



Identificação e Análise de Fatores que Influenciam o *Equity Crowdfunding* no Financiamento de *Startups*

Identification and Analysis of Factors Influencing Equity Crowdfunding in Startup Financing

Identificación y Análisis de Factores que Influyen en el Equity Crowdfunding en la Financiación de *Startups*

Gustavo André Pazini

<https://orcid.org/0000-0002-4597-3864>

Universidade de Caxias do Sul - UCS, RS, Brasil

E-mail: gapazini@gmail.com

Alex Eckert

<https://orcid.org/0000-0002-8704-9549>

Universidade de Caxias do Sul - UCS, RS, Brasil

E-mail: alex.eckert@bol.com.br

RESUMO

O financiamento de empreendimentos pode ser uma necessidade quando a empresa está em estágio inicial e precisa crescer e se consolidar no mercado. Nesse contexto, o *Equity Crowdfunding* (EC) é uma modalidade de financiamento que possibilita ao público em geral investir em *startups* que possuam negócios que se alinhem aos seus interesses. Assim, o objetivo desta pesquisa é analisar como determinados fatores de influência atuam sobre o EC, que é utilizado no fomento financeiro de *startups*. Para tanto, foi desenvolvido um estudo qualitativo exploratório e a análise de dados foi efetivada por meio da realização de entrevistas com os *stakeholders* envolvidos, mais precisamente com investidores, intermediários e empresários. Esta pesquisa identificou a existência de fatores do ambiente, fatores associados à gestão e ao negócio, fatores financeiros e de performance, além de fatores operacionais, que influenciam no EC. Além disso, ficou evidenciado que tais fatores podem gerar um impacto direto no resultado das campanhas que têm o objetivo de captar recursos financeiros para as *startups*.

Palavras-Chave: *Equity crowdfunding*. *Startups*. Financiamento de empreendimentos. Inovação.

ABSTRACT

Financing ventures may become necessary when a company is in its early stages and needs to grow and establish itself in the market. In this context, Equity Crowdfunding (EC) is a funding

modality that enables the general public to invest in startups aligned with their interests. Thus, the aim of this research is to analyze how specific influencing factors operate within EC, which is utilized to financially support startups. For this purpose, an exploratory qualitative study was conducted, and data analysis was carried out through interviews with involved stakeholders, namely investors, intermediaries, and entrepreneurs. This research identified the existence of environmental factors, factors associated with management and business, financial and performance-related factors, as well as operational factors that influence EC. Furthermore, it became evident that such factors can have a direct impact on the outcomes of campaigns aimed at raising financial resources for startups.

Keywords: Equity crowdfunding. Startups. Entrepreneurial finance. Innovation.

RESUMEN

La financiación de empresas puede ser una necesidad cuando la empresa se encuentra en una etapa inicial y necesita crecer y consolidarse en el mercado. En este contexto, el Equity Crowdfunding (EC) es una modalidad de financiación que permite al público en general invertir en startups que tienen negocios que se alinean con sus intereses. De esa manera, el objetivo de esta investigación es analizar cómo actúan ciertos factores de influencia en el EC, que se utiliza en la promoción financiera de startups. Para lograr el propósito, se desarrolló un estudio cualitativo exploratorio y se realizó un análisis de datos a través de entrevistas con los stakeholders involucrados, más precisamente con inversionistas, intermediarios y empresarios. Esta investigación identificó la existencia de factores ambientales, factores asociados a la gestión y al negocio, factores financieros y de desempeño, además de factores operativos, que influyen en el EC. Además, se evidenció que dichos factores pueden tener un impacto directo en el resultado de las campañas que tienen como objetivo recaudar recursos financieros para las startups.

Palabras-Clave: Equity crowdfunding. Startups. Financiación del proyecto. Innovación.

1 INTRODUÇÃO

O financiamento de um empreendimento pode ser necessário quando a empresa precisa crescer e se consolidar no mercado, mas sua operação não gera recursos financeiros suficientes para dar suporte a esse crescimento. Dessa forma, as *startups*, empresas de base tecnológica que possuem um produto ou serviço inovador acompanhado de um modelo de negócio disruptível e escalável (BLANK; DORF, 2014), também costumam precisar de capital, o que nem sempre está disponível. Segundo o CB Insights (2019), uma das razões que levam uma startup ao fracasso é a ausência de financiamento ou de investidores interessados. Beaulieu, Sarker e Sarker (2015) afirmam que, tipicamente, *startups* angariam fundos de capitalistas de risco, investidores-anjo, bancos, amigos e família.

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

Segundo essa linha de raciocínio, Peroni (2015) comenta que, devido ao EC possibilitar que os investidores participem do capital social das *startups*, é esperado que eles obtenham um aumento de capital ou um fluxo de dividendos oriundos do valor investido. Assim, espera-se que as *startups* cresçam em seu mercado de atuação, proporcionando um aumento do lucro. Em

complemento a isso, Zhu e Zhou (2016) afirmam que o EC via internet é um canal de arrecadação de dinheiro para *startups* e possui baixas barreiras de entrada, baixo custo e alta velocidade, o que encoraja a inovação.

No Brasil ainda são verificados volumes financeiros aquém dos observados em países desenvolvidos, o que demonstra que a prática do EC tem possibilidade de crescimento. Isto demonstra que esse mercado varia nas diversas localidades ao longo do tempo, o que pode indicar diferentes condições que influenciam a prática do EC ao redor do mundo. Como essa modalidade de investimento também financia as *startups*, essa situação faz com que as condições sejam mais ou menos propícias para estas empresas que buscam um mercado favorável para prosperar. Em complemento, segundo a Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento (2020), o EC é um modelo promissor para desenvolver o mercado de capitais brasileiro.

Vale ressaltar que ainda há lacunas de pesquisa sobre fatores que interferem na questão envolvendo o financiamento de *startups*, especialmente no Brasil. Uma das poucas é o estudo realizado pelo GEM (2018), no qual se constatou que os principais fatores limitantes para a abertura e manutenção de novos negócios no Brasil, segundo especialistas entrevistados, são as políticas governamentais, o apoio financeiro e a educação e capacitação. Dentre outras recomendações, aponta que o país deve criar incentivos financeiros e operacionais aos investidores-anjo.

Do ponto de vista científico, publicações acadêmicas presentes nas bases *Scopus* e *Web of Science* apresentam lacunas nas pesquisas que podem ser preenchidas por meio da continuidade de estudos relacionados ao *Equity Crowdfunding* com o objetivo de, entre outros, descobrir como determinados fatores influenciam essa prática. Segundo Ahlers et al. (2015), a pesquisa sobre *crowdfunding* de capital só começou recentemente e, naturalmente, muitas questões permanecem sem resposta. Sabe-se pouco sobre o que leva os empreendedores a utilizarem o EC ao invés de outras fontes de financiamento. Vismara (2016) afirma que, salvo exceções, os estudos concentraram-se principalmente em outras formas de *crowdfunding* que não a modalidade *equity*. O autor comenta, ainda, que a literatura não deve deixar de investigar como as plataformas de *crowdfunding* podem fornecer meios de financiamento às empresas.

Pesquisas recentes demonstram que o tema continua sendo estudado. Barbi e Mattioli (2019) mostram que a educação e a experiência profissional dos membros da equipe são fatores que não só afetam materialmente o capital total levantado, mas também atingem o número de investidores em campanhas de *Equity Crowdfunding*. Wang et al. (2019), por sua vez, descrevem que as plataformas de *crowdfunding* atraem investidores profissionais, como investidores-anjo, e também pequenos investidores não profissionais. Os autores examinaram a interação entre as decisões de investimentos desses dois tipos de investidores e encontraram evidências de fluxo de informação entre eles nas plataformas citadas. Diante do contexto exposto, a presente pesquisa tem como objetivo analisar como determinados fatores de influência atuam sobre o EC, que é utilizado no fomento financeiro de *startups*.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 STARTUPS

Ries (2012) afirma que a *startup* é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. Graham (2012), por sua vez, comenta que elas estão voltadas para um crescimento veloz. Para possibilitar essa situação, as *startups* possuem um modelo de negócios repetível e escalável (BLANK; DORF, 2014) que possibilita

crescimento exponencial sem a necessidade de que os custos e as despesas operacionais evoluam na mesma proporção.

Existem definições de *startups* que as conectam com a tecnologia, como é o caso da apresentada por Timmons e Bygrave (1986), que as descrevem como empresas que possuem conexão com a inovação e com a tecnologia, possuindo risco. Kepler (2018) enfatiza que a inovação precisa fazer parte das *startups*, que devem apresentar ideias inovadoras que solucionem os problemas de um nicho ou de um segmento de mercado específico. Assim, as *startups* possuem conexão com a inovação e apresentam risco (TIMMONS; BYGRAVE, 1986).

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

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

O ecossistema empreendedor, por sua vez, fornece suporte para o desenvolvimento de *startups*, de modo que elas venham a crescer e se transformar em empreendimentos bem-sucedidos. Estão inseridas nesse ecossistema as Aceleradoras e as Incubadoras de empresas (DEE et al., 2015). Essas instituições podem fornecer mentoria especializada e acesso ao investimento de capital de risco, que visa financiar e ampliar as suas operações (ANPROTEC, 2019).

2.2 CAPITAL DE RISCO

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

O autor comenta, ainda, que a presença de capital de risco é de grande importância para dar suporte às *startups*, uma vez que são empreendimentos de alto risco com baixos índices de sobrevivência, fazendo com que o financiamento de suas operações dependa da oferta de capital privado de maior apetite a riscos (DAMODARAN, 2012). Como as *startups* são empresas que operam em condições de extrema incerteza (RIES, 2012), elas podem demandar aportes de capital de risco, especialmente nas fases iniciais de seu desenvolvimento (MASON; HARRISON, 1996).

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

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

de controle acionário em empresas nos estágios mais maduros. Para Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelatto (2008), “Venture Capital” é um termo da língua inglesa que geralmente é traduzido para a língua portuguesa como “Capital de Risco”.

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

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

2.3 EQUITY CROWDFUNDING

O *Crowdfunding* é um termo genérico, utilizado para descrever uma forma cada vez mais difundida de captação de recursos, geralmente pela Internet, em que grupos de pessoas levantam dinheiro de forma coletiva, geralmente pequenas contribuições individuais, para apoiar uma meta específica (AHLERS et al., 2015). O *crowdfunding* faz parte de um fenômeno mais amplo, o *crowdsourcing*, que pode ser visto como um método de distribuição de trabalho para um grande número de trabalhadores (a multidão), dentro e fora de uma organização, com o propósito de melhorar o processo de tomada de decisão, completar tarefas pesadas ou contribuir com a cocriação de *design* ou outros projetos (CHIU; LIANG; TURBAN, 2014).

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

As plataformas de *crowdfunding* são o meio pelo qual os apoiadores ou investidores aportam recursos de capital para financiar determinada meta, como um novo produto, projeto ou até mesmo o desenvolvimento de uma empresa em estágio inicial (VISMARA, 2016). No caso específico das plataformas de *Equity Crowdfunding*, Wang et al. (2019) afirmam que elas estão no centro da transformação digital do financiamento de capital de risco em estágio inicial.

Essas plataformas digitais foram originalmente anunciadas como uma força democratizadora no financiamento das primeiras fases de um empreendimento, considerando-se o seu papel de facilitadoras do intercâmbio entre os empreendedores e uma multidão de pequenos investidores não profissionais. Apesar disso, as plataformas de *crowdfunding* também atraem investidores profissionais, como investidores-anjo.

As plataformas online desempenham um papel importante no mercado de *Equity Crowdfunding*, indo além de facilitar a transferência de informações entre empreendedores e

investidores. Com o passar do tempo, as plataformas introduziram serviços para ajudar os empreendedores a desenvolver seus negócios, lançar campanhas com sucesso e gerenciar com eficiência esse processo (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018).

Para angariar os fundos necessários, as empresas em estágio inicial devem lançar uma oferta pública por meio de uma campanha de *Equity Crowdfunding*, realizada na plataforma escolhida, seguindo diversas etapas. Inicialmente, a proposta é definida, sendo preciso que o empreendedor defina com clareza a proposta de investimento. Na sequência, desenvolvem-se as etapas “definir *valuation*”, que consiste em verificar o valor da empresa, e a escolha da plataforma a ser utilizada (PERONI, 2015).

O “*deck* de investimentos”, ou *pitch deck*, por sua vez, ocorre na etapa seguinte e consiste em uma apresentação detalhada do negócio e da oportunidade de investimento. Por fim, é necessário fazer a validação jurídica da documentação que envolve esse processo, comunicando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de que a empresa está utilizando esse mecanismo de captação de recursos. Com a captação dos recursos dos investidores, a empresa iniciará o seu projeto de crescimento, atualizando os investidores sobre sua evolução e o modo como os recursos estão sendo investidos (PERONI, 2015).

2.4 FATORES DE INFLUÊNCIA SOBRE O EQUITY CROWDFUNDING - EC

O EC pode ser influenciado por diversos fatores explorados em estudos acadêmicos. Esses fatores podem determinar o sucesso ou o fracasso da campanha de EC. Inicialmente, a democratização do acesso sugere que o EC tem um forte papel democratizador, pois amplia o acesso para que indivíduos aportem valores em *startups* que, por vezes, não conseguiam investir de outra forma devido ao fato de os tickets iniciais de investimento serem mais altos. Ele também amplia a possibilidade de as *startups* obterem o capital necessário para seu crescimento e que não estava sendo disponibilizado de outra maneira (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018; CUMMINGS et al., 2019).

Além disso, a legislação também é um fator de influência que atua sobre o EC. Ela pode ser uma influência positiva, quando regulamenta o mercado, dá segurança aos stakeholders e traz confiabilidade ao processo. Ou negativa, quando burocratiza em excesso ou é omissa em pontos que poderiam alavancar a prática do EC. De acordo com Hornuf e Schwienbacher (2017), uma regulamentação sob medida pode ser necessária para o *Equity Crowdfunding*, já que a regulamentação de títulos lida principalmente com a regulamentação de grandes emissões e, portanto, impõe custos significativos que são proibitivamente altos para pequenas empresas.

A cultura de investimento, por sua vez, não está apenas ligada ao EC, mas também a diversos fatores que influenciam o mercado financeiro, como entender os impactos da política econômica, conhecer os produtos financeiros disponíveis no mercado, entre outros. Cummings et al. (2019) sugerem que existe relação entre a cultura da população do País e os empreendimentos relacionados ao EC.

Outro possível influenciador do EC pode ser o *Pitch Deck*, que é o material que apresenta a startup ao público investidor (KEPLER, 2018) e a própria atuação da plataforma de EC na campanha, considerando-se que elas desempenham um papel relevante (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018).

Finalmente, mas não menos importante, também podem influenciar o EC a comunicação entre *stakeholders*, mais especificamente entre empreendedores e investidores (RALCHEVA; ROOSENBOON, 2018; WANG et al., 2019); a *due diligence*, que engloba a coleta de dados necessários para verificar a situação atual do empreendimento que se visa adquirir (WALD; MORAES; WAISBERG, 2009); e a percepção da qualidade das plataformas (CUMMINGS et al., 2019).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

A pesquisa desenvolvida é de caráter exploratório. Esse tipo de pesquisa mostra-se adequado quando o pesquisador possui um problema ou uma questão de pesquisa que apresente poucos ou nenhum estudo prévio, de modo que o pesquisador visa obter insights para uma investigação mais rigorosa (COLLIS; HUSSEY, 2005). O objetivo dos estudos exploratórios consiste em procurar ideias, padrões ou testar hipóteses, no intuito de contribuir com o campo de estudo (MALHOTRA, 2006).

No que tange à abordagem metodológica, este estudo enquadra-se como qualitativo. Segundo Merriam (2002), a pesquisa qualitativa configura-se como um conceito “guarda-chuva” porque, segundo a autora, por meio da pesquisa qualitativa, são abrangidas diversas formas de pesquisa que visam auxiliar na compreensão e na explicação dos fenômenos sociais da forma mais aproximada possível do ambiente natural. Para Gibbs (2009), a pesquisa qualitativa permite que o pesquisador aprofunde a análise, visto que parte de um contexto de pesquisa.

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

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

3.2 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

A coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas que ocorreram por chamada de vídeo ou apenas de áudio, de forma online. Para tanto, foi elaborado um roteiro de entrevistas semiestruturado, com base na literatura, que foi validado por dois especialistas, ambos com titulação de doutor, com a finalidade de legitimar o conteúdo abordado e adequar o roteiro com a proposta de pesquisa.

Por meio da realização de entrevistas em profundidade, objetivou-se obter insights sobre assuntos que podem ser utilizados em futuras investigações (YIN, 2015). A literatura aponta que a entrevista em profundidade pode ser realizada tanto em uma única ocasião quanto em um longo período de tempo, visto que a interpretação é a peça-chave que possibilita a compreensão do contexto (MARTINS, 2008).

Optou-se pelo desenvolvimento de entrevistas semiestruturadas, que, segundo a literatura, podem ser resumidas como a forma pela qual emerge o conhecimento existente por

meio de respostas que favorecem uma interpretação embasada. As informações, dados e opiniões emergem com maior facilidade em uma conversa livre, guiada por um roteiro, mas que não esteja restrita somente a ele (MARTINS, 2008). Optou-se, também, pela realização de entrevistas individuais, considerando-se que apresentam como vantagem permitir ao pesquisador ir a campo tão logo ele se organize para isso, sem a necessidade de preparos prévios tais como a conciliação de múltiplas agendas focando, portanto, na elaboração do roteiro de entrevista e na escolha dos entrevistados (RIBEIRO; MILAN, 2004).

Foi elaborado um termo de confidencialidade, que foi enviado para que os entrevistados fizessem a leitura e atestassem sua concordância. Em contato virtual com os entrevistados, esse processo ocorreu via e-mail ou por outras formas online de comunicação. Com o consentimento dos entrevistados, as entrevistas foram gravadas, o que permitiu a transcrição literal das mesmas. Depois de transcritas, as entrevistas foram devolvidas aos entrevistados para que seu conteúdo fosse validado (MILES; HUBERMAN, 1984). A partir da validação, procedeu-se para a etapa de análise.

Em posse das entrevistas, procedeu-se a análise de conteúdo, técnica de análise escolhida para o tratamento dos dados. A análise de conteúdo implica em um conjunto de técnicas onde se realiza a análise das comunicações (BARDIN, 2011) e foi viabilizada com o auxílio do software NVivo® versão 12. No programa, após a categorização das entrevistas em categorias a priori, os elementos foram observados e, de acordo com a sua ocorrência, foram sendo distribuídos em categorias que, inicialmente, eram as já previstas no roteiro, prestando-se atenção às que, eventualmente, emergissem nas falas.

O programa possibilitou o agrupamento de informações dos diferentes respondentes, o que permitiu a realização de constatações pertinentes ao estudo. Foi realizada a leitura das entrevistas transcritas e, posteriormente, sua categorização manual. Com a categorização no eixo “nós” (ou códigos), ficou realizado o agrupamento de todos os trechos onde o assunto apareceu para os entrevistados. Como o roteiro de entrevistas foi semiestruturado, pode ser que as respostas para determinada questão estejam associadas à outra resposta. Essa ferramenta disponibilizada pelo software possibilitou que se obtivesse uma maior clareza quanto aos recortes realizados.

Todas as categorias identificadas nas entrevistas estavam previstas na elaboração do roteiro, sendo assim consideradas categorias à priori. Embora os pesquisadores estivessem atentos a eventuais novas categorias (à posteriori), não surgiram temáticas que pudessem ser agregadas às já existentes. As categorias estão listadas no Quadro 1 e, na terceira coluna, estão relacionadas com a literatura correspondente.

Quadro 1 – Categorias à priori

Categorias (Macrocategorias)	Fatores de Influência (Microcategorias)	Autores
Fatores do Ambiente (ambientais)	Democratização do Acesso	Cummings et al. (2019)
	Legislação	Hornuf e Schwiendbacher (2017)
	Cultura de Investimento	Cummings et al. (2019)
Fatores Operacionais	<i>Pitch</i>	Cummings et al. (2019)
	Atuação da plataforma de EC na campanha	Ralcheva e Roosenboon (2018)
	Comunicação entre <i>Stakeholders</i>	Cummings et al. (2019)
	<i>Due Diligence</i>	Cummings et al. (2019)
	Qualidade da plataforma	Cummings et al. (2019)

Fonte: Elaboração própria

Para atingir os propósitos da pesquisa, foram realizadas três entrevistas, sendo que os entrevistados possuem entre 33 e 35 anos, escolaridade mínima de graduação, com formação

nas áreas de gestão e comunicação. A duração média das entrevistas foi de 43 minutos. Os entrevistados foram categorizados em “STP”, sendo esse código relativo às *startups* entrevistadas. Os principais dados sobre os respondentes serão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Caracterização dos respondentes

Código Nvivo	Duração (original)	Nº Pag	Profissão	Idade	Formação / Especialização	Tempo de Empresa	Tempo na Função	Validado em
STP1	0:22	5	Empresário	34	Administração de Empresas / Gestão Empresarial	1 ano e 10 meses	1 ano e 10 meses	04/08/2020
STP2	0:44	8	Empresário	35	Gestão da Tecnologia da Informação	4 anos e 9 meses	4 anos e 9 meses	04/08/2020
STP3	1:05	15	Empresária	33	Comunicação Social Relações Públicas	6 anos	6 anos	08/08/2020
	2:11	28						

Fonte: Elaboração própria

Após a realização das entrevistas, elas foram transcritas com a utilização do site *Transcribe* e do *Microsoft Word*®, gerando um volume de 28 páginas para análise. Foi realizada, ainda, sua validação junto aos respondentes, via e-mail e por outras formas online de comunicação. Optou-se por manter sigilo acerca da identidade dos entrevistados e das empresas que representam, visto que o acordo de confidencialidade é um parâmetro ético.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DOS FATORES DE INFLUÊNCIA DO EC

Os *stakeholders* do EC sofrem influência de forças que atuam no processo e, nesta pesquisa, essas forças de atuação são denominadas “Fatores de Influência do *Equity Crowdfunding*”. Esses fatores também foram estudados em outras pesquisas, como a de Lukkarinen et al. (2016), que explorou os fatores que impulsionam o número de investidores e a quantidade de financiamento atraído em campanhas de *Equity Crowdfunding*. Na pesquisa citada, os fatores são caracterizados como impulsionadores das decisões de investimento em campanhas de *Equity Crowdfunding*.

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

Para o presente estudo, os fatores de influência foram categorizados em dois grupos distintos, conforme apresentado anteriormente no Quadro 1.

4.1.1 Fatores do Ambiente

O grupo “Fatores do Ambiente”, composto pelos fatores Democratização do Acesso, Legislação e Cultura de Investimento, envolve fatores que possuem uma abrangência mais generalista, sendo provenientes das características de um grande grupo, como o de investidores, ou que atingem esse grupo de pessoas de forma ampla. Como exemplo disso, o fator “Cultura de Investimento” carrega características que atingem a toda a população de investidores, como é o caso da educação financeira e de sua compreensão sobre os aspectos econômicos e a forma

como esses aspectos atuam sobre eles, fazendo com que optem ou não por determinada modalidade de investimento.

4.1.1.1 Democratização do Acesso

O EC é, por característica, democrático. A democratização do acesso das *startups*, para que consigam efetivamente obter capital para o seu crescimento e que, por vezes, não estava acessível de outra forma, faz com que haja procura pelo *Equity Crowdfunding*. Essa constatação é verificada nos relatos a seguir, extraídos das entrevistas:

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

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

A literatura também menciona a característica democratizadora do EC. Como exemplo disso, Wang et al. (2019) afirmam que as plataformas de EC são uma força democratizadora no financiamento das primeiras fases de um empreendimento devido ao seu papel de facilitadoras do intercâmbio entre os empreendedores e uma multidão composta de pequenos investidores não profissionais e profissionais.

A democratização do acesso às *startups* é um fator de influência para o *Equity Crowdfunding*, uma vez que resulta na procura por essa modalidade de captação de recursos financeiros, incentivando esse mercado.

4.1.1.2 Legislação

Segundo os entrevistados, o advento da Instrução 588, de 13 julho de 2017, foi um fator de influência positivo para o *Equity Crowdfunding*. No entanto, os entrevistados apontaram que a legislação, de forma geral, pode ser um fator de influência negativo, considerando-se os entraves que ela pode criar. O excesso de burocracia ou a falta de regulamentação de assuntos considerados prioritários, podem travar o crescimento citado, o que pode ser percebido no relato a seguir:

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

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

Por ter proporcionado um crescimento do mercado de EC no Brasil e por ser uma ferramenta que pode gerar burocracia ou ser omissa em relação a matérias que também são determinantes, a legislação é considerada um fator de influência.

4.1.1.3 Cultura de Investimento

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

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

Com base nas entrevistas, a cultura voltada para o investimento é um fator de influência pois, à medida que o investidor entende o contexto do EC, ele percebe que o *Equity Crowdfunding* pode atender às suas expectativas como investidor, efetivando o investimento.

4.1.2 Fatores Operacionais

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

4.1.2.1 Pitch Deck

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

De acordo com o que foi relatado nas entrevistas, essa apresentação deve ser elaborada com alta qualidade e com a utilização de diversas formas de mídia, visando atrair o investimento pretendido. A importância desse material para o sucesso da campanha pode ser percebida no trecho a seguir, que foi extraído das entrevistas:

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

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

4.1.2.2 Atuação da Plataforma na Campanha de *Equity Crowdfunding*

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

As plataformas têm o objetivo de aproximar o investidor com a *startup* que pretende angariar capital e o *matching* entre investidor e investida influencia o sucesso da campanha e, por consequência, o *Equity Crowdfunding*. O exposto é extraído do seguinte trecho:

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

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

4.1.2.3 Comunicação entre *Stakeholders*

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

Essa influência foi verificada entre *stakeholders*, quando ocorre a interação entre *startup* e investidores. Dado o exposto, segue a transcrição que fundamenta essa afirmação:

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

Sendo assim, a comunicação entre os *stakeholders* pode incentivar ou inibir a prática do EC e, em decorrência disso, é considerada um fator de influência dessa modalidade de investimento.

4.1.2.4 *Due Diligence*

A *Due Diligence* envolve basicamente a coleta de informações necessárias para apurar a situação atual do negócio a ser adquirido, a existência de passivos e contingências, bem como a avaliação do impacto de tais questões no valor da operação (WALD; MORAES; WAISBERG, 2009). Essa ferramenta é essencial na etapa de seleção de empresas que poderão participar de campanhas de EC por meio da plataforma, uma vez que verifica informações históricas como as relativas à gestão, às finanças e aos aspectos jurídicos que podem abonar ou excluir a *startup* do processo de seleção anteriormente citado.

Essa afirmação vai ao encontro dos estudos de Walthoff-Borm, Vanacker e Collewaert (2018), que sugerem que existem importantes questões de seleção adversa de empresas em plataformas de EC e que a proteção do investidor contra essa seleção será importante para garantir a sustentabilidade desse mercado. O excerto a seguir fundamenta tal argumento:

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

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

4.1.2.5 Percepção da Qualidade da Plataforma

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

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

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

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

Pelo exposto, percebe-se que a qualidade das plataformas é relevante para as *startups*, fazendo com que elas queiram efetivar a captação dos recursos financeiros necessários por meio do *Equity Crowdfunding*, fomentando o EC. Isso caracteriza a qualidade, que é citada como um fator de influência para essa modalidade de investimento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste tópico final são apresentadas as conclusões da pesquisa realizada, que derivam da análise de resultados. Em um primeiro momento, serão expostas as contribuições teóricas, seguidas pelas contribuições gerenciais. Na sequência, serão explanadas as limitações deste estudo, bem como, as possibilidades de pesquisas futuras, de modo que o tema possa continuar gerando desdobramentos acadêmicos.

Quanto às contribuições teóricas, ficou evidente, pelos resultados obtidos, a importância que os *stakeholders* têm no contexto do EC. Além de serem os agentes que possibilitam que o

EC ocorra, a influência que infringem uns aos outros são determinantes na forma como o processo se desenrola. A própria comunicação entre os *stakeholders*, citada como um fator que atua sobre o EC, mostra como essa influência está presente.

Para as *startups*, os resultados encontrados demonstram que as plataformas auxiliam no atendimento às características inerentes ao contexto do EC, como por exemplo, quando participam ativamente na divulgação das campanhas de captação de recursos financeiros. Tais achados confirmam os argumentos de Ralcheva e Roosenboon (2018), que ressaltam que, com o passar do tempo, as plataformas introduziram serviços para auxiliar os empreendedores a desenvolver seus negócios, a lançar campanhas com sucesso e a gerenciar com eficiência esse processo.

A *Due Diligence*, por sua vez, é outro fator de influência constatado no presente estudo, sendo essencial na etapa de seleção de empresas que poderão participar de campanhas de EC por meio da plataforma, uma vez que verifica as informações históricas de gestão, de finanças e até mesmo aquelas ligadas aos aspectos jurídicos que podem abonar ou excluir a startup do processo de seleção citado. De acordo com os entrevistados, a *Due Diligence* também pode atuar de forma a excluir a startup da etapa de seleção, impossibilitando a campanha.

Essa afirmação vai ao encontro dos estudos de Walthoff-Borm, Vanacker e Collewaert (2018), que sugerem que existem importantes questões de seleção adversa de empresas em plataformas de EC e que a proteção do investidor contra essa seleção será importante para garantir a sustentabilidade desse mercado.

Ainda em termos teóricos, é possível afirmar que a pesquisa avançou na identificação de outros fatores que interferem no financiamento de *startups*, especialmente no Brasil, além daqueles elencados pelo GEM (2018), como por exemplo, a comunicação e a *Due Diligence*.

De modo geral, este trabalho traz à tona aspectos que podem influenciar a prática do EC, e que devem ter especial atenção dos *stakeholders* para que façam parte de um processo bem-sucedido e, por consequência, fomentem o EC, visando aumentar a sua visibilidade e o seu impacto sobre as *startups*.

Mais especificamente no que tange às contribuições para que as *startups* possam ter mais possibilidade de sucesso na captação de recursos financeiros via EC, primeiramente é importante escolher de forma adequada a plataforma, já que há várias opções no mercado. Considerando-se o exposto pelos entrevistados, sob o prisma das *startups*, os indicadores que exprimem a qualidade das plataformas giram em torno da taxa de sucesso em relação ao levantamento do valor que se pretendia captar quando a campanha de EC foi planejada. Para tanto, a base de investidores da plataforma foi apontada como relevante para atingir e superar o montante de captação pretendido.

Outro aspecto relevante é a disponibilização de um *pitch deck* de boa qualidade para os investidores, que traga informações que possibilitem ao investidor tomar a decisão de investimento. Assim, *pitchs* com aspectos mais profissionais e que utilizam vários recursos de mídia aumentam as chances de uma captação de recursos bem-sucedida.

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

As etapas de seleção devem conter aspectos que verificam a vida pregressa da startup, como é o caso da *Due Diligence*, que traz proteção ao investidor e à própria plataforma. Essa plataforma deve estar pronta para auxiliar as *startups* em diversos pontos que influenciam a captação financeira pretendida, como buscar o investimento para o negócio. Ela deve informar

à sua base de investidores que a campanha está sendo realizada, com o intuito de aumentar as chances de captação, sempre observando os aspectos legais da comunicação realizada.

Por fim, a plataforma deve expor informações que viabilizam a escolha da plataforma pelas *startups*. Considerando-se o que foi exposto pelos entrevistados, sob o prisma das *startups*, os indicadores que exprimem a qualidade das plataformas giram em torno da taxa de sucesso em relação ao levantamento do valor que se pretendia captar quando a campanha de EC foi planejada.

Este estudo apresentou limitações em sua execução. A primeira diz respeito à quantidade de *startups* entrevistadas, que poderia ser ampliada. Além disso, os entrevistados são oriundos apenas do estado do Rio Grande do Sul. Para verificar se há ou não discrepâncias entre as respostas de acordo com a localização geográfica do entrevistado, seria ideal que houvesse entrevistados também de outros estados brasileiros.

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

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

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

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

REFERÊNCIAS

ABDI. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores**. 1. ed. 2010. Disponível em: <https://www.fgv.br/curso.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2019.

ABDI. **A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro**. 2011.

Disponível em:

http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y"isAllowed=y. Acesso em: 07 abr. 2018.

ABDI. **Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores**. 1. ed. 2010. Disponível em: <https://www.fgv.br/curso.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2019.

AHLERS, G. K. C. et al. Signaling crowdfunding. **Entrepreneurship: theory and practice**, v. 39, n. 4, p. 955-980, 2015.

- ANPROTEC. **Associação nacional de entidades promotoras de empreendimentos inovadores**. 2019. Disponível em: <http://anprotec.org.br/site/sobre/incubadoras-e-parques/>. Acesso em: 28 mar. 2020.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *STARTUPS*. **Sobre as startups**. 2019. Disponível em: <https://abstartups.com.br/sobre-a-abstartups/>. Acesso em: 28 mar. 2019.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO CROWDINVEST. **Página inicial**. Disponível em: <http://equity.org.br/>. Acesso em: 04 jun. 2020.
- BARBI, M.; MATTIOLI, S. Human capital, investor trust, and equity crowdfunding. **Research in International Business and Finance**, v. 49, n. 1, p. 1-12, 2019.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.
- BEAULIEU, T. Y.; SARKER, S.; SARKER, S. A conceptual framework for understanding crowdfunding. **CAIS**, v. 37, n. 1, p. 1, 2015.
- BLANK, S.; DORF, B. **Startup: manual do empreendedor**. Rio de Janeiro: Elsevier/Alta Books, 2014.
- BLOCK, J.; HORNUF, L.; MORITZ, A. Which updates during an EC campaign increase crowd participation? **Small Business Economics**, v. 50, n. 1, p. 3-27, 2018.
- CB INSIGHTS. **The top 20 reasons startups fail**. 2019. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>. Acesso em: 18 ago. 2020.
- CHIU, C.; LIANG, T.; TURBAN, E. What can crowdsourcing do for decision support?. **Decision Support Systems**, v. 65, n. 1, p. 40-49, 2014.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia para alunos de graduação e pós-graduação**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CUMMINGS, M. E. et al. An EC research agenda: evidence from stakeholder participation in the rulemaking process. **Small Business Economics**, v. 54, n. 1, p. 1-26, 2019.
- DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. NJ: John Wiley & Sons, 2012.
- DEE, N. et al. **Startup support programmes: what's the difference**. National Endowment for Science Technology and the Arts. 2015. Disponível em: <https://www.nesta.org.uk/report/startup-support-programmes-whats-the-difference/>. Acesso em: 01 abr. 2019.
- GEM – GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR. **Global Entrepreneurship Monitor adult population survey**. 2018. Disponível em: <https://www.gemconsortium.org/report>. Acesso em: 08 abr. 2019.
- GIBBS, G. R. **Análise de dados qualitativos**. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- GODOY, A. S. Estudo de caso qualitativo. In: SILVA, A. B.; GODOI, C. K.; BANDEIRADE-MELLO, R. (orgs.). **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. São Paulo: Saraiva, 2006.
- GRAHAM, P. **Startup = growth**. 2012. Disponível em: <http://paulgraham.com/growth.html>. Acesso em: 28 mar. 2019.

- HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? **Small Business Economics**, v. 49, n. 3, p. 579-593, 2017.
- KEPLER, J. **Smart money: a arte de atrair investidores e dinheiro inteligente para seu negócio**. São Paulo: Editora Gente, 2018.
- LUKKARINEN, A. et al. Success drivers of online EC campaigns. **Decision Support Systems**, v. 87, n. 2, p. 26-38, 2016.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- MARTINS, G. A. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- MASON, C. M.; HARRISON, R. T. Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment and performance. **Entrepreneurship & Regional Development**, v. 8, n. 2, p. 105-126, 1996.
- MEIRELLES, J. L.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção (UFSCar)**, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.
- MERRIAM, S. B. **Qualitative research in practice: examples for discussion and analysis**. Jossey-Bass Inc Pub, 2002.
- MERRIAM, S. B. **Qualitative research: a guide to design and implementation**. San Francisco, CA: Jossey-Bass, 2009.
- MILES, M. B.; HUBERMAN, A. M. Drawing valid meaning from qualitative data: Toward a shared craft. **Educational researcher**, v. 13, n. 5, p. 20-30, 1984.
- PERCY, W. H.; KOSTERE, K.; KOSTERE, S. Generic qualitative research in psychology. **The Qualitative Report**, v. 20, n. 2, p. 76, 2015.
- PERONI, B. O. **Cartilhas de capital empreendedor: equity crowdfunding**. Brasília: Sebrae, 2015.
- RALCHEVA, A.; ROOSENBOOM, P. Forecasting success in equity crowdfunding. **Small Business Economics**, v. 1, n. 1, p. 1-18, 2018.
- RIBEIRO, J. L. D.; MILAN, G. S. Planejando e conduzindo entrevistas individuais. In: **Entrevistas individuais: teoria e aplicações**. Porto Alegre: FEEng/UFRGS, 2004.
- RIES, E. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. Rio de Janeiro: LeYa, 2012.
- TIMMONS, J. A.; BYGRAVE, W. D. Venture capital's role in financing innovation for economic growth. **Journal of Business Venturing**, v. 1, n. 2, p. 161-176, 1986.
- VISMARA, S. Information cascades among investors in equity crowdfunding. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 42, n. 3, p. 467-497, 2016.
- WALD, A.; MORAES, L. R.; WAISBERG, I. **Fusões, incorporações e aquisições—aspectos societários, contratuais e regulatórios, fusão, cisão, incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

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

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

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

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