Também chamado de risco “diversificável” pela possibilidade de sua diluição em uma carteira (ou seja, junto com outros investimentos), é o risco “do negócio”.
RISCO SISTEMÁTICO	Também chamado de risco “não-diversificável”, risco de “mercado” e risco “comum”. A princípio, é um risco relacionado às condições macroeconômicas e está fora do controle do investidor individual, afetando todos os seguimentos econômicos.

Fonte: Adaptado de Gitman (2022).

Portanto, não é possível a eliminação do risco por completo, visto que a incerteza é inerente ao processo e faz parte do mercado financeiro. Dessa forma, pode-se apenas minimizar os riscos.

A proposta de classificação de Assaf Neto (2011), no Quadro 2, apresenta os principais riscos no mercado financeiro:

Quadro 2 – Principais riscos no mercado financeiro

TIPO DE RISCO	DESCRIÇÃO
RISCO DE VARIAÇÃO NA TAXA DE JUROS	Ocorre quando há um descasamento entre os prazos dos ativos (aplicações) e passivos (captações) ou quando uma aplicação sofre interferência da variação da taxa de juros.
RISCO DE CRÉDITO	Definido como a possibilidade do não recebimento dos valores prometidos, pela possibilidade de o devedor não cumprir suas obrigações financeiras na data prevista, tornando-se inadimplente.
RISCO DE MERCADO	Relacionado à oscilação de preço dos ativos e passivos

	negociados no mercado. Pode ser entendido como as possibilidades de perda decorrente das variações de preço do ativo no mercado.
RISCO OPERACIONAL	Possibilidade de perdas determinadas por erros humanos, falhas de sistemas, eventos externos, fraudes, entre outros. Geralmente está voltado para as pessoas, os processos e a tecnologia utilizada.
RISCO DE CÂMBIO	Decorrentes das variações cambiais quando uma aplicação é feita no exterior, por causa do descasamento de posições em moedas estrangeiras.
RISCO SOBERANO	Restrições que um país pode impor aos fluxos financeiros, como por exemplo, determinando limites à entrada e à saída de capitais ou até mesmo a suspensão.
RISCO DE LIQUIDEZ	Relacionado a disponibilidade imediata de caixa diante da demanda por parte dos depositantes e aplicadores, o que pode ocorrer diante de instabilidade do mercado ou informações ruins sobre uma instituição financeira.
RISCO LEGAL	Decorre da falta de legislação atualizadas sobre um determinado assunto no mercado financeiro ou da falta de padronização jurídica e de termos nos contratos financeiros entre países.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2011).

No Quadro 2, é possível observar que existem diversos riscos inerentes ao mercado financeiro. Isso torna o conhecimento prévio desses riscos fator importante ao investidor antes de começar a operar com investimentos. É fundamental que a informação desses riscos seja disponibilizada pelas *startups* e apresentadas pelas plataformas para que o investidor/patrocinador possa conhecê-los e analisá-los previamente a decisão final de investir ou não. O desequilíbrio gerado quando não há uma disponibilidade de informações quanto aos riscos deste negócio produz a falha de mercado por assimetria de informação.

1.2 CONCEITOS DE RISCO E RETORNO

A relação existente entre risco e retorno gera um índice comparativo que define se um investimento é atrativo ou não. Essa informação torna-se, na verdade, a expectativa que o investidor possui em recuperar seus investimentos o quanto antes e preferencialmente com

juros. Dessa forma, quando os investidores são expostos a novas informações dispostas no mercado financeiro, tendem a tomar decisões baseado na racionalidade. Esse conceito é abordado pelas Teorias Tradicionais de Finanças.

Em síntese, o investidor tende a selecionar investimentos que apresentam menor classificação de risco e maior retorno. Em casos em que os ativos apresentam retornos iguais, a decisão é pelo que apresentar menor risco. Nesse contexto, os investidores agem com racionalidade.

Enfim, pode-se afirmar que o risco é toda e qualquer incerteza que possa alterar, de forma direta ou indireta, o resultado desejado. Por isso, o investidor deve estar atento a quantidade de risco que ele está disposto a correr na sua carteira de investimento. Essa percepção de limites de risco fez com que fosse estabelecido uma categoria de tipos de investidores. A seguir, no Quadro 3, é apresentada a categorização segundo a CVM dos investidores em três tipos:

Quadro 3 – Categoria de investidores

CATEGORIA	DEFINIÇÃO
CONSERVADOR	Privilegia a segurança e faz todo o possível para diminuir o risco de perdas, para isso, aceitando até uma rentabilidade menor.
MODERADO	Procura um equilíbrio entre segurança e rentabilidade e está disposto a correr um certo risco para que o seu dinheiro renda um pouco mais do que as aplicações mais seguras.
ARROJADO	Privilegia a rentabilidade e é capaz de correr grandes riscos para que seu investimento renda o máximo possível.

Fonte: Adaptado de CVM (2017).

Portanto, investidores que suportam maior carga de risco buscam retornos maiores, de modo que investimentos com baixo risco tendem a ter menores rendimentos. A classificação e o enquadramento correto de cada investidor, baseados na percepção de risco que quer assumir e os retornos que deseja ter com seus investimentos, possibilitam que os investidores possam escolher melhor seus ativos de acordo com seu perfil, assim, minimizando a possibilidade de assumir riscos maiores do que gostaria de correr. Por sua vez, o *equity crowdfunding* possibilita o acesso a uma carteira de investimentos com elevado grau de risco por estar ligado ao setor de financiamento de *startups* em fase inicial. O conhecimento prévio desses riscos e a adequação

ao perfil de investidor pode resultar na diminuição de assimetria de informação.

1.3 CATEGORIA DE RISCOS DE INVESTIMENTOS FINANCEIROS NO *EQUITY CROWDFUNDING*

Conforme apresentado, o risco é a probabilidade existente de que o objetivo pretendido não seja alcançado. Nesse aspecto, o risco é um elemento presente e que impacta diretamente nos resultados principalmente no mercado financeiro.

É aconselhável que todo investidor conheça os riscos envolvidos nos negócios que está analisando, ainda mais se estiver investindo em empresas na etapa inicial que dispõem de riscos financeiros significativos. Em casos como esse, é recomendado que seja aplicada uma pequena parcela de seus investimentos, enquanto a outra parte seja aplicada em ativos de menor risco, diversificando sua carteira e minimizando os riscos de acordo com seu perfil. Abaixo é apresentado o Aviso de Risco disponível no site da Plataforma Eletrônica de Investimento¹ Participativo EqSeed. Segundo o site, existem sete principais riscos que o investidor fica exposto ao investir em uma empresa por meio do *equity crowdfunding*:

- Perda de capital e necessidade de diversificação dos investimentos: a maioria das empresas nascentes fracassa ou não atinge o sucesso esperado durante os primeiros anos de existência. O investimento nessas empresas envolve uma série de riscos que deverão ser observados pelo possível investidor. Podemos indicar como fatores de risco a falta de liquidez, o mercado, entre outros que poderão interferir diretamente no desenvolvimento da empresa investida.
- Falta de liquidez: a liquidez é a facilidade com que uma pessoa pode vender a participação de uma empresa, ou seja, transformar a referida participação em dinheiro. Os investimentos em empresas nascentes são altamente ilíquidos, em função do baixo grau de conversão da participação em dinheiro, sem perda substancial de seu valor. Pode ser que haja uma saída disponível do investimento no futuro, porém é improvável que isto ocorra nos primeiros anos subsequentes ao momento que você faz o investimento.
- Falta de dividendos pagos ao investidor: os dividendos são pagamentos originados dos lucros apurados de uma empresa e distribuídos aos seus cotistas ou lucros apurados de uma empresa e distribuídos aos seus cotistas ou acionistas. É raro

¹ Material disponível no site da Plataforma EqSeed no endereço eletrônico: <https://eqseed.com/aviso-risco>.

empresa em etapa inicial pagar dividendos. Mesmo ela tendo sucesso, a empresa pode não pagar dividendos, por ter como meta o reinvestimento de lucros para o seu crescimento. Pode ser que a empresa pague dividendos no futuro, porém é improvável que isso ocorra por alguns anos a partir do momento em que se faz o investimento.

➤ É importante destacar que, enquanto forem somente titulares da Nota Conversível em Ações, os investidores não terão qualquer direito a receber dividendos das Empresas Investidas.

➤ É importante destacar que, enquanto forem somente titulares da Nota Conversível em Ações, os investidores não terão qualquer direito a receber dividendos das Empresas Investidas.

➤ Diluição: devemos ainda apontar a necessidade de o investidor analisar com cautela todas as informações sobre as Empresas Investidas, especialmente no que se refere aos seus planos de negócio e como pretendem evoluir no Mercado. O investidor deve entender que não é aconselhável tomar qualquer decisão de investimento se baseando em expectativas e previsões, que não têm qualquer garantia de concretização. O investidor também deve estar atento às oscilações do Mercado e saber detalhes sobre a economia nacional e internacional, observando fatores como a política econômica, taxas de juros, instabilidade da taxa de câmbio e desvalorização do Real, instabilidade de preços, políticas fiscais e regimes tributários.

➤ O resultado positivo de uma Sociedade no passado não garante resultados positivos no futuro.

➤ Outros riscos relacionados ao investimento;

- a. informações fornecidas pela empresa. as informações fornecidas aos investidores na oferta de investimento, inclusive as informações jurídicas e comerciais da empresa, são fornecidas exclusivamente pela própria empresa investida e por seus sócios.
- b. posição minoritária e sujeição ao controlador. ao investir em empresas na Plataforma EqSeed, o investidor poderá adquirir uma posição minoritária na sociedade empresária, que não lhe dará controle sobre as atividades da empresa, ou mesmo adquirir participações societárias sem direito de voto. O seu investimento estará sujeito aos riscos associados dessa posição de sócio minoritário e sem controle. O investidor deve considerar a influência que os controladores da empresa possam vir a exercer em eventos corporativos como a emissão adicional de valores mobiliários, alienação do controle ou de ativos, e

transações com partes relacionadas, ao decidir fazer seu investimento.

- c. risco de crédito da empresa investida. nas hipóteses em que o investimento for representado por título representativo de dívida, que dê direito ao investidor a receber de volta a totalidade ou parte do valor investido em determinadas situações, há risco de os valores entregues à empresa investida não serem devolvidos, em razão da situação econômico-financeira da empresa.
- d. ausência de fiscalização da empresa investida pela CVM: a empresa investida, como sociedade empresária de pequeno porte, não é registrada na CVM e, apesar do compromisso contratual em relação à prestação de informações contínuas nos termos de investimento, ainda existe uma possibilidade de não haver prestação de informações contínuas pela sociedade após a realização da oferta. O não recebimento de tais informações pode dificultar o acompanhamento da Empresa Investida pelo investidor, bem como dificultar ou prevenir a transferência dos valores mobiliários adquiridos.
- e. transformação em Sociedade Anônima e Conversibilidade das Notas Conversíveis: na Plataforma EqSeed, as Notas Conversíveis ofertadas pelas empresas investidas dão direito, atendidas as condições previstas, ao possível recebimento futuro de ações de Sociedades Anônimas, não sendo possível a entrega, ao investidor, de quotas de outros tipos societários. O investidor deve estar ciente de que não existe obrigação, definida em lei ou regulamentação, de a Empresa Investida transformar-se em Sociedade Anônima. A obrigação de transformação decorre do Contrato relativo às Notas Conversíveis, celebrado entre o Investidor e a Empresa Investida. Caso os sócios da Empresa Investida (não constituída desde a emissão das Notas Conversíveis como Sociedade Anônima) não realizem os atos societários necessários, em conformidade com o contratado, para efetuar a transformação para este tipo de sociedade e emitir as ações a serem entregues ao investidor, o investidor poderá ser impedido de se tornar acionista da Empresa Investida e ser obrigado, às suas próprias expensas, a recorrer ao Judiciário para obter o cumprimento da obrigação contratual.

1.4 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A garantia de acesso à informação é parte fundamental para que seja possível as

transações nos mercados em que as pessoas estão inseridas, principalmente no mercado de capitais, no qual a informação afeta diretamente a eficiência econômica. De acordo com Milgrom e Roberts (1992, p. 34), “uma situação que se define como Assimetria da Informação ocorre quando uma das partes não possui todas as informações necessárias para observar se os termos do contrato proposto são mutuamente aceitáveis e serão implementados”. Portanto, o ponto fundamental para que seja verificado a existência de assimetria de informação é a percepção que existe desigualdade de conhecimento que ambas as partes possuem sobre determinado assunto, investimento, projeto etc.

Já para Scott (2003):

a assimetria de informação ocorre quando um dos participantes da negociação possui melhores informações do que outro(s) participante(s), a redução dessa diferença de informações pode ser proporcionada pela Contabilidade, a qual possui o papel de fornecer informações aos seus usuários, reduzindo a assimetria informacional entre os agentes que atuam dentro e fora das organizações (SCOTT, 2003).

Desse modo, verifica-se que, quando há disparidade de informação entre os participantes ou agentes envolvidos no mercado em que estão alocados, tem-se instauradas as chamadas falhas de mercado. Uma falha de mercado ocorre sempre que os indivíduos de um grupo ficam em situação pior do que se não tivessem agido em um interesse próprio perfeitamente racional (RICARDO, 2021). As falhas de mercado produzem ineficiência e insegurança aos agentes, proporcionando aumento de custos nas negociações.

Normalmente as pequenas e médias empresas (PME) estão mais expostas a falha de mercado por causa da maior propensão a assimetria de informação por não possuírem mecanismos eficientes que possam transmitir informações adequadas ao mercado. Esse fato se dá em grande parte pela caracterização de forte interdependência entre a “esfera pessoal” do empresário e a “esfera empresarial” (MATIAS, 2009).

A limitação de financiamento pelo mercado se dá na análise por parte dos credores, bancos, financeiras, investidores etc. Eles não têm nível de informação possível para realizar a gestão dos riscos envolvidos na operação de acordo com os parâmetros definidos utilizados por esses agentes por causa da incapacidade das PMEs de fornecerem esses dados ao mercado, cerceando o acesso a recursos e agravando os juros.

Por sua vez, a presença de assimetria de informação no mercado gera duas possíveis consequências: o risco moral e seleção adversa. Contudo, a diferença entre essas duas consequências é que o risco moral é um problema “*ex post*”, enquanto a seleção adversa é um problema “*ex ante*”. Ou seja, o risco moral está associado a ocorrências após o processo de

negociação, quando não é mais possível o controle dos investimentos auferidos. Já a seleção adversa se dá na fase de análise do recurso pretendido, quando não há informações suficientes para essa análise ou ainda quando as informações não são corretas.

Na visão de Reis (2018), o risco moral é:

[...] à possibilidade de um agente econômico mudar seu comportamento a partir da leitura de diferentes contextos nos quais ocorrem as transações econômicas. Em resumo, refere-se a uma situação em que um lado da transação detém maior quantidade de informações, ou informações mais seguras, do que o outro (REIS, 2018).

Nesse contexto, um exemplo de risco moral presente no mercado é a relação existente entre uma seguradora de veículos e o proprietário do veículo assegurado, em que, depois de formalizada a contratação do seguro, a seguradora não tem como fiscalizar a forma pelo qual o segurado irá conduzir seu veículo, se vai agir com cautela ou se, pelo fato de ter seu veículo assegurado, o condutor vai agir de forma a aumentar o risco de sinistros. Outro exemplo cabível que caracteriza esse risco moral é o aumento no atendimento médico sem necessidade específica a pacientes que acabaram de contratar plano de saúde recentemente, muitas vezes levados a querer atendimentos por motivos banais. Em ambos os casos, o risco moral é responsável por demoras no atendimento devido ao número de solicitações em excesso, quanto pelo aumento do custo de utilização.

Por sua vez, pode-se verificar a interferência da seleção adversa quando agentes econômicos em um negócio têm acesso privilegiado a informações importantes sobre um setor, obtendo vantagem na negociação. Essa vantagem interfere no preço, conseqüentemente, também no mercado. Nesse caso, o mercado tende a ter erro de precificação pela presença da seleção adversa.

Matias (2009) comenta que o surgimento da seleção adversa se dá com o déficit de informação presente no mercado:

O fenômeno da seleção adversa surge por que o conjunto de informações sobre o proponente de crédito é incompleto ou incerto, ou porque o financiador utiliza métodos de pesquisa ou fontes de informação que são inapropriadas para a avaliação de risco de financiamento em análise (MATIAS, 2009).

Pode-se afirmar que a seleção adversa é caracterizada quando não é possível se distinguir “bons” produtos, trabalhadores ou clientes dos “maus” (REIS, 2018). Para exemplificar a ação da seleção adversa, é dada a seguinte suposição: uma lei em que os planos de saúde privados no Brasil não possam discriminar segurados fumantes dos não fumantes.

Nesse caso, mesmo o segurado não fumante apresentando menor risco para os planos de saúde não será possível estabelecer ações que possam reduzir custos ou estabelecer descontos a esse público por terem uma vida mais saudável. Essa ação fará com que o custo médio seja aumentado para todos os participantes desse plano de saúde, sejam fumantes ou não.

Contudo, é possível reduzir o risco por assimetria de informação, adotando, para isso, a governança corporativa, ou seja, estabelecer maior transparência entre a empresa e os diversos agentes envolvidos (acionistas, credores, fornecedores e empregados) (PIRES; MACAGNAN, 2014). O equilíbrio das partes envolvidas na empresa é o ponto central da governança corporativa. Esse comportamento promove maior transparência e garante a empresa uma visão, por parte principalmente dos investidores ou credores, de uma empresa estável e com pouco risco. Quando uma empresa possui implantado a governança corporativa, os processos e a sua estrutura apresentam maior organização, transparência e responsabilidade, tornando-se um atrativo a novos investidores, novos clientes e bons funcionários.

De acordo com Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 2015, a definição de governança corporativa é:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBCG, 2015).

Os princípios básicos para a governança corporativa são estabelecidos para que possa ser melhorado o clima de confiabilidade nas relações das empresas com os possíveis interessados (IBCG, 2015). Ainda segundo o autor, esses princípios são:

- **Transparência:** consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.
- **Equidade:** caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

- **Prestação de Contas (*accountability*):** os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
- **Responsabilidade Corporativa:** os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.

A regulação do *equity crowdfunding* busca reduzir a assimetria de informações por meio da exigência de divulgação de informações relevantes para os investidores. Desse modo, o investidor poderá ter uma melhor compreensão do risco do empreendimento e decidirá assumir ou não esse risco. Por sua vez, a governança corporativa auxilia na minimização da assimetria de informação, o que pode reduzir o risco de mercado e trazendo maior transparência, eficiência e credibilidade, melhorando a percepção e a adesão de possíveis investidores e clientes.

No mercado de *equity crowdfunding*, a assimetria de informação é responsável por criar barreiras entre os projetos e os seus financiadores, uma vez que a informação é essencial para que os investidores tenham confiança para aportar seus recursos. Além disso, as plataformas são essenciais para que a falha de mercado seja minimizada, sendo responsável por criar mecanismos e procedimentos que possibilitem a comunicação entre os tomadores e os investidores. Sugere-se que as plataformas eletrônicas podem ser vistas como uma ferramenta que reduz o custo de transação em função da assimetria de informação, uma vez que pode aumentar a disponibilidade de informação. (BLOHM; LEIMEISTER; HAAS, 2014). Entretanto, foi a regulamentação feita pela CVM em 2017 que proporcionou ao mercado a percepção de maior segurança e confiança, pontos importantes para que o setor pudesse realmente obter crescimento. De acordo com Iglesias (2017), “a regulação do *equity crowdfunding* busca reduzir a assimetria de informações por meio da exigência de divulgação de informações relevantes para os investidores. Desse modo, o investidor terá uma melhor compreensão do risco do empreendimento e decidirá assumir ou não tal risco.”

Por causa do aumento do número de plataformas regulamentadas pela CVM, o que acirrou a concorrência entre as próprias plataformas, o acesso as informações está cada vez mais disponível a quem possa interessar, agilizando os investimentos e possibilitando um maior

número de projetos a saírem do papel.

1.5 CUSTOS DE TRANSAÇÃO NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS

Para que se possa obter competitividade em um mercado, principalmente no mercado de captação de recurso, é necessário esforço contínuo para que os custos sejam minimizados. De igual importância, no caso do *equity crowdfunding*, os custos de transação devem ser controlados com o intuito de aumentar o interesse de possíveis investidores. Os custos de transação caracterizam-se por serem aqueles que envolvem toda e qualquer operação presente em um sistema econômico (NORTH, 1990). A redução desses custos permite que a empresa tenha maior assertividade na captação de recurso. Portanto, quanto menor for o custo de transação na negociação entre os agentes, maior será a possibilidade de lograr êxito. A análise dos custos permeia a abordagem da Teoria dos Custos de Transação (TCT).

A origem dessa teoria se deu em trabalhos desenvolvidos nas décadas de 1930 a 1960, tendo como principais autores nomes como o de Commons, Coase e, mais recentemente, Williamson, de 1981 a 1999. A contribuição desses autores é base para o desenvolvimento desta teoria. A TCT foi fundamentada na criação e na expansão das firmas e das organizações dos mercados, motivada pela pergunta não respondida pelas outras teorias existentes: o que leva a empresa a preferir manter o custo de transação de uma atividade dentro da própria empresa do que realizar essas atividades no mercado, sendo que possivelmente estes custos seriam minimizados e a eficiência seria melhorada? Esses custos de transação foram discutidos por Ronald H. Coase no livro “A Firma, o Mercado e o Direito”, publicado em 1988, no qual ele propõe o debate sobre os motivos que as empresas levam a produzir seus próprios bens e serviços ou optar pela terceirização. De acordo com a visão de Siffert Filho (1995), para Coase:

[...] a ideia de que os fatores produtivos são empregados unicamente em função dos preços relativos deve ser relativizada, uma vez que as formas institucionais de organização da produção não são guiadas exclusivamente pelo mecanismo de preços. No interior da firma, os fatores produtivos não se relacionam ao longo do processo de produção, visando apenas à agregação imediata de valor. Há, isto sim, um comando administrativo que impõe um determinado meio de se realizar diversas tarefas. A firma pode, então, ser caracterizada, na visão de Coase, como a supressão do mecanismo de preços (SIFFERT FILHO, 1995).

A Teoria de Custo de Transação faz parte da Nova Economia Institucional (NEI), que sustenta que as transações requerem custos para ocorrer. Portanto, difere da economia

neoclássica que considera apenas os custos de produção. Nesse sentido, a ideia principal da TCT é apontar para o fato de que as empresas não possuem apenas custos de produção. Os custos de transação são os que uma empresa incorre quando precisa recorrer aos mercados para obter recursos, insumos e serviços ou para manter suas operações. Ou seja, são os custos associados à negociação, redação e garantia da execução do contrato.

Para Sacht e Begnis (2019), a abordagem NEI:

[...] demonstra que as empresas, os mercados e a relação contratual são instituições econômicas importantes, as quais representam o produto do processo evolutivo das inovações organizacionais. Nesse ponto, as instituições propiciam confiabilidade às decisões alocativas, conduzindo à eficácia na aplicação dos recursos e à redução dos custos de transação (SACHETT; BEGNIS, 2019).

A contribuição de Coase nessa questão tornou-se um marco para que outras pesquisas fossem feitas posteriormente. Objetivando a atenção sistemática, passou-se a pensar que as relações entre os agentes econômicos no mercado envolviam custos específicos, basicamente referentes aos custos de obtenção de informações, negociação e celebração de contratos (ALMEIDA; SARTO, 2015). Esses custos são aqueles necessários para desenvolver-se a transação, ou seja, todo aquele gasto decorrente da efetivação da transferência de determinado bem (COASE, 1937).

Ponto central para a TCT, a minimização dos custos de transação é obtida através do alinhamento entre as estruturas de gestão e às transações (WILLIAMSON, 1994). No cenário econômico atual, a redução de custos faz com que as empresas estejam mais preparadas para se posicionarem no mercado que compõem. Dessa forma, estão sujeitas a ambientes distintos, contexto em que se tornam necessárias estratégias adequadas à sobrevivência diante da concorrência, principalmente às adaptações contínuas impostas pelas instituições regulatórias que moldam o mercado (SACHETT; BEGNIS, 2019).

Faz-se necessário, para o bom andamento do mercado, que se estabeleça mecanismos que possam garantir e validar as transações. Simon (1976) reconhece que, embora o indivíduo condicione o seu comportamento à razão, existem limites a sua capacidade de processar informações e racionalizar sobre suas ações. Siffert Filho (1995) afirma que para Coase:

[...] e é o fato de que o funcionamento eficiente dos mercados requer um sistema legal capaz de estabelecer não apenas a validade, mas também o respeito e a precisão dos contratos. E a partir do aparato legal que os direitos dos agentes são estabelecidos, tomando segura a transação (SIFFERT FILHO, 1995).

Nesse contexto, o contrato figura como elemento fundamental para assegurar as

intenções dos agentes. A TCT enfatiza o sistema produtivo essencialmente como um tecido de arranjos contratuais, entendendo, portanto, o problema da organização econômica como um problema contratual (WILLIAMSON, 1985). De acordo com essa perspectiva, as instituições são responsáveis por garantir a execução das partes contratuais e seus arranjos ao longo do tempo. Falhas nesses contratos possibilitam aumento de custo de transação por conta da interação humana e da possibilidade de condutas oportunistas ou escolhas ineficientes. Portanto, a eficiência da atividade empresarial decorre da capacidade das empresas em desenvolver mecanismos de governança, objetivando a permanência no mercado competitivo (WILLIAMSON, 1996).

O *equity crowdfunding* também é impactado pelo custo de transação, uma vez que a redução desses custos promove possibilidades de retornos mais atrativos aos investidores. Utilizado como ferramenta de captação, o *equity crowdfunding* trata-se de uma operação de compra e de venda de valores mobiliários, no qual existem custos inerentes a essa negociação durante todo o processo de comercialização. A redução desses custos de transação pode definir se um projeto será ou não bem-sucedido.

Entende-se que as plataformas podem ter grande relevância na redução desses custos de transação, uma vez que, conforme desempenham seu papel de conectar tomadores e buscar investidores interessados, utilizam para isso meios tecnológicos que, normalmente, requerem custos menores para serem utilizados. A internet, meio pelo qual as transações acontecem, já proporciona redução considerável de custo de transação na negociação em comparação com os meios de captação no mercado financeiro tradicional. Grande parte dos custos desse mercado financeiro tradicional é ocasionado pela estrutura física necessária a ser mantida para que os agentes possam operar. Enquanto, no caso de *equity crowdfunding*, outras ferramentas como as redes sociais, o e-mail e WhatsApp são utilizadas para alcançarem um maior número possível de pessoas, tendo em vista que o perfil de investidores nesse tipo de negociação é adepto a tecnologia e a utilizam como meio para obter novas tecnologias, inclusive as que envolvam investimentos financeiros. Em decorrência dessa característica intrínseca dos agentes envolvidos, tanto os tomadores quanto os investidores, utilizam este ambiente virtual para se conectarem, sendo a plataforma digital a ponte que os liga. Esse ambiente virtual encurta a distância entre esses dois polos da relação jurídica, sugerindo redução de custos de transação relacionados à busca de projetos pelos investidores e à busca de investidores pelos emissores (IGLESIAS, 2017).

O autor ainda sugere que o *equity crowdfunding* pode proporcionar a redução de vários custos na negociação por meio da plataforma digital. Alguns deles são os custos de

deslocamentos, de elaboração de contratos físicos, custos de comunicação, entre outros:

A estrutura do *equity crowdfunding* é organizada de forma que o negócio seja firmado na própria plataforma de *crowdfunding*. Os projetos estão lá disponibilizados, para a análise dos investidores. Os termos do contrato estão também disponibilizados na plataforma. A decisão que cabe ao investidor é investir ou não e qual volume seu investimento terá. Não há espaço para a negociação da estrutura do projeto do emissor e nem para os termos do contrato. O que é possível é a comunicação entre os investidores e os emissores por meio de canais de comunicação disponibilizados pela plataforma de *crowdfunding* (IGLESIAS, 2017).

Desse modo, aconselha-se deduzir que o *equity crowdfunding* possibilite a redução desses custos de transação, viabilizando novos projetos e tornando esses negócios mais atrativos. Em conjunto, as plataformas digitais agem como divulgadores e fiscalizadores no mercado, assegurando as informações necessárias aos interessados e, conseqüentemente, possibilitando a análise prévia dos investidores aos riscos inerentes ao mercado. Desse modo, o investidor pode verificar o quanto de risco está disposto a correr, o que torna o mercado mais eficiente.

2 O EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL

Para compreender o que é o *Crowdfunding*, este estudo procura fazer um levantamento histórico desde o seu surgimento até os dias atuais. Dessa forma, é possível entender como essa nova ferramenta permeou as diversas áreas da tecnologia e do conhecimento humano. Para Couto e Colaço (2015), “a revolução digital, potencializada pelo rápido avanço tecnológico, incorreu em importantes mudanças de paradigmas de empresas e negócios”. Ainda Couto e Colaço (2015) destacam que, nesse cenário de inovações tecnológicas, as empresas necessitam cada vez mais oportunizar a implantação de tecnologias novas e lançar novos produtos.

Por sua vez, o *crowdfunding* ou financiamento coletivo, desde seu surgimento e até a data de hoje, se populariza como uma forma alternativa de captação de recurso para projetos pessoais, sociais ou privados. Seu valor é determinado livremente pelos indivíduos no mercado. Para delimitar este estudo, será abordado o *equity crowdfunding*, que é a modalidade que possibilita aos investidores retornos financeiros dos valores aplicados. Essas possibilidades de retorno são abordadas nas próximas seções.

2.1 CROWDFUNDING

O *crowdfunding* pode ser descrito como uma forma de financiamento descentralizado, sem intermediários financeiros e feito a partir de contribuições voluntárias com os mais diversos fins, empregado em uma ampla gama de empreendimentos. Trata-se de uma campanha aberta, principalmente via internet a fim de arrecadar recursos, seja por doações ou em troca de recompensas, a partir de indivíduos em vez de investidores profissionais ou instituições financeiras.

Definido como uma forma de financiamento à inovação recente, o *crowdfunding* está intrinsecamente ligado ao mundo digital, bem como sua forma própria de investir. Nessa modalidade de investimento, várias pessoas de diferentes localizações investem em um projeto ou empresa, o que possibilita a pulverização do risco e, conseqüentemente, sua redução. Como é uma modalidade recente, o *crowdfunding* encontra-se como uma promissora forma de investir em pequenas e médias empresas que não possuem acesso a captação de recurso nos meios tradicionais existentes, como bancos e financeiras, pela atual análise de risco desses agentes, ou ainda por não serem consideradas atrativas financeiramente para as outras modalidades de investimento.

2.1.1 Origem, conceito e finalidade do *crowdfunding*

Conforme exposto anteriormente, o *crowdfunding* é uma ferramenta de financiamento colaborativo com perceptível crescimento nos últimos anos não só no Brasil como também nos países que utilizam dessa modalidade de captação. A Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2022) (CROWDINVEST), informa que:

O *Crowdfunding* de Investimento (ou *Equity Crowdfunding*) está regulamentado em mais de 20 países no mundo, sendo certo que pelo menos igual número está em vias de estabelecer sua regulamentação. Interessante notar que o mercado mundial movimentou em 2017 cerca de US\$ 100 bilhões (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO, 2022).

Essa ferramenta vem ganhando forte destaque entre grupos vinculados a tecnologia e investidores. Pode ser considerada uma modalidade alternativa de financiamento, em que o seu beneficiário se dirige a uma multiplicidade de destinatários por meio de uma plataforma eletrônica acessível da internet com o objetivo de angariar capital para financiar a sua empresa ou projeto (MOLLICK, 2014). Por meio do *crowdfunding*, é possível financiar iniciativas de característica social, cultural e/ou empresarial.

A palavra *crowdfunding* pode ser interpretada como “financiamento coletivo”, uma técnica para a captação de recurso financeiro para a viabilizar um projeto ou empreendimento por um grupo de indivíduos. Ele surge por conta da impossibilidade momentânea de acesso a iniciativas privadas comuns no mercado financeiro tradicional como bancos e fundos de investimentos, por diversos motivos como por exemplo, a falta de capacidade dos projetos de dispor de mecanismos de garantias que possam endossar os empréstimos e minimizar os riscos da negociação. Também está relacionado ao tempo de atividade dos detentores desses projetos que, em muitos casos, estão em processo de início de atividade, portanto, não possuindo históricos de faturamento suficiente que possam validar tais operações, ou ainda, a baixa expectativa de lucratividade no investimento, principal fundamento para a aplicação de recursos financeiros pelas financeiras.

Crowdfunding na origem, está associada com a prática do *crowdsourcing*², que

² *Crowdsourcing* é um termo que se refere ao processo de obter serviços, conteúdos ou ideias de um grupo amplo e diversificado de pessoas, geralmente através da internet. É uma forma de terceirização, mas em vez de contratar um indivíduo ou uma empresa específica para realizar uma tarefa, a ideia é reunir um grupo de pessoas para trabalhar em conjunto em um projeto. Está baseado na ideia de que um grupo diverso de pessoas pode produzir resultados melhores e mais criativos do que um indivíduo ou uma equipe limitada. Isso porque cada pessoa tem experiências, habilidades e perspectivas únicas, o que pode levar a soluções inovadoras e diversas.

consiste na resolução de problemas e desenvolvimento de soluções por meio de contribuições do público, utilizando recursos da internet a fim de aproximar pessoas fisicamente distantes.

Para Kirby & Worner (2014), *crowdfunding* é:

[...] um termo guarda-chuva para descrever o uso de pequenos montantes obtidos de um grande número de indivíduos ou organizações, para financiar um projeto, um negócio ou empréstimo pessoal, e outras necessidades por meio de uma plataforma online baseada na web (KIRBY & WORNER, 2014).

Já para Amedomar (2015), esse mecanismo é uma:

[...] alternativa de captação de recursos na qual projetos de diversos tipos buscam atingir uma meta financeira preestabelecida através de recursos de indivíduos dispersos geograficamente, coletados pela Internet, em um prazo temporal determinado (AMEDOMAR, 2015).

Pode-se afirmar que um dos mais importantes fatores para o avanço do *crowdfunding* foi o surgimento da *Web 2.0*³. Segundo Dantas (2020), em publicação no site Brasil Escola, esse conceito foi criado por Tim O'Reilly, em 2003, o qual diz que *Web 2.0* é “a mudança para uma internet como plataforma, e um entendimento das regras para obter sucesso nesta nova plataforma”. O autor ainda complementa afirmando que a regra fundamental da *Web 2.0* é o aproveitamento da inteligência coletiva.

De acordo com Kalinowski (2020), em publicação em *blog* feita pela Plataforma *Investweb*, a origem do *crowdfunding*, embora ainda não reconhecido com esse nome, é a arrecadação feita por uma banda de rock chamada Marillions no ano de 1997, arrecadando \$60.000,00 com o objetivo de financiar sua turnê nos Estados Unidos. Outro caso emblemático e citado como precursor dessa ferramenta é a arrecadação de \$50.000,00 para a realização de um filme no ano de 2004, fato realizado em pouco mais de três semanas. Muito embora esses projetos tiveram a participação financeira quase que total de pessoas que tinham afinidade com os temas, em ambos os casos, a internet foi preponderante para que fosse possível a divulgação e arrecadação desses valores. Porém, foi em 2008 que essa ferramenta obteve maior visibilidade ao proporcionar um meio para que os apoiadores do ex-presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, pudessem contribuir financeiramente para a sua campanha eleitoral. Nesse projeto, por meio de um aplicativo chamado Mobilize, foi possível a arrecadação de um valor superior a um milhão de dólares, utilizando para isso o *crowdfunding*. Dessa forma, essa ferramenta foi

³ O termo *Web 2.0* é utilizado para descrever a segunda geração da World Wide Web --tendência que reforça o conceito de troca de informações e colaboração dos internautas com sites e serviços virtuais.

impulsionada e apresentada para o restante do mundo.

2.1.2 Tipos de *crowdfunding*

Como a principal função do *crowdfunding* é proporcionar meio de arrecadação de um montante, é comum a divisão dessa ferramenta em quatro tipos diferentes, tendo como base a intenção de cada projeto. Dessa forma, a principal divisão é criada pela natureza da relação entre o criador e o apoiador (COUTO; COLAÇO, 2015), a forma de contribuição (PROFATILOV; BYKOVA; OLKHOVSKAYA, 2015) e o contexto (MOLLICK, 2014), que pode corresponder a uma doação, a um patrocínio/pré-encomenda/pré-venda, um empréstimo, ou um investimento, dando origem a quatro modelos principais de *crowdfunding*. Esses referem-se a modelos baseados em: doação; recompensa/pré encomenda/pré-venda; e capital; empréstimo. No Quadro 4, são apresentados esses quatro modelos de *crowdfunding*.

Quadro 4 – Classificação de *crowdfunding*

CROWDFUNDING			
<i>Crowdfunding</i> de doação	<i>Crowdfunding</i> de recompensa	<i>Crowdfunding</i> de capital	<i>Crowdfunding</i> de empréstimo

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

A seguir, é apresentado cada tipo de *crowdfunding* separadamente, no intuito de apresentar as características principais e a forma pela qual cada um é normalmente utilizado. Há dois grupos bens específicos que podem ser divididos em categorias, a primeira é a categoria que conta com a expectativa do investidor/patrocinador em obter retorno financeiro e a segunda é justamente quando não há intenção de retorno financeiro, no qual o retorno é de cunho social e, portanto, desempenha funções vinculadas a projetos assistenciais e que representam similaridade a causas defendidas pelo investidor/patrocinador.

2.1.3 *Crowdfunding* de doação ou *social lending*

O *crowdfunding* de doação é utilizado em causa assistências, em que o doador não tem a intenção de obter lucro com os valores depositados e pretende que os recursos auferidos possam viabilizar projetos que auxiliem em causas sociais, podendo ser ligadas a causas ambientais, socioeducacionais, de assistência a grupos menos favorecidos, como por exemplo a moradores em situação de rua, a proteção da criança e do adolescente, ou a causas ligadas a

proteção do meio ambiente e de animais.

Para Souza (2016), a definição deste modelo é:

Trata-se da modalidade mais difundida e conhecida. Nesse modelo, as pessoas se mobilizam para causas sociais e filantrópicas. Ele também é conhecido como ‘não oneroso’ ou ‘altruísta’, pois o financiador não obtém um benefício direto, mas tão somente o desejo de ajudar a viabilizar o projeto (SOUZA, 2016, p. 33).

As contribuições realizadas nessa modalidade têm como princípio o sentimento altruísta do doador, frequentemente ligadas a causas em que o doador considere importante. Por esse fato, a maior parte do capital arrecadado nos projetos tem como destino ações que beneficiam causas em que o doador tem afinidade.

O montante resultante do capital depositado pelo doador neste tipo de *crowdfunding* de doação possibilita que o único retorno possível seja o imaterial, que consiste em retorno afetivo, contribuindo por ser simpatizante com a causa.

Neste sentido, Hassem (2020) afirma que o doador tem relação afetiva com o projeto, no desenvolvimento de uma cultura participativa, na qual a união dos colaboradores permite a implementação do projeto.

Este estudo não abordará profundamente este tipo de *crowdfunding*, pois o intuito é aprofundar os estudos no *equity crowdfunding*.

2.1.4 *Crowdfunding* de recompensa ou *reward crowdfunding*

Para a modalidade de *crowdfunding* de recompensa, tal qual a modalidade anterior de doação, o patrocinador tem ligação direta com o projeto em questão. Divulga-se a ideia em uma plataforma, informando a quantidade de recurso a ser arrecadado e a data limite para a captação, caso o objetivo seja alcançado para realizar o projeto, os apoiadores recebem recompensas (MONTEIRO, 2014).

Entretanto, nessa modalidade, o patrocinador não busca somente uma satisfação pessoal, muitas vezes, os próprios projetos preveem algum tipo de “vantagem”, que está ligada aos produtos ou serviços financiados com os valores captados. As recompensas vão desde ter seu nome nos créditos de um filme, conseguir opinar na criação de um produto ou conhecer os criadores de um projeto, entre outros (AMEDOMAR, 2015).

A principal característica desse modelo é a intenção de “recompensa”, que o patrocinador recebe ao apoiar o projeto. Este estudo não abordará este tipo de *crowdfunding*

também, seguindo o princípio de analisar o *equity crowdfunding*.

2.1.5 O *crowdfunding* de empréstimo ou *peer-to-peer lending*

O *crowdfunding* de empréstimo tem como característica principal a participação direta de um investidor ou de um grupo investidor com a empresa que vai receber esse recurso, utilizando, para isso, uma relação de “empréstimo ponto a ponto” (*peer-to-peer*). Para isso, a empresa oferece algum benefício aos investidores, que pode ser feito de diversas formas. De acordo com Catecati (2016), o sistema de recompensa é:

[...] 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).

Os recursos são geridos por uma plataforma que desempenha o papel de verificar e acompanhar as empresas, analisar a utilização dos investimentos e criar relatórios financeiros e enviá-los aos investidores, funcionando como uma ponte entre os investidores e as empresas. Ambas as partes possuem vantagens na utilização deste modelo. O investidor tem maior controle sobre os recursos devido a transparência necessária entre as partes. No caso das empresas, os custos desses financiamentos com juros por exemplo tendem a ser mais baixos, pois não utilizam as instituições de investimentos tradicionais. Embora a característica dessa ferramenta ser bem próxima a do *equity crowdfunding*, este estudo não irá se aprofundar nesse tipo de modalidade.

2.1.6 O *crowdfunding* de capital ou *equity crowdfunding*

O *equity crowdfunding*, assim como os outros modelos, tem o objetivo de captar recurso financeiro de investidores; entretanto, nessa modalidade, oferece-se troca de participação no capital social. Nesse caso, acontece de forma semelhante às ofertas de ações nas bolsas de valores, o 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 (HASSEM,2020). Normalmente é utilizado para financiar *startups*⁴ e projetos de

⁴ Uma *Startup* é uma empresa que tem o objetivo de crescer de maneira agressiva. As *Startups* costumam oferecer produtos ou serviços inovadores, visando solucionar uma dor ou trazendo inovação incremental a mercadorias que já existem. Quase sempre, as *Startups* baseiam o seu modelo de negócio em tecnologia digital, mas isso não é uma

pequenas e médias empresas, quando essas não possuem condições de oferecer garantias mínimas exigidas para buscar esses recursos no mercado financeiro tradicional. Essa participação “acionaria” distribuída aos investidores, entre os modelos abordados, é o que arrecada maiores montantes em dinheiro (LEMOS, 2015).

Conforme objetivo deste estudo, pretende-se aprofundar no *equity crowdfunding* para que seja verificado o conceito existente sobre essa inovação, principais características como risco e retorno e os impactos causados neste setor com a regulamentação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) na Instrução n.º 588, de 2017. Para isso, são apresentados casos atuais de projetos em que esta ferramenta foi utilizada como meio de arrecadar esses investimentos, obtendo êxito ou não.

A justificativa deste estudo se dá pela necessidade de pesquisas mais aprofundadas nessa modalidade inovadora de captação para que seja abordados conceitos inerentes a temas importantes e que fazem parte dessa nova era tecnológica.

2.2 EQUITY CROWDFUNDING

Equity crowdfunding é uma forma que capta recursos, conectando investidores a *startups* e pequenas empresas com potencial expansivo. A plataforma Eqseed (2022) afirma que essa ferramenta funciona como uma ponte entre investidores e empresas tomadoras de investimentos:

Ele possibilita que um conjunto de investidores financie empresas em troca de participação nelas. Com o *equity crowdfunding*, investidores fornecem fundos para uma empresa e recebem uma parte da mesma na forma de participação societária (*equity*) ou de títulos conversíveis de dívida que, no futuro, podem ser convertidas em participação societária (*equity*) da empresa investida (EQSEED, 2022).

Os recursos são captados por emissão de ações ou instrumentos de dívida conversível em participação societária e a expectativa dos investidores é de remuneração por dividendos futuros e ganho de capital (KIRBY & WORNER, 2014). As plataformas online intermediam essa negociação, e as empresas podem receber financiamento de investidores que, em troca, recebem participação na empresa em forma de quotas/ações ou títulos conversíveis. O *equity crowdfunding* ou *crowdfunding* de investimento permite que as pessoas físicas em geral participem, via internet, do capital de uma empresa nascente, comumente designadas

regra. São empresas que operam em um mercado de alto risco e que buscam continuamente investimentos externos. Assim, elas podem potencializar seu crescimento e desenvolver suas soluções de maneira mais rentável.

“*startups*”. No Brasil, essa modalidade é também identificada como investimento colaborativo.

2.2.1 Conceitos e características do *equity crowdfunding*

Atualmente as pessoas passam cada dia mais tempo conectadas à internet, seja pelo motivo de trabalho ou social. É visível que essa conectividade desempenha um importante papel na sociedade atual, alterando de forma revolucionária as maneiras em que as “coisas” funcionavam anteriormente. Um exemplo para isso são as chamadas telefônicas que, embora ainda existam de maneira tradicional ao discar para o número da pessoa que queremos falar, vêm sendo substituídas pelas chamadas utilizando o *WhatsApp*, pois agrega mais benefícios aos usuários que, além de poder ouvir a outra pessoa também é possível vê-la utilizado a chamada por vídeo. As próprias chamadas por vídeo foram muito importantes nesses últimos anos, alavancadas pelas restrições de locomoção das pessoas impostas pelo combate mundial à pandemia COVID-19 com início em 2020. Elas foram muito utilizadas em várias situações, como por exemplo, reuniões de trabalho, estudo, consultas médicas, psicológicas, entre outras, sendo uma importante ferramenta para que diversas atividades continuassem a serem feitas mesmo no período de distanciamento social. Nesse cenário social cada vez mais dependente de tecnologia, no qual as pessoas são consumidoras de inovações tecnológicas, obtém-se circunstâncias favoráveis para o crescimento de produtos e serviços ligados ao “mundo digital”. O *equity crowdfunding* surge dentro desse contexto inovador, no qual, por intermédio das plataformas, pode-se transformar em uma ferramenta eficaz de captação e viabilização de novos projetos tecnológicos.

Uma das utilidades mais atrativas dessa ferramenta de captação é a possibilidade de ligar dois personagens importantes nesse mercado. Em uma ponta, ficam as *startups* e as pequenas e médias empresas com alto potencial de expansão, muitas vezes com pouco tempo de atividade, em busca de investimentos para viabilizar seus projetos e serviços, uma busca que em várias situações não conseguem ser atendidas nos meios de financiamentos tradicionais como bancos e financeiras por causa da falta de garantias que sustentem esses empréstimos. Na outra ponta, estão os investidores, sejam grandes ou pequenos, na busca de oportunidades de ganho com retornos maiores do que são ofertados em *benchmark* de renda fixa, CDB, CDI, poupança ou até mesmo na renda variável como a aplicação em ações na Bolsa de Valores. Essa conexão já demonstrou nos últimos anos que vem em ritmo acelerado de crescimento no Brasil, mesmo com toda a crise instaurada mundial com a pandemia COVID-19. De acordo com a publicação feita pela Comissão de Valores Mobiliários, ligado ao Ministério da Economia, no

ano de 2021, houve um crescimento na captação utilizando o *equity crowdfunding* de 43%:

Crowdfunding de Investimento continua evoluindo no Brasil. No total, R\$ 84.401.300 foram captados em 2020, um aumento de 43% em relação aos R\$ 59.043.689 de 2019. O valor também é 10 vezes superior aos R\$ 8.342.924 captados em 2016, ano anterior à regulamentação específica pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2021).

Portanto, o *equity crowdfunding* surge como uma ferramenta de captação de recursos, possibilitando a conexão entre os potenciais investidores com *startups* e pequenas e médias empresas, que, por sua vez, disponibilizam aos investidores parte de suas empresas por meio de quotas/ações ou títulos conversíveis. O propósito dessa nova ferramenta está disposto na junção das duas palavras em inglês que formam seu nome *equity crowdfunding*. O termo “*equity*” pode ser traduzido como “capital”, já o termo “*crowdfunding*” é interpretado como “financiamento coletivo”, ou seja, o *equity crowdfunding* é a ferramenta que possibilita o financiamento coletivo em troca de capital da empresa que recebeu o investimento.

Para isso ser possível, as plataformas online são o meio pelo qual esta conexão é estabelecida, funcionando como um fio que transporta a “informação” e os “recursos” para ambas as partes, sendo responsáveis por garantir maior transparência possível no desenvolvimento da negociação. Cobra-se para isso uma taxa na captação dos recursos. Para que uma plataforma online possa operar no Brasil, ela precisa da autorização da CVM, tendo que cumprir uma série de requisitos pré-estabelecidos. No Gráfico 1, é possível verificar o aumento no número de plataformas online que possuem autorização para operar no Brasil. Esse crescimento proporciona maior segurança e menores taxas aos investidores/tomadores, uma vez que, pela concorrência entre as plataformas, é possível a escolha da plataforma mais atrativa de acordo com as preferências dos envolvidos.

Gráfico 1 – Evolução do número de plataformas autorizadas pela CVM

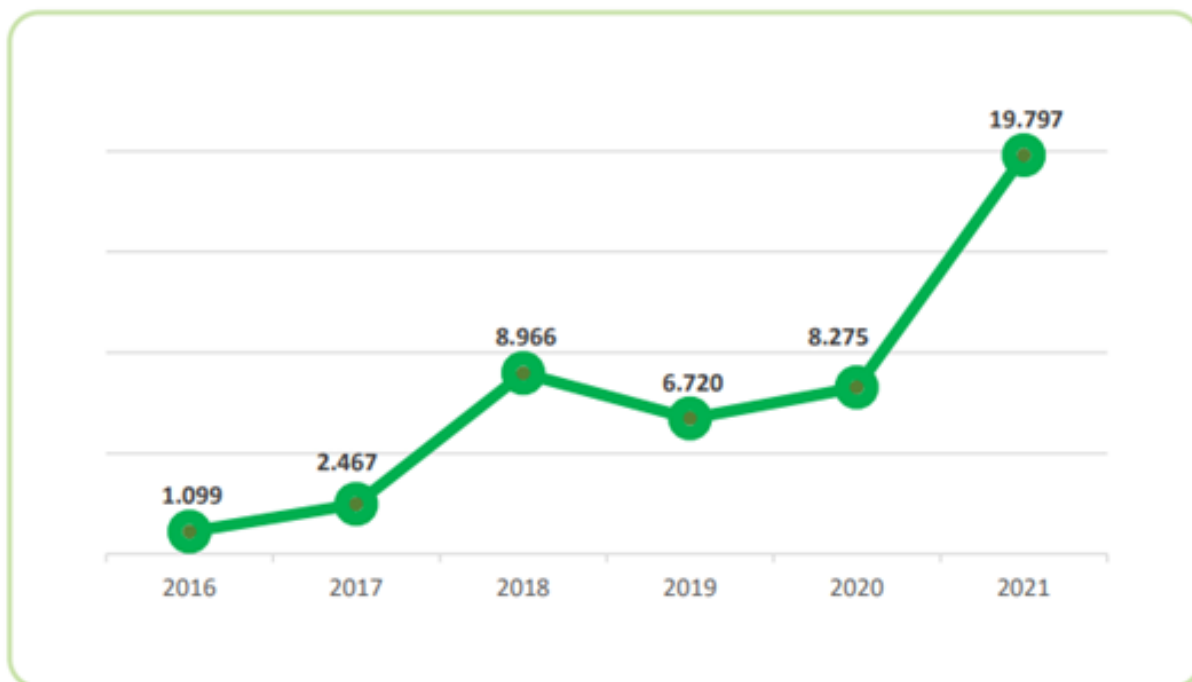


Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, (2021).

Pode-se verificar no Gráfico 1 o aumento do número de plataformas autorizadas a operar no Brasil devido a regulamentação da Instrução n.º 588, editada pela CVM em julho de 2017. Houve um rápido crescimento dessas plataformas autorizadas, refletindo o crescimento e a oportunidade existente neste mercado.

Em conjunto com o aumento no número de plataformas, resultando em maior disposição de informação dos projetos a serem investidos, o que elevou a publicidade desse tipo de captação, é possível identificar o aumento gradativo de pessoas que passaram a dispor parte de seus recursos financeiros em projetos utilizando o *equity crowdfunding*. A seguir, é apresentado, no Gráfico 2, o crescimento do número de investidores nesse setor.

Gráfico 2 – Crescimento do número de investidores

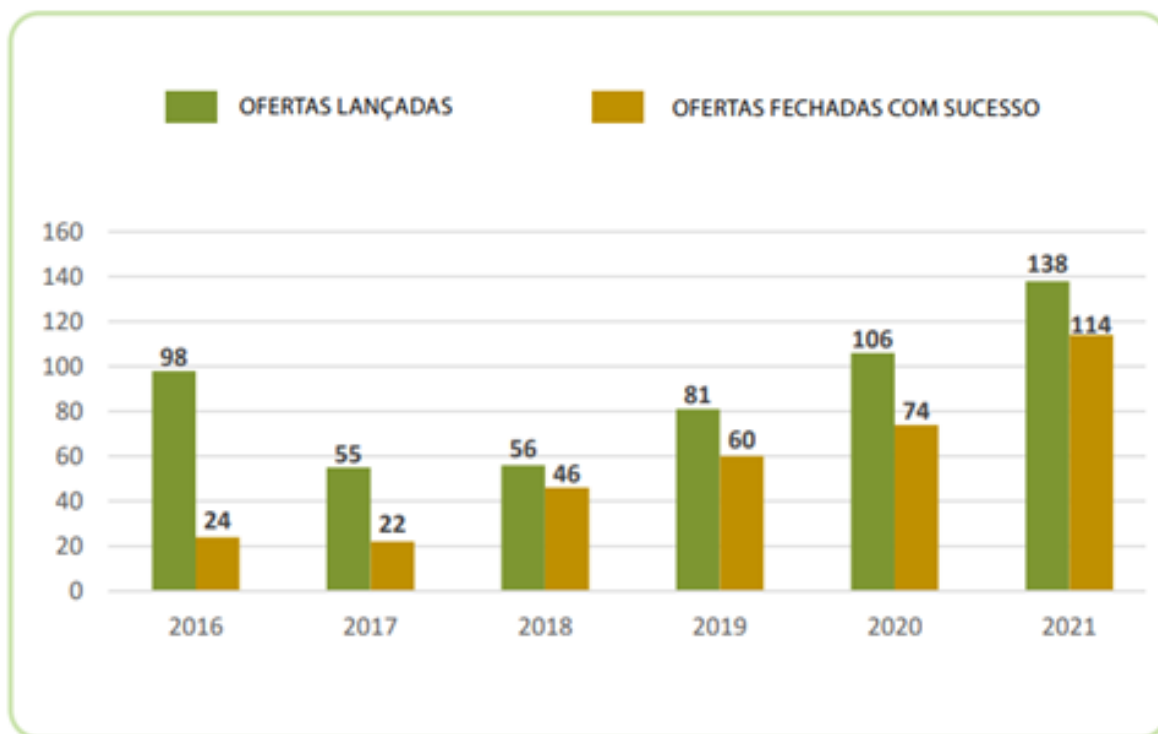


Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, (2021).

Nota-se que a regulamentação feita em 2017 pela CVM também obteve boa aceitação por parte dos investidores, uma vez que ela possibilitou maior segurança para os investidores pela disponibilidade de maior informação dos projetos e das empresas, resultando em crescimento de investidores que decidem aportar seus recursos financeiros.

Portanto, a regulamentação implantada nesse setor pela CVM torna-se um marco regulatório, sendo responsável pela fiscalização e pela autorização das plataformas, melhorando consideravelmente a percepção do investidor com relação a transparência das informações. Essa segurança obtida com a regulamentação é verificada no Gráfico 3, que apresenta dados desse setor nos anos de 2016 a 2021 segundo a Comissão de Valores Mobiliários.

Gráfico 3 – Número de ofertas lançadas e fechadas com sucesso



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, (2021).

Percebe-se que o número de projetos apresentou aumento no período analisado no Gráfico 3. Além disso, verifica-se que a relação de projetos disponíveis para investimento e os projetos que conseguiram a captação necessária para a sua viabilização obteve maior êxito, o que apresenta maior assertividade nos projetos apresentados aos investidores.

2.3 O SETOR DE *CROWDFUNDING* NO BRASIL

Conforme já apresentado anteriormente, o *crowdfunding* é uma modalidade de captação de recurso financeiro que funciona de maneira coletiva, ou seja, a arrecadação é feita por meio da colaboração de grupos com número indeterminado de participantes que acreditam na ideia e no potencial dos projetos e visam facilitar e viabilizar a doação de capital de investimentos para a sua realização. Em sua forma tradicional, as campanhas são popularmente conhecidas como “tudo ou nada”, em que basicamente o idealizador da campanha recebe apenas se a meta for atingida ou ultrapassada, isto é, dentro do prazo estipulado; caso contrário, as doações são reembolsadas para seus contribuintes. Uma alternativa de campanha é a “flexível”, em que se recebe o valor arrecadado independentemente de ter ou não cumprido a meta. Esses financiamentos são muito utilizados para ajudar artistas, música e cinema; todavia há outros

nichos a serem explorados, seja de maneira solidária ou por oportunidade de investimento.

2.3.1 O cenário de *equity crowdfunding* no Brasil

No Brasil, esse tipo de financiamento começou a se propagar em meados de 2011 e, inicialmente, no mesmo estilo americano, foi um financiamento cultural. Ele se tornou cada vez mais comum, porque é uma plataforma que busca constantemente o conhecimento e o aperfeiçoamento para atender às necessidades das pessoas em relação ao financiamento e aos investimentos para campos do empreendedorismo. Além disso, também é visto como alternativa de fortalecimento e estímulo para micro e pequenas empresas, unindo criadores de inovações com adquirentes por ser uma alternativa simples e sem burocracia. Segundo Pascoal (2021), em matéria publicada no site Kickante, uma plataforma de *crowdfunding* brasileira em 2021:

“o *Crowdfunding* representa entre 0,3% e 0,03% dos formatos de arrecadação”, em relação ao crescimento mundial a empresa também acredita que “As projeções indicam que o mercado vai chegar a pelo menos 90 bilhões de dólares até 2025 e o Brasil tem potencial para representar pelo menos 10% desse valor.” (PASCOAL, 2021).

O seu desenvolvimento tem se mostrado de maneira crescente, uma vez que o público brasileiro tende a ser generoso; porém, nessa modalidade, o que tem feito as pessoas se interessarem não é simplesmente a captação de recurso, mas sim os retornos que isso pode vir a trazer aos contribuintes, uma via de mão dupla para se investir e atrelado a transparência e a confiabilidade que esse tipo de serviço disponibiliza ao seu público. Em 2017, foi publicada uma norma regulamentadora pela Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (CROWDINVEST) juntamente com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que garante a maior segurança de todos com a intenção de atrair mais público.

2.4 *EQUITY CROWDFUNDING*: AMBIENTES REGULATÓRIOS

Com o crescimento das operações utilizando o *crowdfunding*, cada vez mais se fez necessário regulamentar o setor. No Brasil, o *equity crowdfunding* foi regulamentado por meio da Instrução n.º 588, editada pela CVM em julho de 2017. Até então, sem regulamentação específica, aplicava-se subsidiariamente no que fosse cabível a Instrução n.º 400, editada pela CVM em dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores

mobiliários, nos mercados primário ou secundário de uma forma geral.

A regulamentação específica proporcionou segurança e estabilidade ao modelo, definindo regras e parâmetros a serem cumpridos por todos os envolvidos nesse mercado. Essa ação foi um marco no desenvolvimento e na evolução desse modelo no Brasil, pois trouxe para o mercado segurança digital, concorrência entre as plataformas e maior disponibilidade de dados e informações importantes para que os investidores pudessem escolher onde aplicar seu dinheiro. O próprio investidor também teve que se adaptar às regras estabelecidas pela CVM que disponibilizou limites técnicos de aplicação de acordo com o perfil de cada investidor. Entretanto, o *equity crowdfunding* possibilita aporte de valores menores em projetos, oferecendo acessibilidade de investimentos para grande parte de pessoas, sejam eles grandes ou pequenos investidores. O Quadro 5 apresenta o limite de investimento regulamentado que a CVM estabeleceu de acordo com classificação de investidores.

Quadro 5 – Tipos de investidores

TIPO DE INVESTIDOR	DESCRIÇÃO	LIMITE
INVESTIDOR QUALIFICADO	Trata-se de investidor que possui investimentos acima de R\$ 1.000.000,00 em investimentos financeiros.	Não há limite de investimento.
INVESTIDOR COM MAIS DE R\$ 100.000,00 EM INVESTIMENTOS	Trata-se de investidores que possuem investimentos acima de R\$ 100.000,00 ou possuem renda bruta acima deste valor.	Neste caso, o limite é de 10% deste valor por ano.
INVESTIDOR COM MENOS DE R\$:100.000,00 EM INVESTIMENTOS	Trata-se de investidores que possuem investimentos abaixo de R\$ 100.000,00 ou possuem renda bruta abaixo deste valor.	Neste caso, o limite é de R\$ 10.000,00 (Dez mil reais) por ano.

Fonte: CVM, adaptado pelo autor (2022).

O Brasil não é o único país a criar regras para o comércio de *equity crowdfunding*. Essa regulamentação vem sendo aplicada em diversos países nos últimos anos. A legislação é fator crucial no sucesso do modelo, pois estabelece as regras de equilíbrio nos interesses dos captadores de recursos e dos investidores. O Quadro 6 apresenta exemplos de situações regulatórias em alguns países:

Quadro 6 – Ambientes regulatórios de *equity crowdfunding*

PAÍS	AMBIENTE REGULATÓRIO
AUSTRÁLIA	País com a última legislação a ser criada. O processo foi feito no fim de 2018. A reclamação sobre a legislação australiana é que apenas empresas públicas e companhias de propriedade limitada podem captar recursos.
BRASIL	A legislação de <i>equity crowdfunding</i> foi feita pela Comissão de Valores Mobiliários em 2017 (CVM), por meio da Instrução 588. Nela, existem limitações definidas para os investidores e para as empresas que estão captando recursos.
CANADÁ	A regulamentação foi mais severa e burocrática. Ao invés de uma legislação única, que atende todo o país, cada província tem a sua própria regulamentação. Ou seja, são 13 modelos diferentes de investimento em pequenas empresas.
ESTADOS UNIDOS	O processo começou no governo Obama, com a <i>JOBS Act</i> , em 2012. A regulação definitiva entrou em vigor apenas em 2016. Nela, empresas localizadas no país podem captar por meio das plataformas de <i>equity crowdfunding</i> até US\$ 1,07 bilhão, algo em torno de R\$ 5 bilhões.
NOVA ZELÂNDIA	Junto com o Reino Unido, a Nova Zelândia tem uma das legislações mais flexíveis para <i>equity crowdfunding</i> . Não há limite de valor para os investidores em geral, ou seja, eles podem usar boa parte de seu capital.
REINO UNIDO	Considerada uma das mais avançadas do mundo. Ela foi criada em 2014 e não traz muitas exigências para o investidor e nem para a empresa que está captando recursos.

Fonte: Adaptado de BEEGIN (2022).

As leis que regulam o *equity crowdfunding* têm o propósito de regular a atuação das plataformas online, que operam a captação dos valores e as garantias mínimas de eficiência e transparência das empresas a serem financiadas, porém, essas leis não podem deixar de atrair os investidores para essa nova modalidade pelo excesso de burocracia que acaba por dificultar o acesso do investidor a esta ferramenta. É essencial que, na ótica do investidor, tanto os investidores qualificados como os pequenos possam desfrutar das garantias mínimas para a realização do seu investimento.

2.4.1 A Instrução n.º 588, de 2017, emitida pela CVM

A instrução normativa CVM 588 foi direcionada ao mercado de *equity crowdfunding*, modalidade que antes se baseava nas normas da ICVM 400/2003, com a criação de uma norma específica para que se adequasse ao cenário do mercado para facilitar esse investimento entre as empresas que até então tinham que ter um faturamento anual de até R\$2,4 milhões. A partir de instrução, as empresas passariam a ter um faturamento anual de até R\$10 milhões. Essa decisão teve um impacto muito positivo em relação ao mercado de investidores e foi um

impulsioneamento que, segundo artigo da Invisteweb, publicado em 2019, as plataformas online chegaram a captar cerca de 60 milhões de reais.

Atualmente essas regras estão em funcionamento, mas a CVM já publicou uma nova alteração a Resolução CVM 88, a qual entrou em vigor para substituir a CVM 588 a partir do dia 1 de julho de 2022. Ela conta com maior ampliação e flexibilização para os investidores e com uma relação de facilidade na questão de compra e venda de valores mobiliários, um grande investimento na oferta de serviços das plataformas. Ela apresenta, no entanto, um tópico de atenção: as *equity* podem intermediar essas ações, mas participar da constituição e administração de mercados organizados de valores mobiliários, ou seja, sem realizar atividades típicas de entidades que administram tais mercados, e empregar termos típicos, como bolsa de valores e afins. Com novas ideias de proteção aos investidores, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022):

A principal medida a ser implementada pela nova Resolução é a obrigatoriedade de que os valores mobiliários sejam objeto de escrituração, feito por escriturador registrado na CVM, ou de controle de titularidade e de participação societária, feito pelas plataformas. A plataforma poderá prestar esses serviços se observar as regras que passam a ser estabelecidas na Resolução CVM 88 e somente para as sociedades empresárias de pequeno porte que tenham realizado ofertas públicas apenas em seu ambiente. Outras medidas são o aumento do capital social mínimo das plataformas para R\$ 200 mil e a necessidade de contratação, pela plataforma, de profissional de *compliance* a partir do exercício em que alcançar o valor de R\$ 30 milhões em ofertas públicas intermediadas. Em relação às sociedades empresárias de pequeno porte, a Resolução estabelece a necessidade de contratação de auditoria das demonstrações financeiras a partir do patamar de R\$ 10 milhões em receita bruta no exercício anterior, ou quando a oferta pública objetiva captar acima de R\$ 10 milhões (CVM, 2022).

Além disso, aconteceram mudanças no seu funcionamento as novas medidas foram apresentadas ao público por meio de uma audiência pública em fevereiro de 2020:

- ✓ Aumento do limite de captação de R\$ 10 para R\$ 15 milhões;
- ✓ Ampliação dos limites de receita bruta anual utilizados para a definição de sociedade empresária de pequeno porte de R\$ 30 e R\$ 60 milhões, limite individual e consolidado, para R\$ 40 a R\$ 80 milhões, respectivamente;
- ✓ Necessidade de conferir transparência à remuneração sobre as pessoas contratadas para promover a divulgação das ofertas públicas, quando se tratar de agentes regulados pela CVM;
- ✓ Modulação da exigência de escriturador, passando a ser obrigatória a sua contratação em casos específicos, podendo a sociedade empresária de pequeno porte optar por contratar a plataforma que distribuiu a oferta pública para

prestar os serviços de controle de titularidade e participação societária, definidos na Resolução CVM 88;

- ✓ Estabelecimento de regra de transição para observância do requisito de capital social mínimo para as plataformas que já possuam registro e inclusão de duas hipóteses de cancelamento de registro relacionadas a ausência de ofertas públicas pela plataforma;
- ✓ Aumento do valor mínimo de captações para que o profissional de *compliance* seja contratado de R\$ 15 milhões para R\$ 30 milhões;
- ✓ Exigência de apresentação de demonstrações financeiras auditadas por auditor registrado na CVM por parte das sociedades de pequeno porte em duas hipóteses: (i) ofertas cujo valor alvo máximo de captação ultrapasse R\$ 10 milhões; e (ii) sociedade empresária de pequeno porte com receita bruta anual consolidada superior a R\$ 10 milhões;
- ✓ Alteração da proposta que flexibilizava a destinação dos recursos da oferta para vedar a aquisição de participações minoritárias em outras sociedades;
- ✓ Aumento do lote adicional de até 20% para até 25% do valor alvo máximo;
- ✓ Manutenção da vedação para que recursos transitem nas contas da plataforma;
- ✓ Criação de faixas percentuais de obrigatoriedade de participação do investidor líder na sociedade empresária de pequeno porte a depender do montante da oferta;
- ✓ Permissão para que o investidor líder receba outros tipos de remuneração, desde que não sejam pagas pelo investidor.

Dentro do entendimento da norma atualizada a Resolução CVM 88, podemos direcionar o assunto para uma modalidade de investimento o *equity crowdfunding*, o qual também conhecido como investimento-anjo, ou seja, é como o funcionamento de uma “vaquinha”, mas com termos de investidores, pois os apoiadores também ganham. O retorno pode ser financeiro ou pela experiência pela participação solidária no financiamento de uma empresa. Um bom passo para quem quer começar a investir e normalmente tem dúvidas de por onde ou como começar? É provável que o *equity* proporcione desburocratização no processo pelo fato de ser uma ferramenta no qual se tem liberdade de circulação de valores menores. Essa liberdade e flexibilidade, atrelados a transparência, fazem parte do planejamento e desenvolvimento para atrair e convencer participantes. Outro ponto positivo dentro dessa estrutura é a maneira de triagem que acontece no momento de cadastro, traçando o perfil de

investidor e selecionando projetos que atendam os requisitos desse perfil. É importante também checar a segurança das plataformas. Pensando nisso, a CVM disponibiliza uma lista de plataformas autorizadas para operar a fim de proporcionar maior comprometimento e seriedade no mercado atual.

3 ESTUDO DE CASO DAS PLATAFORMAS DE *EQUITY CROWDFUNDING*

3.1 ESTUDO DE CASO MÚLTIPLOS EXPLICATIVOS

O *equity crowdfunding* tem como característica o dinamismo evolucionário de produtos e serviços ligados à tecnologia. Essa condição faz com que as informações pertinentes de seu funcionamento estejam em constante desenvolvimento. Aliado a isso, o fato de essa ferramenta de captação ter pouco tempo de atividade reduz a disponibilidade de literatura específica sobre o tema. Assim, optou-se como metodologia de pesquisa o estudo de caso explicativo, por se trata de modalidade mais adequada para a formulação de embasamento teórico a ser estudado. Como método de pesquisa, o estudo de caso é usado em muitas situações, contribuindo para conhecer os fenômenos individuais, grupais, organizacionais, sociais, políticos e relacionados (YIN, 2015).

Esse método consiste em “uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo no seu contexto da vida real, mesmo que os limites entre o fenômeno estudado e o contexto não estejam claramente definidos” (CLEMENTE JR, 2012). Geralmente, utilizam-se dados qualitativos a partir de coletas de eventos reais com o objetivo de explicar ou descrever fenômenos estudados. Trata-se de uma pesquisa detalhada, fornecendo conhecimentos aprofundados sobre o tema (ABERDEEN, 2009). Para Yin (2015), o estudo de caso é uma investigação empírica, calcada na lógica do planejamento, coleta e análise de dados, podendo abarcar um ou mais casos estudados, assim como abordagens quantitativas e qualitativas de pesquisa. Em concordância com esta afirmação, Gerring (2019) discorre que “um estudo de caso é um estudo intensivo de um caso singular ou de um pequeno número de casos que se baseia em dados e promessas de elucidar uma população maior de casos”.

Nesse contexto, é comum encontrar questões do tipo “como” e “por que”, pois as respostas desses questionamentos precisam ser observadas ao longo do tempo. O autor ainda dispõe cinco características necessárias para que se possa realizá-lo, mostradas no Quadro 7:

Quadro 7 – Característica para produção de estudo de caso

CARACTERÍSTICA	DESCRIÇÃO
O ESTUDO DE CASO DEVE SER SIGNIFICATIVO	Antes de selecionar um estudo de caso, deve-se descrever, em detalhes, a contribuição que se fará, assumindo que o estudo de caso pretendido foi concluído com sucesso. Se perceber

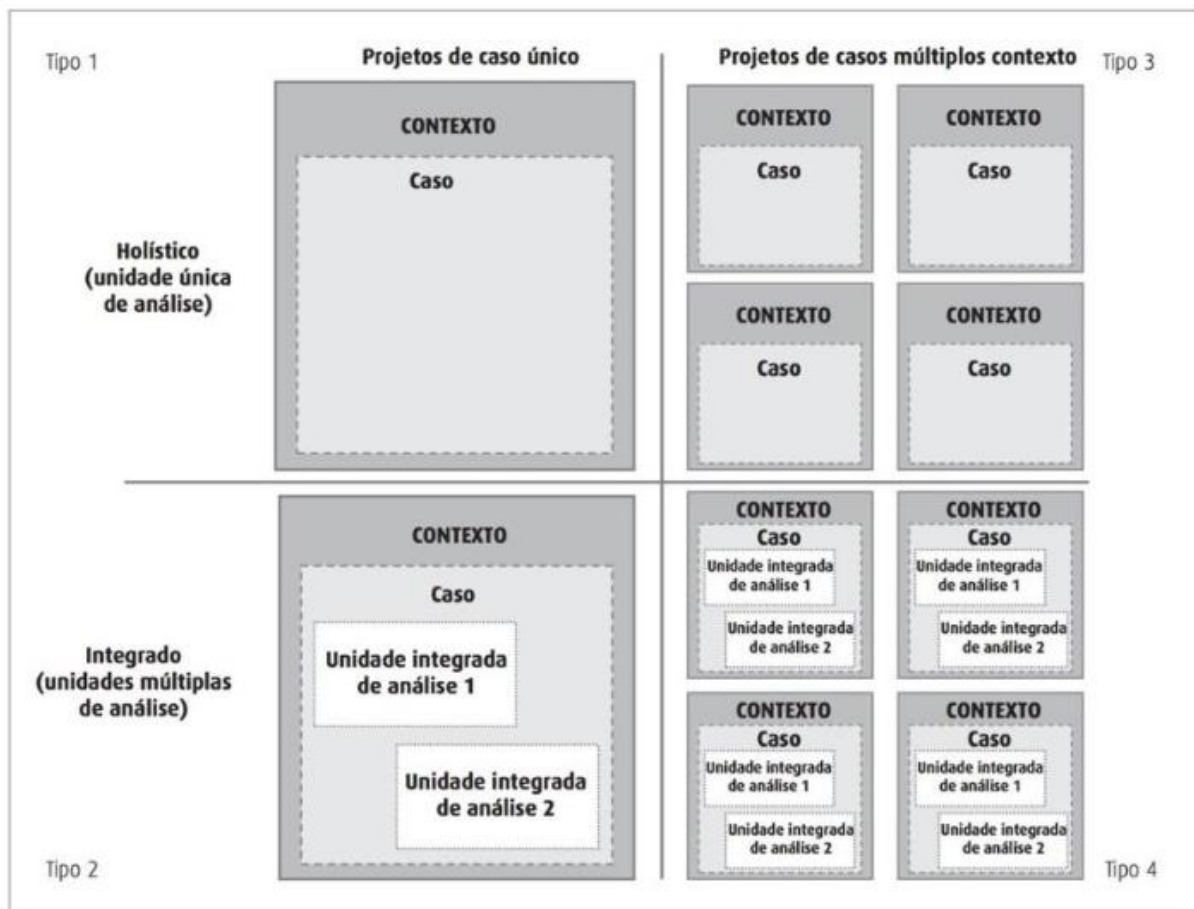
<p>O ESTUDO DE CASO DEVE SER COMPLETO</p>	<p>que nenhuma resposta satisfatória está próxima de ser alcançada, deve-se reconsiderar a decisão de realizar o estudo.</p> <p>A completude do estudo deve ser caracterizada de três maneiras: a) os limites do caso recebem uma atenção explícita, contendo argumentos lógicos e apresentação de evidências, b) o leitor se convence de que pouquíssimas evidências relevantes permaneceram intocadas pelo pesquisador, mas que as partes importantes receberam total atenção e, c) ao surgir limitações de tempo ou recursos no início de um estudo, o pesquisador responsável deve projetar um estudo de caso que pode ser concluído dentro desses limites.</p>
<p>O ESTUDO DE CASO DEVE CONSIDERAR PERSPECTIVAS ALTERNATIVAS</p>	<p>As evidências devem ser apresentadas de forma neutra, tanto com dados de sustentação quanto com dados de contestação, permitindo que o leitor seja capaz de concluir, de forma independente, se uma determinada interpretação é válida.</p>
<p>O ESTUDO DE CASO DEVE SER ELABORADO DE UMA MANEIRA ATRAENTE</p>	<p>O relatório do estudo de caso deve ser capaz de seduzir os olhos do leitor. Produzir um texto capaz de gerar este efeito no leitor requer talento e experiência por parte do pesquisador.</p>

Fonte: Adaptado de Yin (2001).

Portanto, o estudo de caso favorece uma visão holística sobre os acontecimentos da vida real, destacando-se seu caráter de investigação empírica de fenômenos contemporâneos (GOMES, 2007).

Ainda, pode-se analisar o estudo de caso utilizando projetos de caso único ou projetos de casos múltiplos, a depender do contexto do tema abordado. Para isso, a matriz 2 x 2 exemplifica quatro possíveis tipos de projetos. O Quadro 8 evidencia a matriz:

Quadro 8 – Matriz 2 x 2 tipos básicos de projetos para estudo de caso



Fonte: Cosmos Corporation adaptado por Yin, 2015, p. 53.

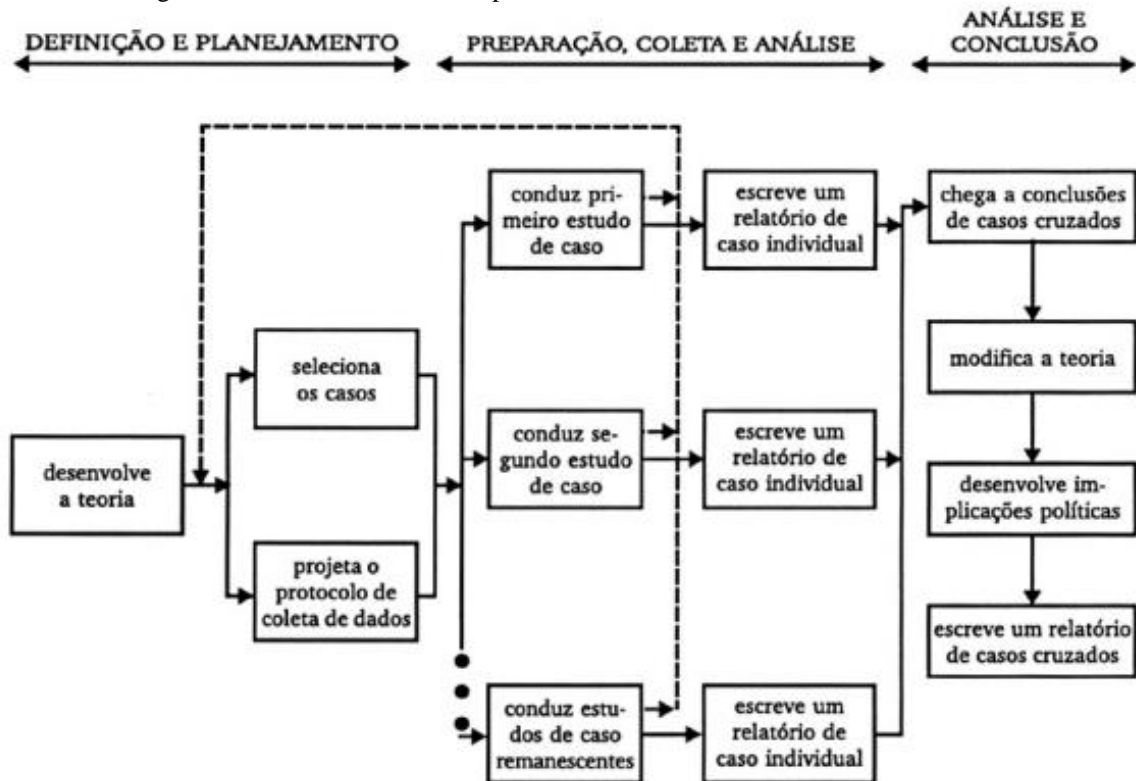
Nota-se que a matriz dispõe que, em todos os projetos, há o desejo de analisar as condições contextuais em relação ao “caso”. As divisões utilizadas na matriz com linhas tracejadas evidenciam que o contexto transita entre os projetos.

Segundo Yin (2015), “a matriz mostra, então, que os estudos de casos únicos e múltiplos refletem diferentes situações de projetos e que, nessas duas variantes, também podem existir unidades de análises unitárias ou múltiplas”. Para projetos de caso único (tipos 1 e 2), a seleção do caso deve evidenciar a teoria ou as preposições teóricas de interesse. Por meio da teoria, deve-se especificar um conjunto claro de circunstância no qual as preposições são consideradas verdadeiras. Desse modo, o caso único pode ser utilizado para comprovar se as preposições são corretas, ou ainda, se outro conjunto de explicações evidenciam melhor os resultados obtidos no caso analisado. Já para projetos de casos múltiplos (tipos 3 e 4), esse tipo de seleção deriva, diretamente, de seu entendimento das replicações literais e teóricas. O projeto mais simples de casos múltiplos seria a seleção de dois ou mais casos considerados replicações literais, como um conjunto de casos com resultados exemplares em relação a algumas questões

de avaliação (YIN, 2015). O autor ainda exemplifica que se pode adotar um projeto de “duas extremidades”, por exemplo, casos com resultados extremamente bons e casos com resultados extremamente maus.

O diagrama apresentado no Quadro 9, na concepção de Yin (2015), reproduz o fluxograma para um estudo de casos múltiplos:

Quadro 9 – Fluxograma de estudo de casos múltiplos



Fonte: Cosmos Corporation adaptado por Yin, 2015, p. 64.

Verifica-se no fluxograma, apresentado no Quadro 9, os passos necessários para construir a análise utilizando o esquema de estudo de casos múltiplos, no qual os casos são selecionados de forma prévia e os resultados confrontados com a teoria abordada no estudo. Em sequência, é elaborada a análise dos dados obtidos por intermédio dos casos individuais, sendo essas análises agrupadas para formular conclusões de casos cruzados. Por fim, é feito um comparativo com as teorias pertinentes ao tema, sendo gerado um relatório final de casos cruzados.

Conforme já apresentado, um passo importante na construção da análise, a partir da metodologia de estudo de casos múltiplos, é a seleção dos casos a serem investigados. Para o presente estudo, estabeleceu-se como critério de escolha a relevância e a disposição de dados, além da repercussão destes casos no mercado atual. De acordo com esse critério, definiram-se

duas plataformas eletrônicas para o fornecimento desses casos.

EqSeed: foi uma das primeiras plataformas a receber a autorização da CVM, em 2018, para operar com rodadas de investimentos de *startups* no modelo de *equity crowdfunding*. Ela é responsável por 25% dos investimentos dos brasileiros⁵ nesse mercado, ou seja, um quarto das negociações realizadas no Brasil é feita por ela. Possui ainda o maior número de “exits” em uma única plataforma, o que gera retornos maiores aos investidores. Desde o início de operação até o mês de setembro do ano de 2022, a plataforma acumula um valor total captado de R\$ 66.275.000, segundo publicação da própria plataforma.

Kickstarter: a plataforma eletrônica é um dos maiores sites de *crowdfunding* do mundo. Fundada em 2008 nos Estados Unidos, é uma forma de impulsionar projetos financeiramente sem depender de grandes empresas, mas dos próprios consumidores. A plataforma alcançou em março de 2014 a marca histórica de um bilhão de dólares em doações para projetos⁶, contribuindo para o crescimento e disseminação do modelo de captação no mercado mundial.

Após a seleção das plataformas eletrônicas para disposição do material a ser analisado, optou-se pela escolha de dois casos de projetos que captaram recursos por meio do *equity crowdfunding* e que obtiveram resultados distintos. Esses casos foram devidamente selecionados para permitir a análise dos fatos ocorridos após a captação dos recursos pelas *startups* na rodada de investimento. Dessa forma, objetiva-se a comparação com as teorias de Assimetria de Informação e Custo de Transação nos resultados dos casos abordados.

Diante disso, em consenso com a natureza do tema abordado, faz sentido utilizar a metodologia de estudos de caso múltiplos explicativo na análise de projetos que utilizaram o *equity crowdfunding* como ferramenta de captação.

3.1.1 Casos observados

Conforme visto anteriormente, o mercado atual de *equity crowdfunding* obteve expressivo crescimento no Brasil após a regulamentação da CVM com a normativa 588, a qual proporcionou maior organização e padronização do mercado, envolvendo todos os agentes econômicos do setor. Essa ferramenta se tornou importante na captação de recurso,

⁵ Segundo matéria publicada em 26/08/2021 pelo site Exame.com: <https://exame.com/bussola/eqseed-ultrapassa-r50-mi-de-investimento-em-startups-e-lidera-o-setor/>

⁶ Segundo matéria publicada em 30/09/2022 pelo site Canaltech.com: <https://canaltech.com.br/startup/o-que-e-o-kickstarter/>

principalmente para *startups*, por causa do expressivo alcance promovido pela internet, além da facilidade e menor burocracia envolvidas na negociação. Essa facilidade se dá pela dispensa do registro automático da oferta por parte do emissor para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, desde que alguns critérios estabelecidos pela normativa sejam observados.

Evidentemente, também impactou o responsável pela mediação desses dois agentes, as chamadas plataformas eletrônicas. As plataformas cumprem um papel social importante, pois conectam tomadores e poupadores, servindo como um canal pelo qual fluem as informações de projetos disponíveis para captação de recurso.

De acordo com a CVM (2020):

As plataformas eletrônicas nas quais esses valores mobiliários são distribuídos devem ser regularmente constituídas no Brasil, além de registrada e autorizada pela CVM. As ofertas serão realizadas exclusivamente por meio de página na internet, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores nos termos da ICVM 588 (CVM, 2020).

Por sua vez, os poupadores buscam oportunidades de retornos financeiros atrativos com *startups* que possam superar investimentos tradicionais, tais como CDB, Poupança e Fundos de Investimentos ligados à Renda Fixa. Eles ainda têm a possibilidade de investirem em uma *startup* “unicórnio”, termo utilizado para empresas que obtêm crescimento expressivo em curto tempo.

Segundo a visão de Pacete (2022), uma *startup* unicórnio é:

“[...] novos empreendimentos ou empresas da nova economia, geralmente de base tecnológica, que atingem uma avaliação de mercado de US\$ 1 bilhão antes de serem cotadas em bolsa. São empresas de crescimento exponencial e aceleram rapidamente a partir de rodadas de investimento antes da abrir capital. O termo foi cunhado por Aileen Lee, fundadora da *Cowboy Ventures* em 2013” (PACETE, 2022).

Portanto, as plataformas eletrônicas desempenham um papel importante neste nicho de mercado, possibilitando o acesso a informações necessárias aos agentes, sejam eles tomadores ou poupadores, em busca de oportunidades de negócios. Tais informações são fundamentais para avaliar os riscos e os benefícios dispostos nesse processo.

Para analisar esse setor, é proposto o estudo de dois casos de empresas que optaram por utilizar o *equity crowdfunding* como ferramenta de captação e viabilização de seus projetos, apresentando resultados opostos. Não obstante, é importante ressaltar, conforme exposto no aviso de risco, que o investimento em *startups* é considerado de alto risco, e a diversificação de investimentos em um conjunto de *startups* diferentes tende a minimizar o risco, porém não é

possível extingui-lo.

3.1.2 Caso: DinDin – Sua nova conta digital

No ano de 2020, o site Exame⁷.com publicou matéria contando como foi o surgimento da *Startup* DinDin. A empresa foi criada pelos empreendedores Stéphanie Fleury, Juliana Furtado, Renato Avila e Brunna Beccaro em 2016. A ideia do negócio foi de Fleury, que queria trazer para o Brasil o modelo digital de envio de dinheiro entre amigos que a *Startup Venmo* tinha estabelecido nos Estados Unidos. A Figura 1 demonstra o *design* do aplicativo DinDin que os usuários utilizavam nas transações financeiras.

Figura 1 – Imagem do aplicativo DinDin



Fonte: EqSeed (2020).

Na época, o modelo não era popular no país, e empresas como PicPay ainda estavam começando sua trajetória. Acreditando que conseguiria brigar com os grandes bancos, os sócios decidiram lançar uma carteira digital própria com ares de rede social.

“Rapidamente percebemos que não ia funcionar, o brasileiro não quer que as pessoas

⁷**Fintech do Bradesco compra a carteira digital DinDin.** Matéria publicada pelo site Exame.com no dia 29/09/2020 por Carolina Ingizza. Disponível em: <https://exame.com/pme/fintech-do-bradesco-compra-a-carteira-digital-dindin/>

saibam com quem estão transacionando dinheiro”, conta Fleury (2020). Então, estudando o mercado, perceberam que a maior oportunidade seria tentar trazer para o mercado financeiro as milhões de pessoas que estão fora dos bancos hoje. Com isso, mudaram o foco do negócio.

Ao longo dos últimos quatro anos, os produtos evoluíram. Hoje a *Startup* trabalha com contas digitais para pessoas físicas e jurídicas, oferece transferências gratuitas entre pessoas, permite o pagamento de contas e a recarga de celular pela plataforma, além de disponibilizar um cartão virtual para compras online.

Por causa do crescimento obtido com esse nicho de mercado e já percebendo a necessidade de crédito para atender as demandas de seus clientes, em 2018, a *Fintech* captou investimento por meio da plataforma EqSeed. Na época, a rodada de investimento da DinDin foi finalizada em tempo recorde, 12 dias, de acordo com a própria plataforma. A DinDin atingiu sua meta de captar um montante de R\$ 600.000,00. Antes da captação realizada em 2018, o capital dos próprios sócios da DinDin mantinha a empresa. No entanto, após ter atingido um certo nível de tração no mercado, a *Startup* captou investimento adicional de 46 investidores-anjos individuais através da EqSeed (MARINO, 2020).

No Quadro 10, há o resumo das informações apresentado aos possíveis investidores pela plataforma EqSeed para o início da rodada de investimento.

Quadro 10 – Apresentação dos dados da DinDin direcionada aos possíveis investidores

O Negócio

- O DinDin é uma conta digital que permite ao usuário ter acesso aos principais serviços financeiros: recebimento de dinheiro (salários ou cobranças), transferências, pagamentos de contas de consumo e boletos, recarga de celular, saques no Banco24hs e compras virtuais ou presenciais com o cartão de crédito pré-pago;
- Bancos são problema para a maioria dos clientes: 57% dos consumidores relataram algum problema com seu banco no último ano (SP BANCÁRIOS);
- Os aplicativos Android e iOS permitem que pessoas enviem ou cobrem valores entre si, utilizando somente seu número de telefone e sem precisar pedir informações como nome do banco, agência, conta e CPF para fazer uma transferência;
- Permite-se a realização da vida financeira de maneira moderna e eficiente, sem enfrentar as burocracias, custos e serviços antiquados dos bancos;
- Faz parte da geração de *fintechs* que está revolucionando os serviços financeiros do Brasil, com um modelo de negócios altamente escalável e consistente com as tendências do mercado mundial de transações eletrônicas.

Realizações

- 3 mil usuários ativos;

- +2.500 transações realizadas, com valor total de + R\$ 500 mil;
- +1.000 interações no *Social Feed* (Curtidas e Comentários);
- 8 integrações de APIs iniciadas;
- Contrato com Singu para a solução de *marketplace* (B2B2C).

Mercado Potencial

- O Brasil é o terceiro maior mercado em volume de transações eletrônicas (VALOR);
- R\$ 65 bilhões de transações bancárias foram realizadas no país em 2016 (CIAB);
- 57% das transações bancárias no Brasil em 2017 foram feitas por meios digitais (CIAB);
- Transações feitas por *Mobile Banking* cresceram 140% em 2016 (CIAB).

Metas de 12 meses com investimento

- Atingir mais de 30 mil usuários cadastrados;
- Realizar mais de 100.000 transações, com valor total de + R\$ 5 milhões;
- Atingir 100.000 interações no *Social Feed*;
- Integrar API com 15 apps;
- Emitir 10.000 cartões Pré-Pagos;
- Lançar *social commerce* B2B.

Equipe Executiva

- **Stéphanie Fleury Rassi.** CEO e fundadora. Formada em Administração de Empresas pela PUC-Rio. Diretora Executiva ABFintechs. Carreira internacional em Telecom e como empresária na área de Marketing e Turismo.
- **Renato Avila.** CTO. Graduado em Ciência da Computação pela USP. Sócio-fundador de empresa criadora de soluções digitais web e mobile com experiência em projetos de automação bancária.
- **Brunna Beccaro.** CFO. Graduada em Finanças pelo Insper. Gerente de Inteligência de Mercado e Marketing no *Santander Asset Management*.

Resumo dos fatores de risco

- Investimento – perda de capital, falta de liquidez, falta de dividendos pagos ao investidor, diluição;
- Negócio – empresa nascente, pode não atingir as previsões, concorrência, macroeconomia, regulamentação, necessidade de complemento de capital;
- Conversibilidade – possibilidade da emissora não se transformar em sociedade anônima ou não emitir ações necessárias para efetuar conversão, perda de capital no caso de recusa pelo investidor de deter as ações;

Fonte: Adaptado de EqSeed (2018).

Observa-se que apesar de abrangente e de linguagem bem acessível, as informações apresentadas não permitem cálculos precisos referentes a indicadores como valor presente líquido, taxa interna de retorno, relação benefício-custo, *payback* etc. que fazem parte da análise usual de rentabilidade de projetos de investimento.

Após dois anos da captação e do emprego do valor arrecadado em seu negócio, a

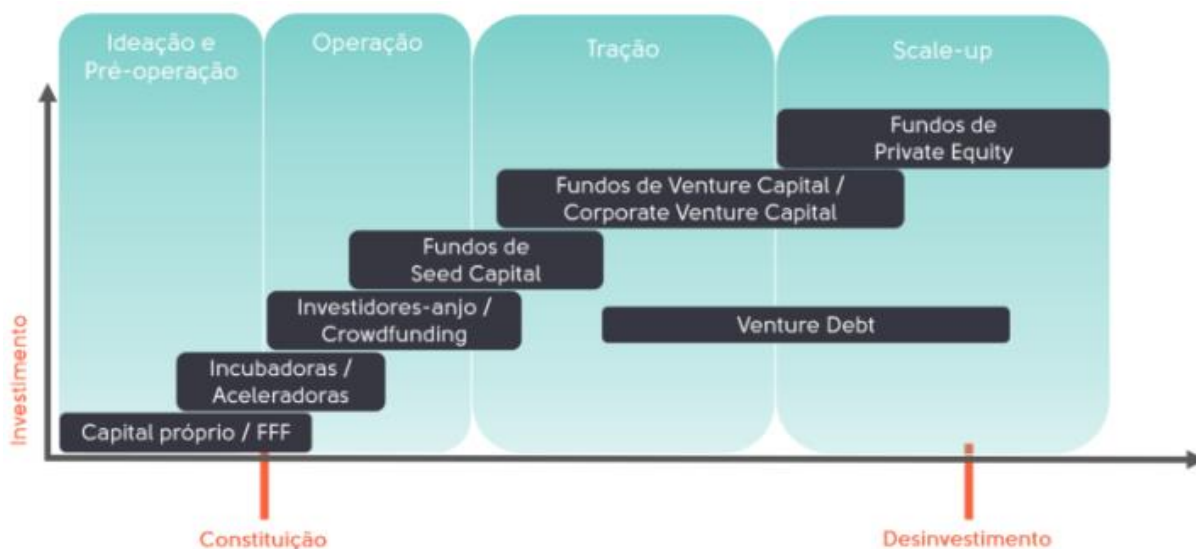
DinDin obteve bons resultados e obteve destaque no mercado em que atuava. Essa notoriedade chamou a atenção do Banco Bradesco.

Segundo Marino (2020), em 2020, o Bitz, a carteira digital e conta de pagamento do Bradesco, anunciou a aquisição da *fintech* DinDin, que atua no mesmo setor há quatro anos. O negócio representa mais um caso de aquisições estratégicas no mercado de *fintechs* brasileiro, caracterizado por instituições financeiras estabelecidas adquirindo *startups* de perfil inovador a fim de aumentar o escopo dos serviços que fornecem aos seus clientes e de modernizar suas capacidades tecnológicas.

“A DinDin acelera a aquisição de *know-how* e traz um time experiente, o que é crucial para o plano de expansão do Bitz”, afirmou Curt Zimmermann, CEO do Bitz (2020). O negócio está em linha com a estratégia de crescimento da nova empresa do Bradesco. “Queremos conquistar uma fatia entre 20% e 25% do mercado de carteira digitais no prazo de três anos. Devemos fazer mais uma aquisição ainda este ano, com objetivo de acelerar a estruturação do time e de crescer o negócio”, afirmou o executivo (MARINO, 2020).

Com a concretização da compra da DinDin pela Bitz, a *Startup* foi o primeiro caso de “*exit*” da plataforma EqSeed. O termo “*exit*” é o evento de liquidez no *equity crowdfunding*. Um “*exit*” é a principal forma de obter retornos com investimentos de *startups*. Esses retornos podem ser extremamente significativos, medidos em múltiplos do valor investido (BEGNOCHE, 2021). O valor pago pelo Banco Bradesco pela compra da *Fintech* DinDin não foi informado, entretanto, é um dos casos mais famosos deste tipo no Brasil.

A Figura 2 demonstra as fases de maturação de uma *Startup* e os possíveis investimentos em cada fase:

Figura 2 – Jornada de investimentos das *Startups*

Fonte: Adaptado de Edgar Vidigal Reis (2011).

Conforme a Figura 2, dependendo da maturação da *startup*, há diferentes tipos de investidores dispostos a aplicar seus recursos em projetos.

Begnoche (2021) classifica três formas principais para que um “*exit*” aconteça e que um investidor possa obter liquidez, ao vender sua participação:

- 1) a *startup* pode ser adquirida por uma empresa maior ou por um concorrente;
- 2) um investidor subsequente, como um fundo de *Private Equity*⁸, pode se oferecer para comprar a participação do investidor;
- 3) a *startup* pode realizar um IPO — oferta pública inicial — na bolsa de valores.

Nos três eventos, o investidor vai conseguir vender sua participação e seu retorno será a diferença entre a quantia que ele investiu para comprar a participação e quanto ele vendeu — ou para a empresa que adquire a *startup* ou para outro investidor (BEGNOCHE, 2021).

Naturalmente, após o investidor obter retorno satisfatório com investimento em *startup*, espera-se que ele queira fazer novas aplicações, utilizando inclusive todo ou parte de todo retorno do investimento anterior, na busca de novos retornos significativos. Dessa forma, o “*exit*” proporciona crescimento do investimento neste setor.

Mesmo não sendo divulgado o valor negociado pela compra da DinDin pela Bitz, esse caso é considerado um sucesso no mercado de *equity crowdfunding*, tendo recebido publicidade

⁸ O *private equity* é um tipo de aplicação que pode ser feita diretamente por empresas, instituições, fundos de investimento ou até mesmo investidores individuais. Através deste investimento, as empresas recebem um aporte de capital privado para financiar suas operações.

positiva dos interessados nesse tipo de negócio, que buscam alcançar retornos maiores do que é praticado nos investimentos tradicionais. Por outro lado, também alcança grande notoriedade para os novos empreendedores que buscam captar investimentos para desenvolverem seus negócios.

Para se ter uma simulação de como o investidor pode obter retorno da aplicação em *equity crowdfunding*, a Plataforma EqSeed disponibiliza o seguinte exemplo: se 3% de uma *Startup* for comprada por meio de uma plataforma de *equity crowdfunding* quando a empresa tem *valuation*⁹ de R\$ 5 milhões – um investimento de R\$ 150 mil. Alguns anos depois e após outras rodadas de investimento, essa *Startup* já virou um *player* importante no mercado. Tão importante que uma empresa enorme decidiu tentar comprar. A *Startup* aceita, vendendo por um preço de R\$ 300 milhões. No momento de venda, é razoável assumir que o investidor teria por volta de 1,5% da empresa investida, por causa das rodadas de investimento subsequentes. Assim, ele recebe 1,5% de R\$ 300 milhões = R\$ 4,5 milhões. De R\$ 150.000,00 para R\$ 4.500.000,00, portanto, um retorno para de 30 vezes o valor investido.

O Gráfico 4 dispõe graficamente o exemplo proposto:

Gráfico 4 – Simulação de *Equity Crowdfunding*



Fonte: Plataforma EqSeed (2020).

Evidentemente, é necessário ressaltar que todo e qualquer investimento contém risco.

⁹ Valuation é um termo de origem inglesa que significa avaliação de empresas. Ao trabalhar com as percepções que os investidores e clientes têm a respeito da empresa, o valuation envolve o julgamento da posição que ocupa no mercado e a previsão do retorno de investimento nas ações da empresa. (<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/conheca-o-valuation-e-saiba-quanto-vale-sua-empresa,290732f8d0cbf410VgnVCM1000004c00210aRCRD>)

Investimentos em *Startups* são de alto risco, de baixa liquidez, e muitas *Startups* não terão sucesso. Por essa razão, a própria plataforma da EqSeed faz a seguinte recomendação:

Os investidores em *Startups* mais bem sucedidos aplicam rigidamente a estratégia certa de diversificação e de construção de um portfólio de *Startups*: limitando o valor global aplicado em diversas *Startups* e dividindo esse valor em parcelas parecidas para investir (EQSEED, 2022).

Pode-se verificar, no caso da *Startup* DinDin, a presença das teorias discutidas neste estudo com relação a Assimetria de Informação e o Custo de Transação. Conforme já apresentado, a assimetria de informação é o processo pelo qual ambas as partes envolvidas em uma negociação têm conhecimento satisfatório dos fatores pertinentes ao negócio. Desse modo, no caso citado acima, as plataformas eletrônicas possibilitaram o acesso a essas informações aos possíveis investidores, os quais, por sua vez, puderam analisá-las para formar suas próprias conclusões antes de efetivarem seus aportes. Esse acesso às informações são cruciais para que o investidor possa ter conhecimento das principais características da *startup*, dos objetivos propostos e dos possíveis retornos financeiros provenientes desses investimentos. Para a *startup*, a assimetria de informação também foi fundamental para a busca de crédito utilizando o *equity crowdfunding*, já que, com a realização de abertura de rodada de investimento e a divulgação das informações pertinentes com os objetivos a serem alcançados com a DinDin, os investidores ultrapassaram o limite de meros espectadores à espera de um retorno melhor, participando efetivamente para que a *startup* atinja sua meta. Como esse tipo de transação trafega principalmente pelo canal digital em redes sociais, blogs, sites, comunidades, entre outras, a disseminação dessas informações no “mundo virtual” compactuou com o crescimento exponencial verificado no caso da DinDin, atuando como termômetro da aceitação e aprovação dos serviços disponíveis na carteira digital.

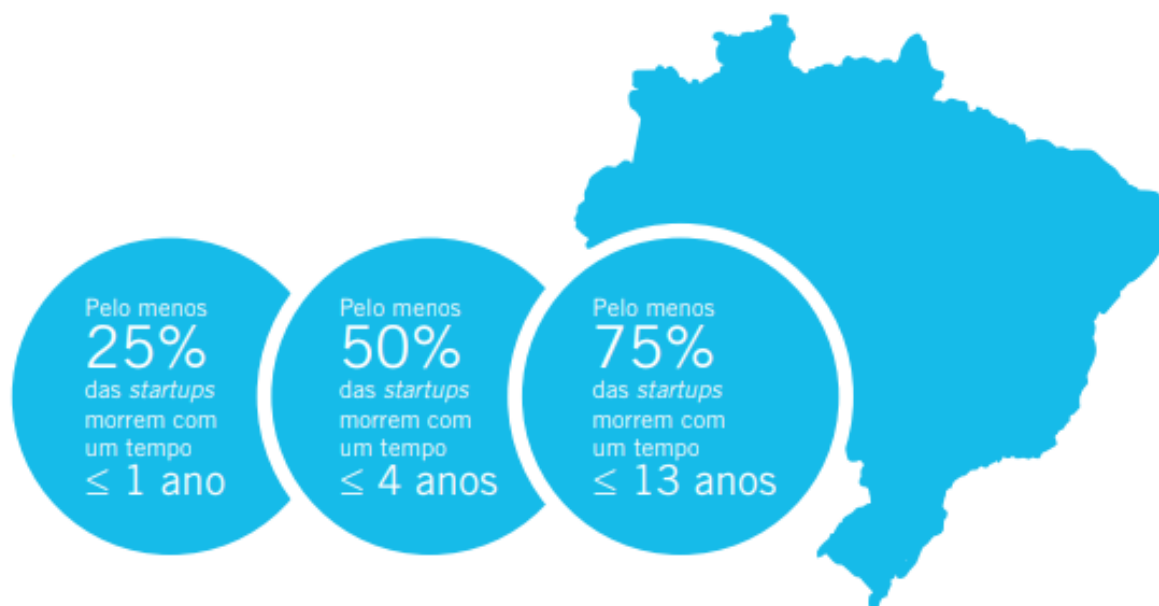
No que tange à Teoria de Custo de Transação, no caso da DinDin, acredita-se que tanto quem aportou seus recursos, quanto a *Startup* que tomou o crédito, puderam aproveitar vantagens e benefícios na negociação, no entanto, não foi possível a confirmação dessa afirmação pois os dados referentes a negociação não foram disponibilizados. Para o investidor, a busca por novas oportunidades de investimentos que possam produzir retornos maiores em comparação a outros investimentos disponíveis no mercado financeiro tradicional tende a buscar alguns que cobrem taxas de gestão menores e possibilitam maior facilidade de acompanhamento de seus investimentos, de acordo com o grau de risco que estão dispostos a correr. Nesse caso, a concorrência entre as diversas plataformas eletrônicas existentes no

mercado brasileiro pode fazer com que essas taxas sejam menores e mais atrativas, além de poder melhorar a disposição das informações disponíveis dos projetos em fase de captação. O próprio custo de locomoção do investidor é zerado, visto que, por se tratar de um investimento totalmente realizado na internet, o investidor pode transacionar suas operações sem sair de sua casa. Na visão da *startup*, entende-se que a TCT se encontra na disposição de recurso com taxas mais atrativas, com menor burocracia e sem a necessidade de dispor de garantias para validar a captação, entretanto se faz necessários acesso aos dados obtidos nas negociações para que seja evidenciado estas reduções. É obrigatório submeter os dados solicitados à análise das plataformas eletrônicas para a aprovação do início da rodada, possibilitando reduzir a assimetria de informação e, conseqüentemente, reduzir o custo de transação.

Por isso, sugere-se a presença no caso da *Startup DinDin* das Teorias de Assimetria de Informação e de Custo de Transação, uma vez que, de acordo com as próprias definições apresentadas, a negociação possibilitou maior acesso às informações e menor custo de transação mediante à redução das taxas e custos encontrados no mercado tradicional, embora os dados não estejam disponíveis, o que prejudica a confirmação destas afirmações. O próprio acesso a estes recursos “democratizam” e apoiam o surgimento de novas empresas e tecnologias para o mercado.

3.1.3 Caso: Matchstick

Nem sempre os empreendedores conseguem transformar *startups* em grandes oportunidades de negócio capazes de gerar retornos financeiros consideráveis e, em alguns casos, nem mesmo qualquer retorno financeiro. Muitos desses fracassos estão ligados à má gestão desses negócios. Em estudo realizado em 2013, o Sebrae Nacional apontou que 24,4% das empresas fecham as portas com menos de dois anos de existência. Esse percentual pode chegar a 50% nos estabelecimentos com menos de quatro anos (SEBRAE, 2017). No caso de *startups*, esse número é maior ainda. Na Figura 3 é possível verificar dados que indicam a relação entre *startups* que faliram versus tempo de existência.

Figura 3 – Tempo médio de sobrevivência de *Startups* no Brasil

Fonte: Adaptado de Nogueira e Arruda (2015, p. 28).

Percebe-se que, no Brasil, a metade das *startups* fecham as portas com até quatro anos de existência, o que evidencia o grande risco que o investimento nesse setor possa não atingir os objetivos desejados.

Por conta desse cenário, é perceptível que o setor requer muita atenção dos envolvidos, tanto os que buscam investimento para seus projetos, quanto os que querem maiores retornos de suas aplicações. As plataformas desempenham papel crucial na averiguação e na padronização de como esse negócio é realizado.

Para criar uma campanha de arrecadação de fundos para um novo projeto em uma das plataformas on-line de *equity crowdfunding*, é necessário previamente identificar a meta financeira a ser atingida, quanto tempo a campanha ficará ativa e o valor disponibilizado de participação no capital da empresa. Cabe às plataformas a análise dos projetos e das informações dispostas pelos empreendedores e, caso sejam aprovados, passam a receber os aportes. Nesse ponto, é fundamental que a *startup* desempenhe uma apresentação convincente, com objetivos bem definidos e informações suficientes de seus projetos, em busca de maior divulgação e aceitação dos interessados nesses investimentos. Uma vez que a campanha atinja a meta estabelecida dentro do prazo de captação, a *startup* recebe a quantia arrecadada e o projeto é tido como bem-sucedido. No caso de a campanha não atingir seu objetivo de arrecadação dentro do prazo mínimo, o valor é devolvido aos investidores.

Nos termos da instrução CVM 588, também denominada marco regulatório do *crowdfunding* de investimento, a oferta deve observar alguns requisitos para ser dispensada de

registro perante a CVM. O Quadro 8 apresenta tais requisitos:

Quadro 11 – Requisitos CVM

REQUISITOS	
I	Valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5 milhões, aumentado para R\$ 10 milhões após as alterações propostas pela CVM;
II	Prazo de captação não superior a 180 dias, que devem ser estabelecidos antes do início da campanha;
III	Intervalo de 120 dias para iniciar uma nova rodada de investimentos, posto que não ultrapasse o valor anual de captação permitido;
IV	Garantir ao investidor um período de desistência de, no mínimo, sete dias, contados a partir da confirmação do investimento, sem qualquer penalidade ou desconto;
V	Não utilizar os valores aportados durante a captação para aquisições, fusões, incorporações, aquisição de títulos financeiros de outras sociedades ou concessão de crédito a outras sociedades;
VI	É admitido que a captação aconteça de forma parcial, ou seja, mesmo que o valor alvo não seja atingido, a campanha pode ser declarada como bem-sucedida, desde que alcance o valor mínimo, que pode ser igual ou superior a dois terços do valor máximo.

Fonte: Adaptado de BECKER Direito Empresarial (2021).

Mesmo com a normativa CVM 588, que disponibilizou ao mercado a regulamentação necessária para possibilitar o crescimento deste setor, conforme o histórico dos riscos observados em investimentos em *startups*, existem casos em que os investimentos não dão o resultado pretendido.

Um caso emblemático de como o investimento em *startup* pode ocasionar prejuízo aconteceu com o projeto Matchstick nos Estados Unidos. A empresa Mozilla, criadora do projeto, anunciou o Matchstick, um pequeno *stick* HDMI (High-Definition Multimedia Interface – tradução: Interface Multimídia de Alta-Definição), conectado por *Wi-Fi* que se conecta à sua HDTV ou HD Monitor, permitindo transmitir e interagir com seus aplicativos favoritos da internet - filmes, TV, música, jogos e muito mais. Pode até ser utilizado em uma sala de conferência para obter apresentações ou outras mídias do laptop para uma HDTV (KICKSTARTER, 2014). Os idealizadores, para viabilizar o projeto, utilizaram uma campanha de *crowdfunding* no Kickstarter. É possível visualizar o protótipo do projeto na Figura 4:

Figura 4 – Projeto Matchstick



Fonte: Kickstarter (2014).

Após o lançamento da campanha na plataforma Kickstarter, o projeto atingiu a meta estabelecida com certa rapidez. Foram 17.218 apoiadores que proporcionaram uma arrecadação de US \$ 470.310 para ajudar a dar vida a esse projeto.

Entretanto, mesmo após a arrecadação obtida, atrasos no mês previsto para as primeiras entregas devido a problemas no projeto desagradaram os investidores. A repercussão negativa obrigou a empresa a publicar uma nota de esclarecimento avisando que o prazo de entrega iria ser prorrogado para agosto de 2015. A Figura 5 apresenta parte dessa nota que foi publicada pelos responsáveis do projeto em fevereiro de 2015, na plataforma Kickstarter.

Figura 5 – Nota pública do atraso do Projeto Matchstick

Atualização de fevereiro – Atraso do produto, hardware, DRM, conteúdo e muito mais!



Matchstick.tv Criador

Fevereiro 6, 2015

Olá fãs do Matchstick!

Vamos direto ao ponto; **O Matchstick não será lançado em fevereiro.**

Foram alguns meses muito ocupados e tivemos que tomar algumas decisões difíceis sobre como seguir em frente. Decidimos lançar o produto quando ele estiver pronto e antecipamos que seja em agosto de 2015. Vamos explicar mais.

O Matchstick é, em sua essência, um esforço de grupo para trazer uma alternativa sólida, aberta e acessível ao mundo do streaming de vídeo. A fabricação é difícil, mas a totalidade do que torna uma experiência de produto completa inclui muito mais. Esse esforço colaborativo inclui o hardware, o software, os provedores de conteúdo e, claro, os desenvolvedores independentes que construirão na plataforma Matchstick.

Fonte: Versão Traduzida de Kickstarter (2015).

A nota ainda informava que os desenvolvedores do projeto estavam trabalhando em melhorias necessárias no *hardware* e no *software* para possibilitar melhor desempenho das funções do dispositivo antes de lançá-lo ao mercado. Nessa mesma nota havia ainda a garantia de que esta nova versão do *Matchstick* traria um *upgrade* de novas funcionalidades.

No final da nota, os desenvolvedores ainda reafirmaram a importância de os investidores continuarem a acreditar no projeto para que o produto pudesse ser desenvolvido e lançado ao mercado:

Então lá está! Esperamos que você concorde que é melhor fazer um pequeno sacrifício agora para um ganho maior mais tarde. Nosso objetivo é trazer uma maneira totalmente nova de interagir com as telas ao seu redor com uma plataforma fácil de usar, poderosa e personalizável. Temos grandes ambições, mas com a sua ajuda, estamos certos de que podemos chegar lá. Obrigado por todo o seu apoio! - A Equipe *Matchstick* (KICKSTARTER, 2015).

Mesmo com o trabalho de mídia desenvolvido pela equipe *Matchstick* para minimizar os impactos negativos do atraso do projeto, muitos investidores não acataram as justificativas apresentadas pela *Startup* e solicitaram o reembolso dos valores aportados. Apesar disso, o

projeto ainda seguiu por mais alguns meses até a nova data prevista. No dia 03 de agosto do mesmo ano, percebendo que o protótipo ainda não estaria pronto para ser lançado no mercado, e que os investidores não receberiam bem um novo atraso, os desenvolvedores decidiram por cancelar o projeto *Matchstick*. Para isso, foi necessária uma nova publicação diretamente na plataforma Kickstarter. A Figura 6 apresenta parte dessa publicação:

Figura 6 – Nota pública do cancelamento do Projeto Matchstick

Uma decisão dolorosa - devolveremos o seu dinheiro



Matchstick.tv Criador

3 de agosto de 2015

Prezados apoiadores do Matchstick,

Obrigado pelo seu apoio incansável ao Matchstick ao longo dos últimos 11 meses. Iniciamos este projeto no ano passado com a esperança de revolucionar a experiência OTT abrindo o software e o hardware Matchstick e mobilizando o poder da comunidade de código aberto para criar uma nova geração de ecossistema para provedores de conteúdo, fabricantes de dispositivos e usuários finais. Seu apoio tem sido verdadeiramente esmagador, e não poderíamos ter levado este projeto tão longe sem o seu incentivo e entusiasmo. Infelizmente, não podemos continuar nesta jornada, e estaremos reembolsando todas as promessas do Matchstick.

Fonte: Versão Traduzida de Kickstarter (2015).

A nota continua informando ao público os motivos que levaram a equipe de desenvolvedores a tomar a decisão de pôr fim ao projeto, dado que problemas com o desenvolvimento do *software* levariam muito mais tempo para poderem ser resolvidos, o que impossibilitava determinar quando o protótipo estaria disponível no mercado. Por isso, os desenvolvedores optaram pelo cancelamento imediato do projeto e a devolução dos valores arrecadados pela campanha de *equity crowdfunding*.

Sentimos que a única coisa responsável a fazer agora é reembolsar 100% do dinheiro da promessa aos nossos apoiadores. Você tem sido muito paciente conosco, e sentimos que anunciar outro grande atraso na entrega do *Matchstick* não seria justo. Pedimos desculpas por não poder atualizá-lo mais cedo (MATCHSTICK, 2015).

Os desenvolvedores agradeceram aos apoiadores do projeto e reiteraram o compromisso da empresa de devolver o valor das contribuições pagas pelos mais de 17 mil

investidores. Todo esse processo levou alguns meses para ser concluído, mas não há registro de prejuízos aos investidores. Cabe salientar que, em casos como o do projeto *Matchstick*, não é garantido o retorno do valor aportado pelo investidor, uma vez que o projeto alcançou o objetivo do valor estipulado na campanha de *equity crowdfunding*, dentro do prazo estipulado, e os problemas aconteceram no decorrer do desenvolvimento do protótipo, impedindo o lançamento do produto finalizado no mercado. Esse caso, mesmo não acontecendo em território brasileiro, tornou-se muito famoso no mercado de *equity crowdfunding* e evidenciou os riscos de se investir nesse mercado.

No caso citado, verifica-se que os processos foram feitos normalmente. Houve o tempo de apresentação e divulgação do projeto, a análise da plataforma com relação às confirmações necessárias, a análise por parte do investidor, a própria captação e, por fim, o repasse do crédito a *Startup*. Entretanto, conforme ficou evidente no andamento do projeto, o *Matchstick* não conseguiu entregar ao mercado o produto finalizado, vindo a decidir pelo cancelamento do projeto. Ao estudar o caso do *Matchstick*, percebe-se que, igualmente com o caso proposto do DinDin, as Teorias de Assimetria de Informação e Custo de Transação também estão dispostas nesse projeto. A plataforma Kickstarter proporcionou acesso às informações sobre o projeto e possibilitando redução de custos por se tratar de uma captação por meio de *equity crowdfunding*. Somente quando os empreendedores do projeto *Matchstick* receberam o valor arrecadado e, de fato, começaram a desenvolver o projeto, é que verificaram os problemas de planejamento e desenvolvimento do protótipo. Conforme o prazo foi se estendendo e o problema não foi resolvido, a *Startup* se viu obrigada a divulgar comunicado de atraso no lançamento do projeto. Como é mostrado no caso, parte dos investidores não aceitaram a justificativa proposta e decidiram rever seus investimentos. Nesse ponto, percebe-se a falha de mercado ocasionada pela assimetria de informação. Foi por meio dessa equalização de informações entre a *Startup* e os investidores que ambos puderam tomar as decisões pertinentes a cada um. No caso da *Matchstick*, o declínio se deu no andamento do projeto, à luz do risco de vício de projeto que inviabilizou o seu desenvolvimento. Evidentemente, os custos de continuar com esse projeto foram considerados e analisados, tendo a confirmação de que a decisão por cancelar o projeto era o menos oneroso para a *Startup*.

Em ambos os casos citados, sugere-se que as teorias auxiliam na explicação de que a utilização de captação por meio de *equity crowdfunding* fornece ao mercado a possibilidade de financiar a inovação tecnológica com custos reduzidos e com menor burocracia, proporcionando desenvolvimento tecnológico à sociedade. No entanto faz-se necessário o acesso maior a dados gerados nessas negociações e que, até a elaboração deste estudo não

estavam disponíveis. As plataformas eletrônicas criam “pontes” entre os agentes, e é também por meio delas que as informações transitam, gerando possibilidade de novos investimentos e de retornos melhores aos investidores.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nas últimas décadas, o mundo vivenciou uma revolução tecnológica capaz de modificar as formas pelas quais as “coisas” eram feitas. Poucas áreas no mundo não sofreram influência direta ou indireta dessa “destruição criadora”, menos ainda são aquelas que permanecerão muito mais tempo sem serem modificadas. A tecnologia proporcionou melhorias significativas em pontos fundamentais para a raça humana, por exemplo, nas esferas da saúde, da educação, da produção, da segurança, da locomoção, da comunicação etc. Os impactos gerados pela evolução tecnológica puderam melhorar a forma pelo qual o ser humano vive, trazendo maior estabilidade e equilíbrio à sociedade. Evidentemente, há um longo caminho a seguir. Ainda hoje, o acesso a novas tecnologias pode não estar disponível para uma significativa parcela da sociedade devido a problemas sociais ou políticos. Entretanto, não há como não perceber os benefícios que a tecnologia já proporcionou no mundo em que vivemos.

Era esperado que a área de captação de recurso e investimento também fosse modificada por essa evolução tecnológica, ainda mais pelo fato de a tecnologia encontrar grande aceitação pelos agentes envolvidos no setor. Na busca por aperfeiçoamentos de produtos e serviços, o “empresário inovador” causa um desequilíbrio necessário ao mercado a fim de que ele possa ser utilizado para abrir oportunidades de novos negócios. Por esse motivo, quanto maior o montante aplicado em novas tecnologias, maior a possibilidade de se obter produtos e serviços melhores disponíveis, tendo como princípio o acesso ao recurso como balizador dessas evoluções. As *startups* funcionam como esses agentes capazes de modificar o meio em que estão alocados, podendo trazer ao mercado a tecnologia necessária para o desenvolvimento do setor, proporcionando ganhos consideráveis ao próprio mercado.

Conforme apresentado no início deste estudo, todo e qualquer investimento possui risco. Esse risco é a possibilidade de que o objetivo do investimento, por exemplo, não seja alcançado, trazendo para a carteira do investidor além de perda de renda, prejuízo financeiro. Outro ponto importante é a adequação do risco ao perfil do investidor, respeitando a percepção de quanto risco se está disposto a correr de acordo com seu perfil. Riscos demasiados, além de não estarem de acordo com o perfil, podem trazer prejuízos consideráveis à carteira de investimento de um indivíduo. Ou seja, estar disposto a correr grande risco em investimentos não é certeza de retornos proporcionalmente maiores no final.

As teorias de Assimetria de Informação e Custo de Transação forneceram uma perspectiva valiosa sobre como os agentes são influenciados no mercado financeiro,

especialmente no setor de investimentos. Sugerimos que essas teorias sejam aplicadas diretamente no setor de captação de recursos, por meio da captação via *equity crowdfunding*. De acordo com pesquisas, a assimetria de informação e os custos de transação têm uma influência significativa em todas as fases do investimento, podendo até determinar se um projeto será bem-sucedido ou não. No entanto, é importante destacar que essa análise precisa ser confirmada por meio de dados que validem essa afirmação.

Acredita-se que as plataformas de *equity crowdfunding* desempenham um papel importante na redução da assimetria de informação no mercado financeiro. Essas plataformas são responsáveis por filtrar os projetos que são elegíveis para captação, fornecendo informações relevantes para que os investidores possam tomar decisões informadas sobre quais projetos investir. Com o aumento do número de plataformas autorizadas a operar no Brasil, a concorrência tem incentivado a melhoria dos serviços oferecidos, incluindo a redução das taxas cobradas e o aprimoramento das funcionalidades das plataformas, para tornar o acesso e o acompanhamento dos projetos mais fáceis para os investidores. Isso pode levar à redução dos custos de transação, que já são menores do que em negociações tradicionais devido ao uso da internet. Essa redução de custos pode tornar os projetos de captação por meio do *equity crowdfunding* mais atraentes em comparação com o mercado de crédito tradicional.

Desde a sua origem, o *equity crowdfunding* é um exemplo de como a evolução tecnológica é capaz de modificar as bases mais tradicionais, proporcionando oportunidades de acesso a recurso, com menor burocracia, taxas menores e de forma mais rápida. Na ótica do tomador do crédito, ou seja, do empreendedor, essa ferramenta possibilita maior divulgação de seu produto mesmo na fase de protótipo, uma vez que, para que esse projeto seja possível, precisa-se angariar fundos dos poupadores para atingir a meta financeira. Portanto, o primeiro desafio do empreendedor é justamente convencer esse primeiro público de que seu projeto é capaz de atingir os objetivos propostos, tornando-se uma oportunidade lucrativa de investimento. Sendo assim, projetos que não atingem essa meta financeira informam os empreendedores de que seus produtos ou serviços necessitam de maior desenvolvimento ou, em alguns casos, até merecem ser cancelados. Desse modo, esse crivo inicial pode ser considerado um “funil de projetos” no qual, por meio das plataformas eletrônicas, os projetos que recebem o recurso são os que mais conseguem se comunicar com este público. Muitas vezes, são também eles os primeiros consumidores e divulgadores mais fiéis.

Novas possibilidades de investimento estão sendo amplamente aceitas pelos poupadores, especialmente por aqueles que são adeptos de tecnologias e inovações. O *equity crowdfunding* é uma dessas opções de investimento que permite aos poupadores transacionar

seus investimentos completamente no ambiente virtual, sem precisar sair de casa. Além disso, as informações pertinentes sobre os projetos estão disponíveis na plataforma, o que pode reduzir a assimetria de informação e o custo de transação, tornando o investimento mais atraente. Outro ponto importante é que muitos projetos disponíveis nas plataformas têm características que convergem com as preferências dos investidores, o que pode gerar um envolvimento emocional que vai além do possível retorno financeiro. Nesse sentido, os investidores podem se tornar apoiadores ativos, promovendo os projetos para outros investidores e ajudando a alavancar a captação até que a meta seja atingida dentro do prazo estipulado. Dessa forma, o *equity crowdfunding* pode ser visto como uma forma de investimento que proporciona uma experiência mais participativa e engajada para os poupadores, porém não necessariamente mais atrativo do ponto de vista da relação risco-retorno.

É preciso, todavia, chamar a atenção para as limitações do *equity crowdfunding*. Sob um prisma cético, não está definitivamente claro se a assimetria de informações foi reduzida. Isto porque a plataforma abre possibilidade de financiamento coletivo a partir de um público composto por pequenos poupadores, muitos deles sem conhecimento especializado para avaliar projetos de investimento, risco e retorno. Mesmo que as plataformas forneçam todas as informações necessárias, o investidor não necessariamente consegue processar todas essas informações. Ademais, pressupor que toda informação necessária é fornecida pela plataforma não é sempre que se observa. No caso da DinDin, pode-se afirmar que as informações ofertadas são insuficientes para uma análise de risco e retorno usualmente feita por profissionais das áreas de crédito e investimento.

Em resumo, o *equity crowdfunding* pode ser utilizado como ferramenta de captação de recurso no mercado financeiro por *startups* e pequenas e médias empresas, uma vez que essas empresas muitas vezes encontram barreiras no mercado de crédito tradicional. Conforme verificou-se no caso da *startup* DinDin, o *equity crowdfunding* foi fundamental para o desenvolvimento e crescimento da empresa, pois abriu a possibilidade de novos investidores fazerem parte desse projeto e ajudá-lo a chegar na meta estabelecida. A maneira pelo qual os idealizadores administraram o recurso obtido pela rodada de investimento foi crucial para que a *startup* alavancasse seu resultado e atingisse seus objetivos.

Mesmo no caso do projeto *Matchstick*, no qual houve a descontinuação do desenvolvimento do produto devido a erro no projeto, o resultado dele expõe ao investidor que nenhum investimento, seja no mercado tradicional ou não, está isento de perdas e prejuízos. Assim, é aconselhável que a análise prévia do risco e a limitação do valor aportado para proteger seu patrimônio.

Para encerrar, é fundamental que o *equity crowdfunding* continue a ser estudado conforme a sua evolução natural no mercado financeiro. Nesse sentido, é importante analisar as falhas ainda existentes nessa modalidade, bem como o surgimento de novos mercados secundários e terciários de *equity crowdfunding* impulsionados pelo avanço tecnológico. Esses mercados permitem a compra e recompra de títulos por investidores que buscam maior liquidez para seus investimentos, o que cria um nicho de mercado com características específicas e potencial para gerar novas oportunidades de ganhos e melhorias na liquidez. Por isso, é fundamental que outros investidores estejam atentos ao crescimento futuro desse setor.

REFERÊNCIAS

- ABERDEEN, Trudie. Yin, R. K. (2009). Case study research: design and methods (4th ed.). Thousand Oaks, CA. **The Canadian Journal Of Action Research**, [S.L.], v. 14, n. 1, p. 69-71, 21 maio 2013. Nipissing University Library. <http://dx.doi.org/10.33524/cjar.v14i1.73>.
- ALMEIDA, Luciana Togeiro de; SARTO, Victor Hugo Rocha. **A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO: uma análise a partir das críticas evolucionistas. uma análise a partir das críticas evolucionistas.** 2015. Disponível em: <<https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>>. Acesso em: 20 nov. 2022.
- AMEDOMAR, André de Azevedo. **O crowdfunding de recompensas como alternativa de capital empreendedor para Empresas de Bases Tecnológicas no Brasil: um estudo descritivo exploratório.** Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-01122015-153926/pt-br.php>>. Acesso em: 19 maio 2022.
- ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 9ª Edição. São Paulo: Atlas, 2011.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO (Brasil). Associação Brasileira de Crowdfunding de Investimento (org.). **Equity Crowdfunding.** Disponível em: <<http://equity.org.br/equity-crowdfunding/>>. Acesso em: 10 set. 2022.
- AVISO de Risco. EqSeed. Disponível em: <<https://eqseed.com/aviso-risco>>. Acesso em: 09 set. 2022.
- BEGNOCHE, Brian (ed.). **Startup Exits: como são os eventos de liquidez no equity crowdfunding. como são os eventos de liquidez no Equity Crowdfunding.** 2021. Distrito. Disponível em: <<https://distrito.me/blog/startup-exit-equity-crowdfunding/#:~:text=Startup%20Exits%3A%20como%20s%C3%A3o%20os%20eventos%20de%20liquidez%20no%20Equity%20Crowdfunding,-Reda%C3%A7%C3%A3o%20Distrito%2C%2016&text=O%20ecossistema%20de%20Equity%20Crowdfunding,retornos%20com%20investimentos%20de%20startups>>. Acesso em: 03 nov. 2022.
- BLOHM, Ivo; LEIMEISTER, Jan Marco; HAAS, Philipp. **An Empirical Taxonomy of Crowdfunding Intermediaries.** 2014. Disponível em: <https://www.alexandria.unisg.ch/234893/1/Haas%20et%20al%20-%20An%20Empirical%20Taxonomy%20of%20Crowdfunding%20Intermediaries.pdf>. Acesso em: 09 out. 2022.
- CATECATI, Tiago. **FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO NO SISTEMA DE FINANCIAMENTO COLETIVO DE PRODUTOS NA VISÃO DOS DESENVOLVEDORES BEM-SUCEDIDOS.** 2016. 138 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/167995/339443.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 09 set. 2022.

CLEMENTE JR, Sergio dos S. **Estudo de Caso x Casos para Estudo**: esclarecimentos acerca de suas características. Anais do VII Seminário de Pesquisa em Turismo do Mercosul, Caxias do Sul – RS, 2012.

COASE, R. H. **The nature of the firm**. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CORPORATIVA, Instituto Brasileiro de Governança (ed.). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015. 108 p. Disponível em:<<https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em: 03 out. 2022.

COUTO, A. S.; COLAÇO, F. R. **O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento**. *Actualidad Juridica (1578-956X)*, n.39, 2015.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários (Cvm). Ministério da Economia. **Ministério da Economia Regulamenta Crowdfunding de Investimento**: Nova regra. Nova regra. 2017. Disponível em:<<https://www.investidor.gov.br/noticias/2017-07-14.html>>. Acesso em: 10 set. 2022.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários (Cvm). Ministério da Economia. **Crowdfunding de Investimento movimentou mais de R\$ 84 milhões em 2020**: dados mostram evolução de 43% em relação ao ano anterior. Dados mostram evolução de 43% em relação ao ano anterior. 2021. Disponível em:<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/crowdfunding-de-investimento-movimentou-mais-de-r-84-milhoes-em-2020>>. Acesso em: 10 set. 2022.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários (Cvm). Ministério da Economia. **CVM promove alteração nas regras do crowdfunding de investimento**: nova regra aumenta o limite de captação pública para até r\$ 15 milhões. 2022. Disponível em:<<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados/conselho-de-recursos-do-sistema-financeiro-nacional/aceso-a-informacao/noticias/2022/cvm-promove-alteracao-nas-regras-do-crowdfunding-de-investimento>>. Acesso em: 10 set. 2022.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários (Cvm) Ministério da Economia. **Plataformas Registradas na CVM**. 2020. Disponível em:<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/crowdfunding/plataformas-registradas-na-cvm>>. Acesso em: 24 out. 2022.

DANTAS, Tiago. **"Web 2.0"**; Brasil Escola. Disponível em:<<https://brasilecola.uol.com.br/informatica/web-20.htm>>. Acesso em 23 de maio de 2022.

DE FREITAS VIAN, C. E. **UMA DISCUSSÃO DA “VISÃO” SCHUMPETERIANA SOBRE O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E A “EVOLUÇÃO” DO CAPITALISMO**. Informe GEPEC, [S. l.], v. 11, n. 1, 2000. DOI: 10.48075/igepec.v11i1.1090. Disponível em:<<https://saber.unioeste.br/index.php/gepec/article/view/1090>>. Acesso em: 14 ago. 2022.

EQSEED (Brasil). **O que é equity crowdfunding?** Disponível

em:<<https://eqseed.com/faq/52335-o-que-%C3%A9-equity-crowdfunding>>. Acesso em: 10 set. 2022.

GERRING, John. **Pesquisa de estudo de caso: princípios e práticas.** Petrópolis: Vozes, 2019. 28 p. Caesar Souza. Disponível

em:<<https://plataforma.bvirtual.com.br/Leitor/Publicacao/201887/epub/0?code=IonUQf3gtM/lj9qSSZPLg1iPtcdlEMjjBN5lzaDY6HJr7rqC8119wcmwAuph8jhsgg/v1m/X8AoZNArMPPbjbw==>>>. Acesso em: 03 dez. 2022.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de Administração Financeira.** 10ª Edição. São Paulo.

GOMES, Alberto Albuquerque. **ESTUDO DE CASO: planejamento e métodos. PLANEJAMENTO E MÉTODOS.** 2007. Disponível

em:<[file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20\(DESKTOP-RLVMRBE\)/Downloads/187-Texto%20do%20Artigo-504-685-10-20100310.pdf](file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20(DESKTOP-RLVMRBE)/Downloads/187-Texto%20do%20Artigo-504-685-10-20100310.pdf)>. Acesso em: 03 dez. 2022.

HASSEM, Alina. **Crowdfunding de investimento para viabilização de novos negócios no Brasil.** 2020. 84 f. Monografia (Especialização) - Curso de Ciência, Tecnologia e Sociedade, Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2020. Disponível

em:<[file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20\(DESKTOP-RLVMRBE\)/Desktop/Trabalhos%20de%20Disserta%C3%A7%C3%A3o/Disserta%C3%A7%C3%B5es%20guias/Hassem,%20Alina.pdf](file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20(DESKTOP-RLVMRBE)/Desktop/Trabalhos%20de%20Disserta%C3%A7%C3%A3o/Disserta%C3%A7%C3%B5es%20guias/Hassem,%20Alina.pdf)>. Acesso em: 09 set. 2022.

IBGC (Brasil). **Governança Corporativa.** 2015. Disponível

em:<<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: 03 dez. 2022.

IGLESIAS, Rodrigo Rabello. **EQUITY CROWDFUNDING: uma análise comparativa entre a regulação nos estados unidos e no brasil.** 2017. 73 f. Monografia (Especialização) - Curso de Direito, Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, Brasília, 2017. Cap. 2. Disponível

em:<https://bdm.unb.br/bitstream/10483/18994/1/2017_RodrigoRabelloIglesias.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2022.

KALINOWSKI, Leonardo. **Crowdfunding no Brasil: A História.** blog.investweb. São Paulo, 19 ago. 2020. Disponível em:<<http://blog.investweb.co/crowdfunding-no-brasil#:~:text=O%20Crowdfunding%20moderno%20come%C3%A7ou%20em,a%20ArtistShare%20no%20ano%202000>>. Acesso em: 20 jun. 2022.

KICKSTARTER (org.). **Matchstick: the streaming stick built on firefox os.** The Streaming Stick Built on Firefox OS. 2014. Kickstarter. Disponível

em:<<https://www.kickstarter.com/projects/matchstick/matchstick-the-streaming-stick-built-on-firefox-os>>. Acesso em: 13 nov. 2022.

KICKSTARTER (Estados Unidos) (org.). **February Update – Product Delay, Hardware, DRM, Content, and more!** 2015. Disponível

em:<https://www.kickstarter.com/projects/matchstick/matchstick-the-streaming-stick-built-on-firefox-os/posts/1128155?ref=backer_project_update>. Acesso em: 10 dez. 2022.

KICKSTARTER (Estados Unidos) (org.). **A painful decision - we will refund your money**. 2015. Disponível em:<<https://www.kickstarter.com/projects/matchstick/matchstick-the-streaming-stick-built-on-firefox-os/posts/1266549>>. Acesso em: 10 dez. 2022.

KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane. **Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast**. Staff Working Paper of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Publicado em: 2014. Fonte:<<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>>. Acesso em: 19 maio. 2022.

LEMOS, Ana Isabel de Lima. **Crowdfunding e Resiliência das Comunidades**: estudo de caso. 2015. 141 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Engenharia e Gestão de Sistemas de Informação, Universidade do Minho, Braga, 2015. Disponível em:<https://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/40096/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Ana%20Isabel%20de%20Lima%20Lemos%2057290_2015.pdf>. Acesso em: 10 set. 2022.

MARINO, R.; "**Primeiro caso de retorno a investidores da EqSeed**". Blog da EqSeed, 2020. Disponível em:<<https://blog.eqseed.com/retorno-de-investimento-da-eqseed/>>. Acesso em 08 de dez. de 2022.

MATIAS, Miguel Neves. **A assimetria informacional no financiamento das micro e pequenas empresas**: as dificuldades significativas no acesso a financiamento externo que as micro e pequenas empresas enfrentam, têm origem, em parte, nas fragilidades financeiras e na opacidade informacional que transmitem aos financiadores. 2009. Disponível em:<https://www.occ.pt/downloads/files/1253203347_56a60_gestao_final.pdf>. Acesso em: 26 set. 2022.

MICHAELIS: dicionário online. Apresenta os significados de palavras crowd e funding. Disponível em:<<https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno>>. Acesso em 10 set. 2022

MILGROM, P.; ROBERTS, J. **Economics, Organizacional & Management**. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

MOLLICK, Ethan. **The dynamics of crowdfunding: an exploratory study**. *Journal Of Business Venturing*. Pennsylvania, p. 1-16. 13 ago. 2014. Disponível em:<<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S088390261300058X?token=3B2C6E1B3ECEF93BCAD379F1B1ACC70BA6A4904F5EA547D6344FEC3AED4D9B1EC578A6558586A8849C1E7CF8D609E190&originRegion=us-east-1&originCreation=20220910140750>>. Acesso em: 10 set. 2022.

MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **CROWDFUNDING NO BRASIL**: uma análise sobre as motivações de quem participa. 2014. 209 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Gestão Empresarial, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2014. Disponível em:<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13384/Dissertacao%20-%20Monica%20Penido%20Monteiro%20-%20Versao%20Final_aprovada.pdf>. Acesso em: 10 set. 2022.

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

PACETE, Luiz Gustavo. **O que é uma startup unicórnio?**: as startups avaliadas em mais de us\$ 1 bilhão já passam de 20 no Brasil. e, neste contexto, o país vem ganhando protagonismo regional. As startups avaliadas em mais de US\$ 1 bilhão já passam de 20 no Brasil. E, neste contexto, o país vem ganhando protagonismo regional. 2022. Forbes. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/04/o-que-e-uma-startup-unicornio/>. Acesso em: 26 out. 2022.

PASCOAL, Candice. **A Evolução do Crowdfunding no Brasil e no Mundo**. 2021. Kickante. Disponível em: <<https://www.kickante.com.br/portal-do-empendedor/mercado/a-evolucao-do-crowdfunding-no-brasil-e-no-mundo>>. Acesso em: 02 out. 2022.

PIRES, Clênia de Oliveira; MACAGNAN, Clea Beatriz. **Governança corporativa e assimetria de informação**: uma revisão desta relação. Revista Brasileira de Administração Científica, [S.L.], v. 4, n. 4, p. 80-94, 31 jan. 2014. Companhia Brasileira de Produção Científica. <<http://dx.doi.org/10.6008/ess2179-684x.2013.004.0005>>.

PROFATILOV, D. A.; BYKOVA, O. N.; OLKHOVSKAYA, M. O. **Crowdfunding**: Online charity or a modern tool for innovative projects implementation? Asian Social Science, v.11, n.3, p.146-151, 2015.

REIS, Tiago. **Risco moral**: o que você precisa saber sobre o termo. o que você precisa saber sobre o termo. 2018. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/risco-moral/#:~:text=O%20risco%20moral%2C%20ou%20moral,quais%20ocorrem%20as%20transa%C3%A7%C3%B5es%20econ%C3%B4micas.>>. Acesso em: 06 out. 2022.

RICARDO, Javier. **Definição de falha de mercado**: o que é falha de mercado?. 2021. Disponível em: <<https://economiaenegocios.com/definicao-de-falha-de-mercado/>>. Acesso em: 26 set. 2022.

SACHETT, Ariana Inês; BEGNIS, Heron Sergio Moreira. **Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento Empresarial no Brasil**. 2019. Disponível em: <[file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20\(DESKTOP-RLVMRBE\)/Desktop/Trabalhos%20de%20Disserta%C3%A7%C3%A3o/Trabalho%20em%20processo%20de%20corre%C3%A7%C3%A3o!!%20For%C3%A7a,%20Garra%20e%20De%20termina%C3%A7%C3%A3o!!/Artigo%2002.pdf](file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20(DESKTOP-RLVMRBE)/Desktop/Trabalhos%20de%20Disserta%C3%A7%C3%A3o/Trabalho%20em%20processo%20de%20corre%C3%A7%C3%A3o!!%20For%C3%A7a,%20Garra%20e%20De%20termina%C3%A7%C3%A3o!!/Artigo%2002.pdf)>. Acesso em: 10 set. 2022.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1982.

SCHUMPETER, J. A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Zahar, 1984.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 3rd ed. Toronto: Prentice Hall, 2003.

SEQUEIRA, Jorge Santiago Carvalho. **CROWDFUNDING NO BRASIL**: possibilidades teóricas para o sucesso do financiamento coletivo realizado via redes sociais digitais. POSSIBILIDADES TEÓRICAS PARA O SUCESSO DO FINANCIAMENTO COLETIVO

REALIZADO VIA REDES SOCIAIS DIGITAIS. Disponível em:<<http://www.belasartes.br/revistabelasartes/downloads/artigos/13/crowdfunding-no-brasil.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2022.

SEBRAE. **Valuation**: saiba quanto vale sua empresa. saiba quanto vale sua empresa. 2015. Disponível em:<<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/conheca-o-valuation-e-saiba-quanto-vale-sua-empresa,290732f8d0cbf410VgnVCM1000004c00210aRCRD>>. Acesso em: 06 nov. 2022.

SEBRAE. **Entenda o motivo do sucesso e do fracasso das empresas**. 2017. Disponível em:<<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/bis/entenda-o-motivo-do-sucesso-e-do-fracasso-das-empresas,b1d31ebfe6f5f510VgnVCM1000004c00210aRCRD>>. Acesso em: 06 nov. 2022.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. **A economia dos custos de transação**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.2, n.4, p. [103]-127, dez. 1995.

SIMON, H. A. **From Substantive to Procedural Rationality**. In: LATSIS, S. J. Method and Appraisal in Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.

SIMON, H. A. **A economia dos custos de transação**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.2, n.4, p. [103]-127, dez. 1995.

SOUZA, João Antonio de Albuquerque e. **CROWDFUNDING NAS ESPÉCIES DE DOAÇÃO E DE RECOMPENSA**: fundamentos e responsabilidade civil. 2016. 125 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016. Disponível em:<[file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20\(DESKTOP-RLVMRBE\)/Desktop/Trabalhos%20de%20Disserta%C3%A7%C3%A3o/Disserta%C3%A7%C3%B5es%20guias/Crowdfunding%20de%20doa%C3%A7%C3%A3o.pdf](file:///C:/Users/Sr.%20J%C3%BAlio/Dropbox/My%20PC%20(DESKTOP-RLVMRBE)/Desktop/Trabalhos%20de%20Disserta%C3%A7%C3%A3o/Disserta%C3%A7%C3%B5es%20guias/Crowdfunding%20de%20doa%C3%A7%C3%A3o.pdf)>. Acesso em: 09 set. 2022.

SOUZA, T. de M. G. e. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

SROUR, Gabriel. **Práticas diferenciadas de governança corporativa**: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, [S.L.], v. 59, n. 4, p. 635-674, dez. 2005. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-71402005000400006>.

WILLIAMSON, O. E. **Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WILLIAMSON, O. E. **Transaction cost economics and organization theory**. In: N. Smelser & R. Swedberg (Eds.), *Handbook of Economic Sociology* (pp. 77-107). Princeton, NJ: Princeton University Press.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**: firms, markets and relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso**: planejamento e métodos. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2015. 290 p. Tradução Ana Maria Vasconcellos Thorell.