



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO**  
**INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**  
**CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

**FATORES DETERMINANTES PARA O SUCESSO DE CAMPANHAS DE  
EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL**

**Bruno César Franca Ferreira**

**MARIANA**

**2019**

**BRUNO CÉSAR FRANCA FERREIRA**

**FATORES DETERMINANTES PARA O SUCESSO DE CAMPANHAS DE EQUITY  
CROWDFUNDING NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao  
Curso de Administração da Universidade Federal  
de Ouro Preto como requisito para obtenção do  
título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Israel José dos Santos Felipe

**MARIANA**

**2019**

F383f Ferreira, Bruno César Franca.  
Fatores determinantes para o sucesso de campanhas de Equity  
Crowdfundind no Brasil [manuscrito] / Bruno César Franca Ferreira. - 2019.

36f.:

Orientador: Prof. Dr. Israel Felipe.

Monografia (Graduação). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de  
Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Econômicas e  
Gerenciais.

1. Financiamento coletivo - Teses. 2. Ações (Finanças) - Teses. I. Felipe,  
Israel. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU: 330.322(81)

Catálogo: [ficha.sisbin@ufop.edu.br](mailto:ficha.sisbin@ufop.edu.br)

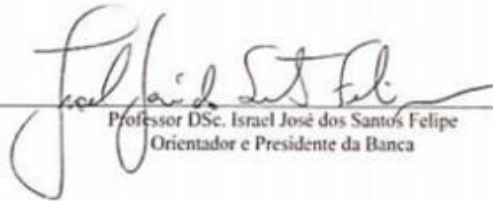
**FICHA DE APROVAÇÃO**

**BRUNO CÉSAR FRANCA FERREIRA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado junto ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto - UFOP, como requisito à obtenção do Título de Bacharel.

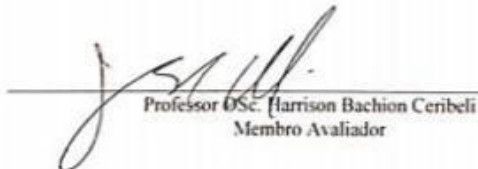
Orientador: Professor DSc. Israel José dos Santos Felipe

**COMISSÃO EXAMINADORA**



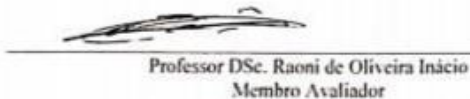
---

Professor DSc. Israel José dos Santos Felipe  
Orientador e Presidente da Banca



---

Professor DSc. Harrison Bachion Ceribeli  
Membro Avaliador



---

Professor DSc. Raoni de Oliveira Inácio  
Membro Avaliador

Mariana, 05 de julho de 2019.

## **DEDICATÓRIA**

Dedico este trabalho aos meus pais, Marcos Antônio Ferreira e Inês Cristina Ferreira, que sempre me apoiaram e me proporcionaram chegar aonde cheguei, sempre reconheceram a importância da graduação e me auxiliaram nesta caminhada. Dedico também ao exímio professor orientador Dr. Israel José dos Santos Felipe, pela paciência, dedicação, incentivo para que eu pudesse conquistar meus objetivos.

## **AGRADECIMENTO**

*Minha eterna gratidão, aos meus pais, Marcos e Inês, pelo amor incondicional, educação, por me mostrar a importância da família e do amor. Ao meu irmão, Fábio Augusto, pelo incentivo ao longo desta caminhada, pelas cobranças e conselhos dados. Aos meus avós, Paulo Ferreira e Ivone Natalícia, serei eternamente grato sem apoio de vocês e sem o colo nada disso seria possível.*

*Ao prezado Dr. Israel José dos Santos Felipe, como orientador que tornou possível a realização do trabalho, por sua dedicação e por ser um exemplo a ser seguido de profissional e pessoa.*

*A Universidade Federal de Ouro Preto, onde me encontrei, me vi feliz e, hoje, se tornou um lugar especial em minha trajetória. Aos amigos que fiz e aos colegas de turma que encontrei.*

*Finalmente, meu muito obrigado à todos os professores do curso de Administração da UFOP, obrigado por todos os ensinamentos e conhecimentos adquiridos, vocês contribuíram para o homem que me tornei e vou levar o aprendizado e formação para toda a vida.*

**BRUNO CÉSAR FRANCA FERREIRA**

## RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a influência que a meta financeira, categoria, seja ela serviço ou produto, envolvimento de investidores qualificados (*advisors*) e duração da campanha, exercem nas campanhas de financiamento coletivo do modelo *equity* hospedadas na plataforma KRIA. A coleta de dados para a realização do estudo foi realizada na plataforma online brasileira de financiamento coletivo KRIA. Para tratamento dos dados optou-se pela análise secundária. Analisando os resultados obtidos junto a 99 campanhas de financiamento, confirmou-se a influência positiva que os fatores apresentados exercem na obtenção de sucesso das campanhas para financiar os projetos. Ademais, pode-se comprovar que os mesmos fatores não se aplicam a outras modalidades de *Crowdfunding*. Finalmente, constatou-se que alguns dos fatores estudados auxiliam também na instantaneidade da obtenção de êxito das campanhas de financiamento coletivo.

**Palavras-chave:** *Equity crowdfunding*, financiamento coletivo, determinantes de sucesso.

## **ABSTRACT**

This research aimed at analyzing the influence that the financial goal, category, be it service or product, involvement of qualified investors (advisors) and duration of the campaign, exercise in the collective financing campaigns of the equity model hosted on the KRIA platform. The data collection for the study was carried out in the online Brazilian online KRIA financing platform. For the treatment of the data we opted for the secondary analysis. Analyzing the results obtained with 99 financing campaigns, it was confirmed the positive influence that the factors presented exert in the success of the campaigns to finance the projects. In addition, it can be verified that the same factors do not apply to other modalities of Crowdfunding. Finally, it was verified that some of the factors studied also help in the instantaneous success of the collective financing campaigns.

**Keywords:** Equity crowdfunding, collective funding, determinants of successful.



## 1 Sumário

1 INTRODUÇÃO .....	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO .....	13
2.1 Definição e tipos de Crowdfunding .....	13
2.2 Relação Investidores x Empreendedores e Plataforma.....	14
2.3 Mercado Mundial de Crowdfunding.....	15
2.4 Fatores determinantes para o sucesso do financiamento via <i>Equity Crowdfunding</i> .....	17
2.5 Hipóteses testadas .....	19
3 MÉTODO DE PESQUISA .....	20
3.1 Coleta de dados .....	20
3.2 Variáveis estudadas.....	25
4 ANÁLISE DE RESULTADOS .....	27
4.1 Análises adicionais .....	29
4.2 Tempo de sucesso dos projetos.....	30
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	32
6 REFERÊNCIAS.....	34

## 1 INTRODUÇÃO

As micro pequenas empresas enfrentam resistência para conseguir financiamento, em especial as recém criadas, que não possuem histórico de crédito, ou garantias a oferecer, além de um fundo de caixa insuficiente para pagar futuras dívidas. Uma grande maioria dessas empresas não dispõem de fundos suficientes para desenvolver o negócio no curto prazo. Conforme observa Drover, Busenitz, Matusik, Townsend, Anglin, e Dushnitsky (2017), empreendimentos que possuem uma capacidade de crescimento considerável, recorrem ao financiamento externo para realizarem investimentos para desenvolver suas atividades, porém, como relata Cumming (2013), não são todos os casos em que o financiamento externo se torna bem-sucedido, visto que empresas recém-formadas e de pequeno porte podem não preencher os requisitos mínimos exigidos na formalização de crédito. (Cumming, Pandes & Robinson, 2013).

A cerca desta realidade para as pequenas e médias empresas observa-se que empresas inovadoras, com foco em utilização intensiva de tecnologia e com potencial de crescimento acelerado, tem conseguido mudar este cenário, as *Startups*, como são conhecidas, conseguem financiamento uma vez que atraem investidores anjo, aceleradoras, incubadoras ou o aporte de fundos de *venture capital*. Porém quando o surgimento de Startups ultrapassa a capacidade de investimentos das aceleradoras e dos investidores anjo a solução é utilizar o financiamento através do *Crowdfunding*.

*Crowdfunding* é a junção de pequenos valores, a partir de muitos financiadores, captados por meio da *internet*, sem um intermediário financeiro como de costume, no caso os, bancos tradicionais (Mollick, 2014). Já a respeito do *Equity Crowdfunding*, que é o enfoque deste trabalho, é a modalidade de *Crowdfunding* que busca o investimento de um grupo de pessoas em empresas, ao invés, de investidores anjo ou outro investimento do setor privado. (De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom & Klaes, 2012)

De acordo com Hossain e Oparaocha (2016) o *equity crowdfunding* pode ser considerado uma alternativa viável de investimento, pois os ativos disponíveis para serem investidos pelo público ainda não possuem precificação no mercado e não existem taxas ou custos de administração dos fundos de *Crowdfunding*, porém, é importante ressaltar que os investimentos através de *Crowdfunding* possuem riscos e incertezas.

Em vista dos riscos e incertezas existentes quanto ao *equity crowdfunding*, Agrawal, Catalini e Goldfarb (2016), citam que a existência de sindicatos e investidores qualificados (*advisors*) nesta modalidade tem aumentado a procura pelo investimento coletivo. Acreditando que os sindicatos são capazes de prover informações e o gerenciamento do investimento realizado, além de aumentar a transparência. A redução da incerteza por meio dos sinais de qualidade dos empreendimentos e de dispersão de informações financeiras são elementos que podem aumentar ou reduzir o volume dos investimentos realizados no *Equity Crowdfunding*. (Ahlers, Cumming, Gunther & Schweizer, 2015) e (Bapna, 2016).

Em vista disso, de acordo com Felipe (2017) a literatura ao redor do *Equity Crowdfunding* aponta que a legalização da atividade e a criação de organizações que oferecem suporte aos investidores tem contribuído para um crescimento nos negócios que utilizam a plataforma, tanto para investimentos em empreendimentos quanto para investimentos em projetos individuais. Observa-se, segundo o relatório de Massolution (2015) um crescimento de 182% das operações de *Equity Crowdfunding* entre os anos de 2014 e 2015, contabilizando US\$ 1 bilhão movimentado em 2015. Ao estudar com mais profundidade um novo player no mundo dos investimentos e do empreendedorismo, o presente trabalho apresenta valor para a academia, pois visa contribuir com a formação de literatura e incentivar maiores pesquisas acerca do tema, assim como aumentar as chances de sucesso de uma empresa ao buscar financiamento externo. Temas a respeito de investimentos e empreendedorismo possuem vasto registro na literatura brasileira, porém a literatura a respeito de financiamento via *equity crowdfunding* ainda é escassa e limitada, assim sendo a presente pesquisa busca fomentar o debate do assunto, como, também, responder pontos de dúvidas com mais profundidade.

Portanto, buscando adicionar conhecimento e contribuir no preenchimento de lacunas teóricas, definiu-se como objetivo da presente pesquisa buscar responder a respeito da influência que determinados fatores exercem sobre o desenvolvimento do projeto de *equity crowdfunding* e como esses fatores determinam seu sucesso ou o seu fracasso no arrecadamento de capital para custear o projeto.

A justificativa para a realização da pesquisa acerca do tema proposto, reside em pontos econômicos, sociais e acadêmicos. Primeiramente dos pontos econômicos, os quais são os mais explícitos, faz-se imprescindível destacar as determinantes de sucesso para uma campanha de financiamento coletivo do método *equity*, visto que esta modalidade se apresenta como uma maneira ainda recente e pouco difundida, mas que demonstra um forte potencial de acelerar o

crescimento tecnológico e econômico. (Pahlke, Strasser, & Vieider, 2015). Observa-se que no âmbito social, a presente pesquisa faz-se ainda mais considerável por abordar um tema ainda limitado e pouco abordado na literatura internacional e ainda menos na literatura nacional e busca trazer informações fundamentais para a compreensão do *equity crowdfunding*, especialmente para a sua utilização como método alternativo para financiamento de empreendimentos e de retorno financeiro. Acredita-se, portanto, que as informações contidas na pesquisa poderão auxiliar empreendedores e gestores de plataformas em suas tomadas de decisão.

Assim sendo, através dos pontos aqui apresentados e discutidos a pesquisa se justifica ao analisar os pontos que são ou foram determinantes para o sucesso de uma campanha através da plataforma de *equity Crowdfunding*. Em analisar quais fatores devem ser levados em consideração pela *Startup*, desde a tomada de decisão de buscar financiamento externo através de *Crowdfunding* até o lançamento de sua campanha, para que o seu percentual de sucesso seja maior, além de se justificar e demonstrar importância ao analisar e levar luz a uma modalidade de financiamento ainda recente, com potencial de crescimento e que ainda precisa ser entendida e estuda a fundo.

O presente estudo busca também responder e solucionar possíveis dúvidas acerca de um tema que não é amplamente comunicado e que é de certo modo novo para o público em geral, o estudo busca contribuir para os projetos futuros demonstrando um caminho em que se torne mais fácil porém não simples, a obtenção de capital de investidores para os projetos de financiamento coletivo na modalidade *equity* como também tornar mais seguro para o investidor realizar aportes financiando empresas que escolheram o *equity crowdfunding* como forma de se financiar.

O estudo a seguir está estruturado em 5 seções, cada uma delas contendo suas subseções. A primeira seção, a qual já foi apresentada tem como conteúdo a motivação e o problema de pesquisa. Na seção 2 é apresentado o Referencial Teórico, o qual é apresentada uma revisão da literatura teórico-empírica a respeito do tema e que será utilizada no embasamento e na argumentação da presente pesquisa, nas subseções presentes na seção 2 encontram-se as definições e tipos existentes de *Crowdfunding*, a relação existente entre os investidores e os empreendedores de *equity-crowdfunding*, o mercado mundial atual do *crowdfunding*, os fatores determinantes para o sucesso de uma campanha de *equity Crowdfunding* e finalizando a seção 2 as hipóteses a serem trabalhadas e explicadas no presente estudo. Na seção 3 é apresentado o

método de coleta de dados utilizados, assim como as variáveis estudadas. Já na seção 4 são apresentadas as análises de resultados das variáveis propostas na seção 3 e as análises adicionais derivadas das variáveis, além de apresentados resultados acerca do tempo de sucesso dos projetos. Por fim, na seção 5 são apresentadas as considerações finais do estudo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Definição e tipos de Crowdfunding

Segundo De Buysere *et al.* (2012) e Ahlers *et al.* (2015), existem quatro tipos de *Crowdfunding*, são eles o *Crowdfunding* como modelo de doação (*Donation-Based Crowdfunding*); o *crowdfunding* como modelo de recompensas (*Reward-based crowdfunding*); modelo de empréstimos (*Lending-based Crowdfunding*) e o *crowdfunding* como modelo de ações (*Equity-based crowdfunding*), que terá um estudo mais aprofundado neste trabalho

O *Crowdfunding* em forma de doação é mais comumente utilizado por ONG'S, De Buysere *et al.* (2012) que tem como objetivo atrair doações para projetos específicos, e é utilizado a mais de 10 anos. Este modelo de *Crowdfunding* se baseia em um acordo de oferta de recursos sem a necessidade de uma contrapartida material por parte da ONG. O *donation based crowdfunding* envolve pessoas dispostas a realizar contribuições financeiras para apoiar projetos sociais, filantrópicos e ambientais, conforme explica Wojciechowski (2009) os fatores sociais e psicológicos são os motivadores para as contribuições realizadas neste tipo de *Crowdfunding*.

No segundo modelo de *Crowdfunding* a ser tratado, a relação entre empreendedores - investidores se dá por meio de recompensas não-monetárias. Os retornos do investimento realizados no *crowdfunding* se dão através de recompensas materiais e simbólicas, que são utilizadas para tornar os projetos atraentes (Thürridl & Kamleitner, 2016). De acordo com Strausz (2017) o modelo de recompensas do *crowdfunding* baseia-se na promessa de que o investidor irá receber o produto que está sendo financiado ou alguma recompensa citada no site do projeto, ao invés de um retorno financeiro, deste modo, o *reward-based crowdfunding* possibilita que o empreendedor entre em contato com seu consumidor para validar o projeto antes que um investimento seja feito na ideia.

O *lending-based crowdfunding*, é o modelo de *crowdfunding* a base de empréstimos, tem como base um acordo de concessão de crédito com montante inicial acrescido de juros ao final de um prazo pré-determinado (Moenninghoff & Wieandt, 2013). Trata-se de uma espécie de empréstimo de capital diretamente entre particulares. De acordo com Agrawal *et al.* (2014) o modelo de *crowdfunding* de empréstimos possui, de um lado, um indivíduo que necessita de financiamento para realizar a concretização de uma ideia e, do outro, indivíduos que desejam investir capital para financiar projetos em troca de juros.

Por fim, tem-se o *Crowdfunding* como forma de um acordo de participação de investimento compartilhado. (Vulkan, Åstebro & Sierra, 2016). O *Crowdfunding* na modalidade *Equity* ocorre quando os investidores do *Crowdfunding* passam a ter parte do capital das empresas que recebem o aporte através do financiamento coletivo. Como cita Mollick, (2014) por se tratar de uma forma de investimentos que tem riscos operacionais e incerteza atrelados, o *equity crowdfunding* (ECF) necessita de uma regulamentação específica assim como planos financeiros bem estruturados e transparentes.

O investimento em *equity crowdfunding* possui como vantagem e diferencial a possibilidade de pequenos investidores obterem a oportunidade de escolher e participar em negócios que serão aplicados seus recursos, além disso, os futuros ativos aos quais são investidos através do *Equity Crowdfunding* ainda não são precificados pelo mercado e não possuem taxas de administrações assim como os fundos de investimentos. (Vismara, 2016a)

## 2.2 Relação Investidores x Empreendedores e Plataforma

De acordo com Haas, Blohm e Leimeister (2014), as plataformas digitais são interpretadas como uma ferramenta que reduz o custo de uma transação, uma vez que diminuem a assimetria de informações e aumentam a disponibilidade da mesma e podem ser vistas como plataformas *Two Sided* que conectam dois grupos distintos, o primeiro grupo sendo o que busca financiamento para um projeto e o segundo sendo aquele que tem o desejo e recursos para financia-lo. (Belleflamme, Omnari & Peitz, 2015).

Ao se entender como uma plataforma *Two Sided* funciona, é possível entender como a lei da oferta *versus* demanda influencia nos projetos de *Crowdfunding*. Viotto (2015) cita que o valor de participar da plataforma de *Crowdfunding* aumenta para quem busca financiar um projeto a medida que mais pessoas estão inseridas na plataforma de financiamento coletivo,

enquanto que o valor aumenta para o investidor a medida que existe um maior número de projetos inseridos na plataforma. Conforme explica Haas *et al.* (2014) dois grupos de agentes interagem na plataforma intermediária de *crowdfunding*, agentes que buscam investimentos e agentes que buscam investir, portanto, *crowdfunding* pode ser visto como um mercado bilateral.

A plataforma de *crowdfunding*, como agente intermediário, permite que os agentes troquem informações sobre preços e ofertas, a fim de superar as assimetrias de informação e minimizar os custos das transações. (Bakos, 1991), (Bakos, 1998), (Mahadevan, 2000) e (Benjamin & Malone, 1987).

Para atrair os investidores e os agentes que buscam capital, a plataforma de *Crowdfunding* escolhe estratégias e funcionalidades de precificação e abertura, sendo que o mecanismo de precificação individual para ambos os grupos de agentes depende de um conjunto de fatores de demanda e é regulado pela plataforma intermediária. (Rysman, 2009) e (Rochet & Tirole, 2006).

Buscando aproximar pequenos investidores e *startups* o Governo Americano aprovou, em 2012, a lei JOBS (*Jumpstart Our Bussiness Act*), que possui influência direto no *equity crowdfunding* e que tem, como objetivo principal, promover o acesso de empresas em crescimento na economia, através de financiamentos mais flexíveis. (Stemler, 2013).

A lei JOBS exige que o empreendedor deve preparar relatórios anuais de suas operações e demonstrações financeiras, mesmo que a meta do projeto de *Equity-Crowdfunding* seja inferior a US \$ 100.000,00, por outro lado, a lei JOBS aumenta em dez vezes a quantidade de fundos que as empresas podem levantar em um projeto de financiamento coletivo, para um limite máximo de US \$ 50 milhões. (Whitbeck, 2012).

### **2.3 Mercado Mundial de Crowdfunding**

É observada que a expansão da internet implicou em um rápido crescimento das relações pessoais, comerciais e empresariais, facilitando o acesso a realização de negócios digitais em diversas economias pelo mundo (Zook, 2002). Este pensamento é confirmado conforme revela o relatório de Massolution (2015) onde a indústria de *crowdfunding* movimentou, aproximadamente, cerca de U\$ 34,4 bilhões, em 2015. Sendo que deste montante total, U\$ 2,56 bilhões tiveram como destino a modalidade de *Equity based Crowdfunding*.

A projeção de crescimento do volume total movimentando pelos inúmeros tipos de *Crowdfunding*, até o final do ano de 2016, será de 190,70%, um aumento financeiro de US\$ 100 Bilhões, podendo chegar a superar o volume total movimentado de fundos de Venture Capital e Investidores Anjo. (Massolution, 2015).

Conforme observa Vulkan *et al.* (2016), a Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido (FCA) equivalente a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil, buscando acompanhar a evolução dos meios alternativos de financiamento adotou uma abordagem mais leve quanto ao *equity crowdfunding* (ECF), o governo do Reino Unido ofereceu benefícios fiscais, através do SEIS (Esquema de Investimento Empresarial Seed) e do EIS (Esquema de investimento empresarial).

Os incentivos concedidos pelo governo do Reino Unido somados a facilidade e simplicidade da interface digital para realizar os investimentos permitiram a diminuição da assimetria de informação e um aumento acentuado da popularidade da plataforma de *equity crowdfunding* pelo público geral (Vulkan *et al.*, 2016). Além dos benefícios adotados pelo FCA (*Financial Conduct Authority*), a agência, buscando facilitar os investimentos em *equity crowdfunding*, torna obrigatório apenas um formulário preenchido pelo próprio investidor em ECF atestando que o mesmo compreende os riscos envolvidos neste tipo de investimento, após a assinatura do formulário, o investidor se torna apto a realizar investimentos em projetos de *Equity-Crowdfunding*. (Authority, 2014).

Já o papel do órgão de defesa do Consumidor no Reino Unido se restringiu a divulgação de termos informando para os investidores em potencial de prováveis perdas de capital que podem ocorrer caso o projeto de *equity crowdfunding* que o investidor aportou não seja bem sucedido. A abordagem mais branda adotada pelo Reino Unido vai de encontro com abordagens de outros países, aos quais criaram jurisdições que dificultam e restringem ainda mais o acesso a investimentos de *equity crowdfunding* por parte do investidor, por muitas vezes requerendo até certificados externos de validação. (Cumming e Zhang, 2016) e (Dushnitsky, Guerini, Piva e Rossi-Lamastra, 2016).

Segundo Statista (2018) as plataformas digitais, que possuem uma grande diferença das plataformas convencionais de investimento, aumentaram o interesse e otimismo dos investidores independente do futuro dos investimentos em *Startups*, fazendo com que o *equity crowdfunding* arrecadasse US \$130 milhões de dólares em financiamento coletivo apenas no Reino Unido, tornando-se a segunda maior fonte de financiamento do país.



A evolução das plataformas ECF podem ter repercussões duradouras para o financiamento de *Startups* nos quesitos de empreendimentos financiados, a forma como os empreendedores lançam suas campanhas e a natureza de sua inovação, segundo Zhang *et al.* Concorda com a ideia Agrawal *et al.* (2016) e complementa, citando que investidores profissionais e investidores anjos, podem desempenhar um importante papel para a adoção das plataformas de *Crowdfunding*.

#### **2.4 Fatores determinantes para o sucesso do financiamento via *Equity Crowdfunding***

Conforme Kuppuswamy e Bayus (2017), investidores de *equity crowdfunding* encontram-se mais propensos a realizar contribuições nos estágios iniciais da oferta do projeto ou nas últimas etapas da campanha, do que no meio da mesma e que as contribuições mais significativas são realizadas nas etapas iniciais do lançamento da campanha de ECF. Hornuf e Schwienbacher (2018) corroboram com a ideia de que investidores tendem a investir mais nas etapas finais do projeto e ressaltam que os empreendedores tentem a receber mais investimentos após o objetivo do financiamento do projeto de *equity crowdfunding* ter sido conquistado, indicando que os investidores pré aprovam o projeto quando o objetivo do mesmo é atingido antes do prazo.

Observa-se que no Reino Unido, o país em que o *equity crowdfunding* encontra-se mais desenvolvido e que em termos de número e tamanho de ofertas chega a equivaler-se ao mercado de *Venture Capital* (Vismara *et al.*, 2016). Aspectos individuais de cada projeto de *equity Crowdfunding* influenciam diretamente em seu sucesso ou fracasso, como diretoria não centralizada, vendas de produtos resultando em lucro líquido para a *startup* que busca financiamento e a detenção de patentes registradas pela companhia aumentam as possibilidades de sucesso da campanha de *equity Crowdfunding*, este resultado vai de encontro aos estudos elaborados por Ahlers *et al.* (2015), que cita que patentes registradas pela companhia que busca financiamento coletivo não impactam diretamente para o sucesso da campanha de ECF.

Constata-se também que a oferta de participações votantes na campanha de financiamento de *equity crowdfunding* exerce impacto nas possibilidades de sucesso da campanha, assim como ser elegível para os incentivos fiscais, Signori e Vismara (2018).

No entanto, é evidenciado que o fator mais importante para que um projeto de financiamento coletivo se torne bem sucedido é o próprio projeto, conforme observa, Mollick

(2014), os financiadores levam em consideração principalmente a qualidade do projeto em questão, a equipe que está se propondo a realizar o projeto e as chances de o projeto ser bem sucedido caso ele atinja sua meta de financiamento coletivo.

Projetos de financiamento coletivo que atingem uma taxa de captação de recursos superior a 100%, podem ser considerados como projetos de *crowdfunding* bem-sucedidos (Mollick 2014). Entretanto, projetos considerados fracassados são aqueles que não ultrapassam a taxa de captação inicial e recebem apenas 10% do valor necessário para financiar o projeto de *crowdfunding*.

O melhor método para apresentar um projeto é através de vídeos, pois é imprescindível que a história envolva e ilustre a paixão e motivação da equipe para cativar o investidor, assim como também a qualidade e o modo como está a ser apresentado é fundamental para o sucesso do financiamento do projeto, de acordo com Dominika (2018), mais de 80% dos projetos a serem financiados por *crowdfunding* possuem vídeos para a sua apresentação enquanto aqueles que não possuem vídeos para apresentação, apresentam uma taxa menor de sucesso do financiamento coletivo se comparados com os projetos que dispõem de tal recurso.

Segundo Xu *et al* (2014) as formas de atualizações periódicas, podem ser divididas em 7 categorias distintas, sendo elas, Promoção Social, Relatório de Progresso, Novos Conteúdos, Lembretes, respostas a dúvidas postadas na página do projeto a ser financiado, adição de novas formas de recompensa e apreciação. Um fator importante também é a periodicidade e os estágios das atualizações, sejam na fase inicial, na fase intermediária ou na fase final do financiamento do projeto. Entre os tipos de atualizações, as atualizações em forma de lembrete têm a maior influência no sucesso do financiamento coletivo, seguidas de perto por relatórios de progresso, novas recompensas e atualizações de promoção social.

Segundo Koch e Siering (2015), a profundidade da descrição do projeto e o número de projetos apoiados previamente influenciam positivamente o sucesso de uma campanha de financiamento coletivo, porém nenhuma influência significativa é exercida em fatores como a profundidade da seção de risco, o número de projetos criados anteriormente pelos empreendedores e o número de amigos de um dos fundadores do projeto. Entretanto, conforme aponta Boeuf (2014), a imagem do empreendedor fundador do projeto associada a descrição do mesmo pode ser considerada como uma estratégia eficaz para se aumentar as taxas de sucesso do financiamento coletivo.

A finalidade do projeto de financiamento coletivo pode exercer uma influência positiva no sucesso do financiamento, como cita Lambert e Schwienbacher (2010), segundo os autores, o projeto sendo ou não sem fins lucrativos, tem influência direta na tomada de decisão de investidores, enquanto que para Giudici, Guerini e Rossi-Lamastra, (2013) o número de likes no Facebook da página do projeto, renda *per capita* das cidades de origem dos projetos e o capital social possuem influência nas taxas de sucesso dos projetos de financiamento coletivo.

Entretanto, conforme pesquisas recentes ofereçam novas visões de fatores influenciadores no sucesso de projetos de financiamento através de *crowdfunding* ainda existe muito território a ser pesquisado para novos fatores influenciadores e aprofundamento dos fatores já expostos para o sucesso das campanhas de financiamento coletivo.

## 2.5 Hipóteses testadas

De acordo com Mollick (2014), caso a meta de financiamento do projeto de *crowdfunding* esteja desalinhada com o custo real do empreendimento e do escopo do negócio, esse desalinhamento pode ocasionar em uma redução no número de aportes. Vismara, (2016) corrobora com esta premissa e cita que o valor definido como meta dos projetos de financiamento, deve ser um recurso valioso para arrecadação de recursos, pois o mesmo pode estimular ou afastar a participação de investidores.

Conforme cita Ahlers *et al.* (2015) explorar o objetivo financeiro de um projeto de *Crowdfunding*, pode ser uma medida mais assertiva e seguindo a linha de raciocínio destes autores, o presente estudo acredita portanto ser importante a relação apresentada pela hipótese **H<sub>1</sub>**:

**H<sub>1</sub>**: *O valor definido como objetivo financeiro dos projetos de ECF pode ter efeito positivo sobre o sucesso da campanha.*

Na literatura encontram-se diversos tipos de projetos de Crowdfunding, tamanhos e nas mais distintas economias, o que o torna um tipo de financiamento flexível, Prpié e Shukla (2013), defendem que a população geral é um tipo de capital que agrega valor à *Startup* e que este pensamento pode auxiliar na explicação do uso do *crowdfunding* como uma forma de aproveitar o conhecimento da população para o desenvolvimento de novos tipos de produtos e serviços, de acordo com a preferência dos consumidores, ou até mesmo, conforme cita Belleflamme, *et al.* (2014) a revelar uma preferência específica dos consumidores por produtos

ou serviços. O estudo, buscando entender a respeito do tipo de *crowdfunding*, sugere aprofundar os estudos na variável **H<sub>2</sub>**.

**H<sub>2</sub>**: *A categoria em que o projeto de ECF está inserido exerce influência positiva nas suas chances de sucesso.*

De acordo com Dranove e Jin, (2010) é crível que o envolvimento de investidores mais experientes possam sinalizar credibilidade influenciando no sucesso do projeto, que a participação de investidores confiáveis exerce um impacto positivo no financiamento de projetos de *equity Crowdfunding* (Stuart, Hoang & Hybels, 1999). Observa-se que os autores acreditam que as discrepâncias de informação devem ser reduzidas pela participação de investidores experientes no processo de financiamento do projeto. Levando em consideração os presentes argumentos, acredita-se ser de grande influência testar a hipótese **H<sub>3</sub>**:

**H<sub>3</sub>**: *A participação de investidores qualificados (advisors) em projetos de equity crowdfunding tende a exercer uma influência positiva em suas chances de sucesso.*

A duração do projeto de *equity crowdfunding*, segundo Burtch, Ghose e Wattal (2013), e o esforço destinado ao marketing logo no começo da campanha apresentam relação positiva quanto a arrecadação de recursos. No entanto, Colombo, Franzoni e Rossi-Lamastra (2015) acreditam que alguns projetos de *crowdfunding* que são bem-sucedidos demonstram uma capacidade maior de captação de recursos nos primeiros dias da campanha. Mollick (2014) corrobora com este pensamento, porém citando que projetos de recompensa que apresentam um período maior de exposição sinalizam dúvida de seu êxito para os investidores. Portanto, torna-se importante verificar a influência do fator tempo no sucesso do projeto de *equity Crowdfunding* através da hipótese **H<sub>4</sub>**:

**H<sub>4</sub>**: *O período de exposição de uma campanha de ECF exerce influência positiva na obtenção de êxito da campanha.*

### **3 MÉTODO DE PESQUISA**

#### **3.1 Coleta de dados**

Os dados para a presente pesquisa foram coletados, sempre respeitando a política de privacidade da plataforma para com seus colaboradores, através da plataforma brasileira de

*crowdfunding* de recompensas *Broota* a primeira plataforma de *equity crowdfunding* do Brasil, que atualmente é denominada KRIA (<http://www.kria.vc>). De acordo com o próprio site da plataforma de financiamento coletivo atualmente ela é a maior plataforma brasileira para financiamento de *startups*, operacionalizando cerca de R\$ 16,5 milhões de reais em financiamento para mais de quarenta e cinco *startups*, desde a sua criação, contendo em seu portfólio de financiamento coletivo cerca de duas mil *startups* e aproximadamente 2 mil investidores cadastrados em busca de novos projetos a serem financiados (Kria, 2017).

A história da KRIA começa em junho de 2014, sendo a primeira plataforma de *equity crowdfunding* do Brasil, ainda com o nome de Broota Brasil Serviços de Investimento Coletivo LTDA. ME, no mesmo ano, em maio é realizada a 1ª captação de investimentos online do Brasil, destinada a obtenção de capital para a própria plataforma. Já em 2016, a CVM abre uma consulta pública sobre a regulamentação do ECF no país e a Kria atua ativamente para a regulamentação da atividade e em 2017 a KRIA recebe o aporte da *Leblon Equities*, trazendo solidez e liquidez para a companhia e seus investidores, com uma Taxa Interna de Retorno de 36% a.a a 18% de seus investidores, conforme cita a página institucional da plataforma. (<https://www.kria.vc/nossa-historia>)

A plataforma KRIA atende principalmente três tipos de público, sendo eles *Startups* com faturamento máximo de R\$ 3,6 milhões de reais, pequenos investidores e investidores âncoras. As *startups* utilizam a plataforma como uma ferramenta para levantar capital para seus projetos e atividades, pois encontram na mesma a vantagem de se expor a mais de 2 mil investidores em potencial cadastrados na plataforma. (KRIA, 2017).

Encontra-se apta a realizar uma rodada de investimento para captação pública qualquer Pessoa Jurídica com o faturamento inferior a R\$ 3,6 milhões no ano anterior. Ao realizar o cadastro o empreendedor cria o “Perfil da Empresa”, inserindo informações acerca do negócio principal da *startup* e realiza o preenchimento dos “Termos da Rodada” com informações a respeito sobre quanto pretende captar, seleciona o tipo de captação a ser oferecida será por dívida ou por participação acionária, a avaliação do valor da empresa no momento do cadastro e a data de vencimento para o título da dívida, caso seja selecionada a opção “dívida” no tipo de captação de recursos. (KRIA, 2017).

A plataforma KRIA realiza a avaliação preliminar da empresa cadastrada e caso a *Startup* seja aprovada, são requisitados documentos obrigatórios que são submetidos a aprovação da CVM e apenas após a aprovação da Comissão de Valores Monetários é que a

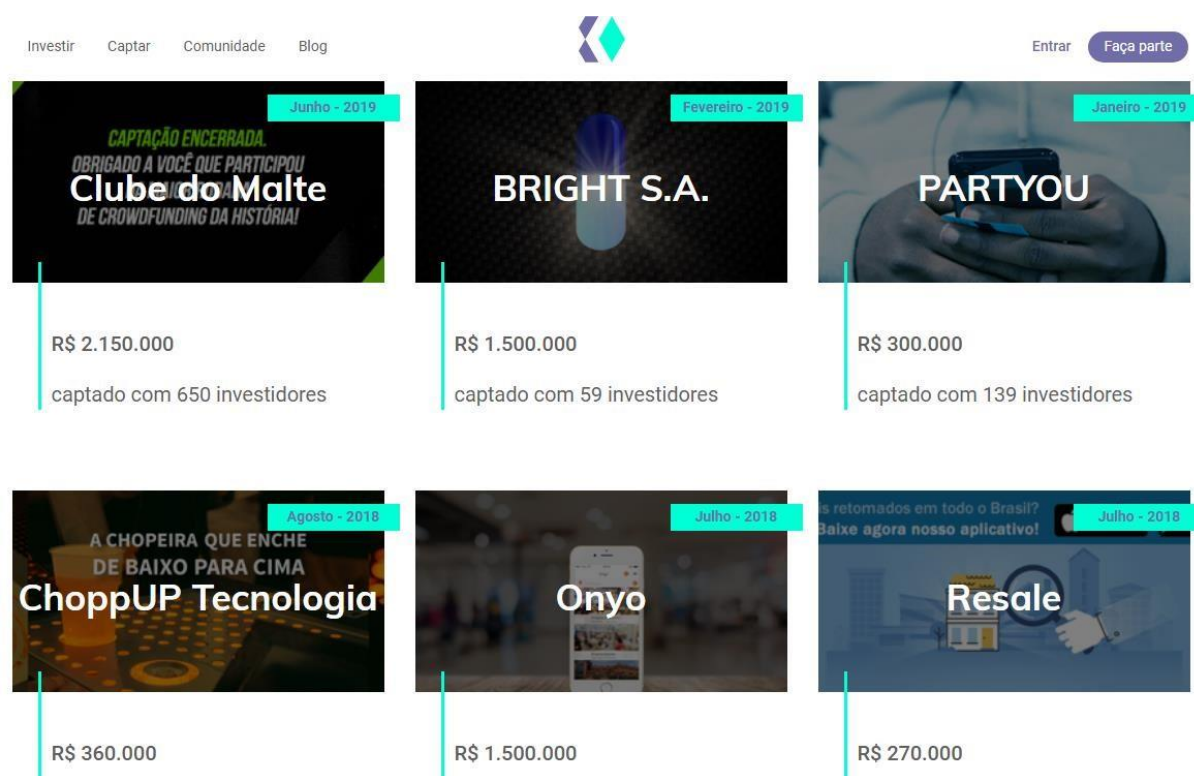
captação pode iniciar. A *startup* possui um prazo de até 90 dias para captar 40% do valor que se predispôs a arrecadar e até 180 dias para arrecadar 90% do valor total, caso a empresa não atinja esses marcos até as datas estipuladas, a captação é encerrada e a empresa não recebe o dinheiro arrecadado. Após captar 90% do valor estipulado para o projeto a empresa pode realizar a “Chamada de Capital” para assinar o contrato com os investidores e receber o dinheiro, mesmo que o prazo não tenha sido finalizado. (KRIA, 2017). Após a assinatura do contrato com os investidores, as *startups* financiadas são obrigadas a reportar seus resultados para seus investidores a cada 4 meses através de Relatórios de Desempenho.

De acordo com a plataforma de ECF KRIA (2017), para cada projeto de financiamento coletivo é obrigatória a participação de investidores experientes a frente dos projetos, os investidores experientes podem ser tanto investidores anjo quanto fundos de investimento, os quais recebem a denominação de âncoras. Este tipo de investidor pode atuar como líder da rodada de investimentos, atuando como conselheiros para pequenos investidores em troca de até 20% do lucro realizado, como uma espécie de taxa de administração. Os investidores líderes estão aptos a criar sindicatos, que operam como uma carteira de fundo, onde os pequenos investidores investem em um fundo gerenciado pelos líderes ao invés de investirem em campanhas de financiamento individuais. KRIA, (2017)

O pequeno investidor pode ser qualquer pessoa com cadastro pessoa física que concorde com os termos de uso da plataforma KRIA. É necessário realizar um cadastro prévio com informações pessoais e as pretensões de investimentos a serem realizados na plataforma. O investidor seleciona *startups* que acredita serem interessantes e faz uma análise das Ofertas existentes na plataforma, etapa na qual o investidor verifica as informações acerca do projeto. Caso o pequeno investidor tome a decisão de realizar um investimento na *startup* escolhida, o mesmo assina o “Termo de Ciência do risco” declarando que está ciente dos riscos do investimento em *startups* e ele realiza a “Reserva de Investimento”, na qual ele transfere o valor a ser investido para a conta da KRIA. Caso a empresa selecionada bata a meta estabelecida, o investidor é convidado para assinar os contratos que são gerados no momento da reserva do investimento os quais podem ser assinados digitalmente, neste caso de bem sucedido o projeto de ECF, o investidor possui até 7 dias para desistir do investimento, sem qualquer penalidade por parte da plataforma, porém, caso a empresa não bata a meta a plataforma reembolsa o investidor. Em um terceiro cenário, caso a *startup* receba mais investimentos do que ela projetou

para a campanha, o investidor fica em uma fila de espera e só é convidado a assinar os contratos e concretizar o investimento caso haja um cancelamento de outro investimento (KRIA, 2017).

**Figura 1. Plataforma KRIA**



Fonte: <https://www.kria.vc/organizacoes/comunidade>

Nota: Para a realização de oferta de projeto para financiamento coletivo é necessário um cadastro prévio na plataforma KRIA, o cadastro é gratuito e realizado na própria plataforma. Nele o empreendedor responde perguntas acerca de sua trajetória, experiência profissional, faculdade que cursou, cidade de origem e o mercado que o empreendedor tem interesse em atuar. (KRIA, 2016). Essas informações fornecidas pelo empreendedor tornam-se importantes pois elas servem como parâmetro para o investidor interessado no projeto tomar sua decisão de investir ou não em um novo negócio. Já para que o investidor em potencial faça o cadastro na plataforma de financiamento coletivo, o mesmo deverá disponibilizar informações acerca de sua pessoa física, CPF, nome completo e endereço. De acordo com a plataforma KRIA, qualquer pessoa física ou Jurídica encontra-se apta a investir em projetos disponibilizados no site, desde que cadastradas previamente na plataforma e que estejam de acordo com os termos de investidores referidos na plataforma online.

Recentemente a plataforma KRIA hospedou o projeto de *equity Crowdfunding* do *Clube do Malte*, que é o maior clube de cervejas do Brasil e que oferece em sua gama de produtos o *Beer Pack*, o serviço funciona da seguinte maneira, o consumidor realiza a compra do plano *Beer Pack* pelo próprio site do Clube do Malte, que lhe dá direito a no mínimo 2 cervejas, um

copo personalizado uma revista exclusiva e estes produtos chegam na casa do assinante, todos os meses durante o período da sua assinatura.

Atualmente o Clube do Malte possui o seu *business* avaliado em R\$21.728.954,00 de reais e buscava um investimento em *equity crowdfunding* no valor de R\$ 2.150.000,00, para isso o Clube oferecia, no vencimento do seu projeto de financiamento coletivo, a qual é a data limite para o pagamento dos investidores, uma participação mínima de 9% do valor da empresa, que será paga no dia 23/12/2023, conforme citam as informações essenciais a oferta pública disponíveis no site da campanha.

A plataforma de financiamento coletivo KRIA utiliza o modelo de negócios denominado *All-or-Nothing*, assim como os outros métodos de financiamento coletivo, neste modelo é definida uma meta como objetivo de financiamento para ser atingida durante certo período de tempo. Caso o objetivo não seja igualado ou superado dentro do período definido o projeto de financiamento coletivo é cancelado e os investimentos realizados são devolvidos aos investidores, enquanto que o projeto não recebe nenhum valor. No entanto, a plataforma tem trabalhado para flexibilizar o método adotado para o financiamento, atualmente foi implementada também uma política diferente de financiamento de projetos, no qual a *startup* que deseja ter o seu projeto financiado tem o prazo de até 90 dias para captar 40% do seu objetivo traçado e até 180 dias para captar 90% do valor total do objetivo traçado. Após captar R\$ 150 mil ou 90% do valor total proposto, a *startup* encontra-se apta a realizar a “Chamada de Capital” a qual oficializa o contrato com os investidores que já realizaram os aportes e pode enfim utilizar os recursos arrecadados mesmo antes do prazo estipulado acabar ou do objetivo financeiro ser atingido.

Os investimentos realizados na plataforma KRIA são Títulos de Dívida Conversível, o que significa que a *startup* com um projeto na plataforma, ao receber o investimento do investidor, possui uma dívida com o mesmo. Esta dívida, no vencimento proposto no projeto de financiamento coletivo pela empresa, pode se converter em participação acionária na empresa ou retorno financeiro para o investidor, este tipo de modalidade é bem comum em casos de investidores anjo. O valor atribuído a uma *startup* na plataforma pode ser mensurado de duas maneiras, a primeira sendo uma participação acionária pré-estabelecida a qual o valor é fixo, o investidor já possui ciência, no momento do investimento, quantas ações ele receberá no vencimento do projeto. A segunda é a participação variável, que se mostra mais comum em *startups*, devida a dificuldade em mensurar o potencial de crescimento das mesmas. Esta última



é a modalidade escolhida pelo Clube do Malte, que observamos anteriormente, a *startup* estabelece um valor máximo (Avaliação Teto) e um desconto em relação à rodada futura.

### 3.2 Variáveis estudadas

As variáveis utilizadas no presente estudo, foram selecionadas com base na revisão de literatura de *equity Crowdfunding* como meio de financiamento de diferentes campanhas de financiamento coletivo. Foram selecionados 4 variáveis para se atestar o seu impacto no risco de êxito da campanha de financiamento coletivo, sendo elas apresentadas na tabela 1.

**Tabela 1. Descrição dos dados**

	Obs	Média	Desv.Pad.	Min.	Máx.	Descrição da variável
Success	99	0,46	0,50	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o projeto obteve sucesso (captação de recursos igual ou superior a meta financeira); 0 para o contrário.
Lgoal	99	5,34	0,78	3,91	7,29	Log natural da meta de financiamento dos projetos de ECF.
Category	99	0,53	0,50	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o projeto de ECF oferta um produto; 0 para o serviço.
Advisor	99	0,65	0,47	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o projeto de ECF conta com a participação de advisor (investidor qualificado); 0 para o contrário.
Duração	99	88,23	51,72	4	197	Duração em dias das campanhas dos projetos de ECF.
Gfounder	99	0,73	0,44	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o gênero do empreendedor (proprietário da startup) é masculino; 0 para feminino.
Estage	99	0,55	0,49	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o estágio do projeto de ECF é de billing (faturamento ativo); 0 para pré-billing (pré-faturamento).
Tparticip	99	0,47	0,50	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o projeto é de equity pré-estabelecido; 0 para participação variável.
Rlider	99	0,68	0,46	0	1	<i>Dummy</i> =1 se o projeto de ECF apresentou rodada liderada (o projeto de ECF teve a participação de investidor líder); 0 para o contrário.

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Nota: Esta tabela apresenta os atributos gerais dos empreendimentos de ECF. N = 99 projetos.

**Tabela 2. Classificação dos projetos em relação aos sucessos de suas campanhas**

	N	%	Desv.Pad.	Min.	Máx.
Success	46	0,46	0,50	0	1
Lgoal	46	5,50	0,81	4,14	7,29
Category	46	0,47	0,50	0	1
Advisors	46	0,80	0,40	0	1
Duration	46	95,82	47,43	25	197
Gfounder	46	0,76	0,43	0	1
Estage	46	0,56	0,50	0	1
Tparticip	46	0,52	0,50	0	1
Rlider	46	0,67	0,47	0	1

Fonte: Dados da pesquisa (2019) .

**Tabela 3. Classificação dos projetos em relação ao fracasso de suas campanhas**

Fracasso	53	0,46	0,50	0	1
Lgoal	53	5,19	0,73	3,91	6,65
Category	53	0,58	0,49	0	1
Advisors	53	0,52	0,50	0	1
Duration	53	81,64	54,76	4	171
Gfounder	53	0,71	0,45	0	1
Estage	53	0,54	0,50	0	1
Tparticip	53	0,43	0,50	0	1
Rlider	53	0,69	0,46	0	1

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

*Sucess* é a variável dependente que atesta o sucesso ou não de um projeto, conforme observado na tabela 1, foram selecionados 99 projetos para o estudo e caso uma campanha de ECF obtenha sucesso, ela é considerada como *Dummy* =1, caso a campanha não obtenha sucesso, ela é considerada *Dummy* =0.

A segunda variável é a *Lgoal*, a qual representa o log natural do valor do montante em reais definido como objetivo a ser conquistador para o sucesso do financiamento do projeto. Acredita-se ser imprescindível o estudo da influência da meta no sucesso das campanhas de ECF visto que em outros modelos de Crowdfunding, observou-se que o objetivo financeiro estipulado para a campanha exercia influência considerável para o seu sucesso (Mollick, 2014).

Conforme tabela 1 a terceira variável a ser estudada é a *Category*, onde nela atesta-se a influência do tipo de ECF e sua influência no êxito do projeto. Observa-se que para campanhas de ECF que buscam financiar serviços, *Category* possui um valor *Dummy* =0, enquanto que se for um produto o valor *Dummy*=1.

A quarta variável a ser estudada é o envolvimento de um investidor líder na campanha de financiamento, nomeada de *Advisor*, esta variável observa a influência que o envolvimento de um investidor líder exerce no êxito da campanha de ECF, possuindo um valor *Dummy* =1 se a campanha conta com o envolvimento de um investidor qualificado e *Dummy* se a campanha não possui o envolvimento de um *advisor*.

#### 4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Buscando investigar a existência de relação entre as variáveis exploradas no estudo e o sucesso das campanhas de *equity crowdfunding* foram desenvolvidas as hipóteses apresentadas e testadas neste estudo. Para verificar a influência das variáveis analisadas sobre o sucesso dos projetos, foram utilizados modelos via regressão logística, os quais são apresentados na tabela 4, a qual evidencia os efeitos que as variáveis estudadas exercem sobre o sucesso dos projetos.

É possível observar, após estudo com todos os modelos estimados, que a hipótese **H<sub>1</sub>** foi atestada, pois houve associação positiva e significativa entre a meta do projeto de financiamento e o sucesso do projeto ( $\beta_1 = 0,164$ ;  $p < 0,05$ ). Podendo-se, portanto, atestar que a meta estabelecida pelos empreendedores exerce influência positiva na probabilidade de sucesso da

campanha. Este resultado vai de encontro aos resultados encontrados por Mollick, (2014), para o *reward based Crowdfunding* em que Mollick (2014), conclui que quanto maior a meta da campanha, menores as chances de obtenção de sucesso.

A hipótese **H<sub>2</sub>**, referente as categorias das campanhas de ECF, sejam os projetos de financiamento de produtos ou serviços, também foi confirmada, ou seja, a variável de interesse obteve resultado positivo, demonstrando exercer influência positiva e significativa na obtenção de sucesso da campanha de financiamento via ECF.

**Tabela 4.** Modelagem Logit para o sucesso dos projetos de ECF

	Model (I)	Model (II)	Model (III)	Model (IV)	Model (V)
<b>Perfil dos projetos</b>					
Lgoal		0.147* (0.083)	0.152** (0.076)	0.145* (0.080)	0.164** (0.086)
Category	0.306*** (0.127)		0.273** (0.119)	0.255** (0.124)	0.331*** (0.133)
Advisors	0.384*** (0.107)	0.361*** (0.109)		0.373*** (0.103)	0.392*** (0.109)
Duration	0.003** (0.002)	0.002* (0.001)	0.003** (0.001)		0.003*** (0.002)
<b>Controles</b>					
Gfounder	0.020 (0.140)	0.155 (0.120)	0.004 (0.146)	0.072 (0.134)	0.039 (0.149)
Estage	0.143 (0.134)	0.133 (0.139)	0.037 (0.120)	0.082 (0.136)	0.126 (0.138)
Tparticip	0.328*** (0.127)	0.282** (0.132)	0.322*** (0.117)	0.235** (0.120)	0.377*** (0.138)
Rlider	-0.092 (0.140)	-0.067 (0.134)	-0.036 (0.131)	-0.082 (0.143)	-0.085 (0.135)
Year	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
McF.Adj R <sup>2</sup>	19%	17%	17%	14%	22%
AIC	133.307	135.128	140.377	134.379	131.137
BIC	161.853	163.674	168.923	162.925	162.278
N	99	99	99	99	99

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Nota: Esta tabela apresenta efeitos marginais das variáveis independentes na variável dependente Success (dummy =1 para sucesso; 0 para o contrário). \*\*\*p < 0,01; \*\*p < 0,05; \*p < 0,1. Erro-padrão (robusto) da estimativa entre parênteses.

A hipótese **H<sub>3</sub>**, a respeito da variável de participação de investidores líderes (*advisors*) na campanha de *equity crowdfunding* demonstrou associação positiva na obtenção de êxito em

campanhas de financiamento. Observa-se que a hipótese **H<sub>3</sub>**, foi suportada com resultados positivos e que dentre as variáveis estudadas esta apresenta uma maior influência na obtenção de sucesso das campanhas.

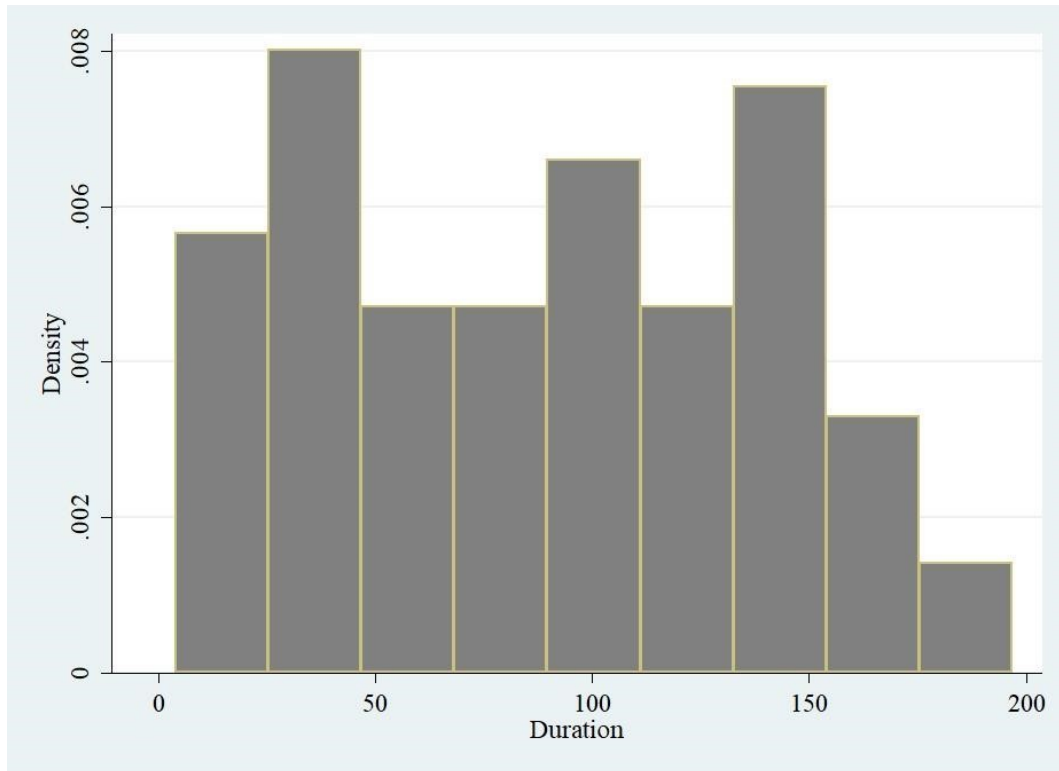
Observa-se que a hipótese **H<sub>4</sub>**, que diz respeito o tempo de duração de uma campanha de projeto com financiamento via *equity Crowdfunding* também foi suportada, portanto pode-se constatar que o tempo de duração de uma campanha exerce influência positiva e significativa para a obtenção de sucesso do projeto de *equity Crowdfunding* ( $\beta_4 = 0,003$ ;  $p < 0,01$ ). Este resultado corrobora as observações realizadas por Burtch *et al.* (2013<sup>a</sup>) em que os autores sugerem que a duração do projeto apresenta relação positiva com o sucesso da arrecadação de recursos para o financiamento coletivo.

Após terem sido testadas as hipóteses apresentadas pelo estudo, buscou-se estudar o efeito das variáveis de controle sobre o sucesso dos projetos de financiamento via ECF, conforme tabela 5. Observou-se, portanto, mediante os modelos estudados, que as variáveis de controle, *Gfounder* ( $\beta_5 = 0,155$ ), *Estage* ( $\beta_6 = 0,143$ ), *Rlider* ( $\beta_8 = -0,92$ ), apresentaram não exercer influência significativa na obtenção de êxito da campanha de financiamento coletivo, apenas o controle *Tparticip* demonstrou exercer influência significativa ( $\beta_7 = 0,377$ ;  $p < 0,01$ )

#### 4.1 Análises adicionais

A Figura 2 abaixo apresenta o histograma de distribuição do tempo de sucesso das campanhas de projetos de ECF estudados nesta pesquisa. O histograma de distribuição do tempo sugere que uma elevada parcela das campanhas obtém sucesso no período próximo ao 50º dia de sua existência. Após este período observa-se uma diminuição no número de projetos que conquistam seu objetivo financeiro, de modo a indicar que projetos de *equity crowdfunding* tendem a ser bem-sucedidos nos primeiros 50 dias de campanha. Entretanto, o histograma demonstra que muitos projetos tendem a atingir sua meta financeira quando chegam próximos dos 150 dias de existência.

**Figura 2.** Distribuição do tempo de sucesso dos projetos de ECF



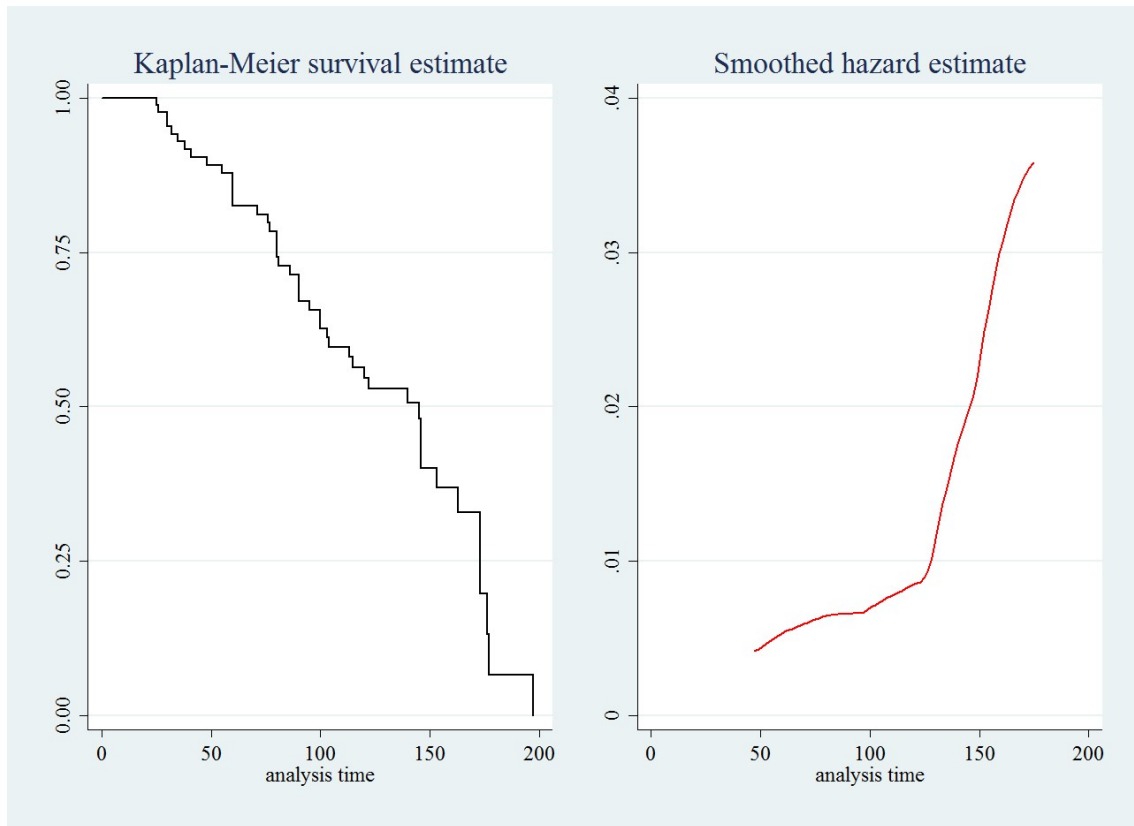
Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Nota: Esta figura apresenta a concentração de projetos que conseguiram obter sucesso ao longo das campanhas de financiamento via *crowdfunding*.

## 4.2 Tempo de sucesso dos projetos

No total, dos 99 projetos estudados 46 projetos foram capazes de obter êxito em suas campanhas de financiamento via ECF. O tempo médio de existência de um projeto até que ele obtenha sucesso é de mais de 88 dias, tendo o projeto mais curto sendo concluído em 4 dias e o projeto mais demorado obtendo sucesso em 197, ou seja, provavelmente esse projeto recebeu uma nova chance de completar a sua meta de financiamento, pois o prazo da campanha foi além do estipulado pela plataforma. A Figura 3 apresenta as funções de sobrevivência e risco estimadas pelo modelo não paramétrico de Kaplan-Meier<sup>1</sup>. O modelo sugere que após 150 dias de existência do projeto de ECF a chance de sobrevivência do mesmo é reduzida para abaixo da metade, chegando a zero passados 200 dias de existência da campanha, enquanto a função risco demonstra que a campanha tem um risco maior de obter êxito a partir do 100º dia, deixando de existir antes do dia 200º devido a alcançar a meta estabelecida.

**Figura 3. Curvas de Kaplan-Meier para tempo de sucesso dos projetos**



(a) Função de sobrevivência

(b) Função risco Fonte:

Dados da pesquisa (2019).

Nota: Esta figura apresenta a função de sobrevivência e a função de risco estimada para a duração do sucesso dos projetos de ECF. A partir desta figura pode-se entender que quanto mais longa for a duração da campanha do projeto de ECF maior a chance dele obter sucesso.

Conforme demonstrada na Figura 3, a função risco (b), apresentou comportamento crescente com preservação de relação de ordem. Indo ao encontro desta demonstração, as distribuições paramétricas de Weibull e Gompertz assemelham-se a esse comportamento crescente, portanto o efeito das variáveis de interesse sobre o sucesso das campanhas de ECF deve ser mensurado a partir de modelos semi-paramétricos (Regressões de Cox) e paramétricos (Weibull e Gompertz)

A Tabela 5 apresenta as razões de risco estimadas pelas regressões de Cox e pelos modelos de Weibull e Gompertz. Os resultados encontrados foram significantes em todas as variáveis estudadas. Deste modo é possível afirmar, que um aumento na meta financeira dos projetos pode aumentar a chance de êxito deles, bem como acelerar o seu tempo de sucesso.

**Tabela 5. Razões de risco dos modelos estimados para o tempo de sucesso dos projetos de ECF**

	Model (Cox)	Model (Weibull)	Model (Gompertz)
<b>Perfil dos projetos</b>			
Lgoal	1.622** (0.373)	0.631** (0.373)	0.732** (0.401)
Category	0.640* (0.206)	0.573* (0.181)	0.601* (0.191)
Advisors	1.763* (0.690)	0.920* (0.749)	0.905* (0.744)
<b>Controles</b>			
Gfounder	1.523 (0.620)	0.391 (0.543)	0.551 (0.620)
Estage	1.448 (0.574)	0.504 (0.591)	0.412 (0.558)
Tparticip	1.845** (0.967)	0.209*** (1.070)	0.238*** (1.101)
Rlider	1.038 (0.430)	0.015 (0.414)	0.082 (0.449)
AIC	317.407	128.015	129.156
BIC	335.573	151.371	152.512
N	46	46	46

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Nota: Esta tabela apresenta as razões de risco estimadas para o tempo de sucesso dos projetos de ECF. A variável dependente é a duração das campanhas.

Conforme a variável *Category* foi capaz de aumentar as chances instantâneas de obtenção de sucesso dos projetos de ECF. Com relação a variável *advisor*, ou seja, se a campanha de projeto de financiamento coletivo teve o envolvimento de um investidor líder, constatou-se que o envolvimento de um investidor líder, aumenta as chances instantâneas de êxito dos projetos coletivos. Observa-se, por último, que as variáveis de controle *Gfounder*, *Estage* e *Rlider* não exercem efeito significativo para a obtenção instantânea de sucesso das campanhas, no entanto, pode-se observar que a variável de controle *Tparticip* exerceu influência significativa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo foram examinadas as determinantes de sucesso dos projetos de *equity Crowdfunding*, com foco nas características gerais. Os resultados mais abrangentes da pesquisa revelaram que o objetivo financeiro da campanha, quanto a participação de um *advisor*



(investidor líder) podem exercer influência positiva para a obtenção de êxito das campanhas de financiamento. Portanto, acredita-se que as informações aqui apresentadas possam desempenhar um papel importante na tomada de decisão de futuros empreendedores e investidores de *equity crowdfunding*.

As estimativas apresentadas no estudo demonstram que a meta financeira do projeto de ECF exerce influência positiva em seu êxito, ou seja, projetos que possuem metas maiores podem obter melhores chances de êxito na conquista de seus objetivos do que os projetos com metas mais baixas, que apresentam uma menor probabilidade de êxito.

A categoria do projeto de ECF também se demonstrou uma variável significativa e que exerce influência positiva na obtenção de êxito da campanha do projeto de ECF, deste modo, observa-se que a categoria do ECF influencia na tomada de decisão do empreendedor que decide realizar o investimento na campanha de financiamento coletivo. O envolvimento de investidores qualificados (*advisor*) mostrou-se como a variável significativa que mais exerce influência positiva nas chances de êxito de um projeto de ECF, portanto é coerente pensar, como um investidor de ECF, que um projeto que possua o envolvimento de um investidor líder se torne mais seguro do que um projeto que não possua este envolvimento, diminuindo a aversão a perda.

A análise de duração de tempo das campanhas de projetos de ECF revelou que o tempo exerce influência na probabilidade de êxito da campanha. O estudo identificou que campanhas com um maior prazo de financiamento possuem também maior probabilidade de atingirem a meta da campanha, mais precisamente próximo dos 150 de existência da campanha, onde o risco de êxito se demonstrou mais acentuado. O presente estudo, porém, identificou que campanhas que não atingem o objetivo financeiro antes dos 200 dias de existência deixam de existir e se tornam fracassadas.

Aos projetos de financiamento que não obtiveram êxito, ou seja, não conseguiram completar com sucesso suas campanhas de financiamento, pode-se pensar que alguma das variáveis estudadas no presente trabalho não foram empregadas, de modo que não houve influência positiva suficiente para que eles atingissem seu objetivo financeiro. O empreendedor necessitar ter cuidado ao planejar a sua campanha, pois elementos operacionais mal definidos podem causar insegurança entre os participantes do processo de financiamento.

O presente estudo busca contribuir para o avanço do conhecimento acerca do *equity Crowdfunding*, à medida que estuda fatores para o êxito de campanhas de financiamento.

Ademais o estudo a respeito do Crowdfunding se torna relevante pois auxilia no conhecimento de novas relações econômicas e novos modelos de financiamento, os quais buscam solucionar problemas como escassez de crédito. Além disso, a literatura a respeito do *crowdfunding* no Brasil ainda é escassa, demonstrando a relevância do presente estudo e seu papel como forma de fomentar a pesquisa sobre o tema, que ainda encontra-se em estágio inicial. Portanto, o presente estudo propõe uma contribuição teórico-empírica para o tema *Crowdfunding* decorrente da pesquisa a respeito de elementos que possam exercer influência no mercado do *equity Crowdfunding*.

## 6 REFERÊNCIAS

- Afuah, A., & Tucci, C. L. (2012). Crowdsourcing As A Solution To Distant Search. *Academy Of Management Review*, 37(3), 355-375
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2016). Are Syndicates The Killer App Of Equity Crowdfunding? *California Management Review*, 58(2), 111-124
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics Of Crowdfunding. *Innovation Policy And The Economy*, 14(1), 63-97.
- Ahlers, G. K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling In Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 39(4), 955-980.
- Aitamurto, T. (2011). "The Impact Of Crowdfunding On Journalism," *Journalism Practice*, 5(4), 429-445.
- Authority, F. C. (2014). The Fca's Regulatory Approach To Crowdfunding Over The Internet, And The Promotion Of Non-Readily Realisable Securities By Other Media. *Policy Statement*, 14(4).
- Bapna, S. (2016). The Independent And Combined Effects Of External Endorsements On Equity Crowdfunding Investments. In 76th Annual Meeting Of The Academy Of Management.
- Bakos, J. Y. (1991). A Strategic Analysis Of Electronic Marketplaces. *Mis Quarterly*, 15(3).
- Bakos, Y. (1998). The Emerging Role Of Electronic Marketplaces On The Internet.
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping The Right Crowd. *Journal Of Business Venturing*, 29(5), 585-609.

- Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The Economics Of Crowdfunding Platforms. *Information Economics And Policy*, 33, 11-28.
- Benjamin, R. I., Malone, T. W., & Yates, J. (1987). Electronic Markets And Electronic Hierarchies. In *Communications Of The Acm*.
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2017). New Players In Entrepreneurial Finance And Why They Are There. *Small Business Economics*, 1-12
- Boeuf, B., Darveau, J., & Legoux, R. (2014). Financing Creativity: Crowdfunding As A New Approach For Theatre Projects. *International Journal Of Arts Management*, 16(3), 33–48.
- Burtch, G., Ghose, A., & Wattal, S. (2013a). An Empirical Examination Of The Antecedents And Consequences Of Contribution Patterns In Crowd-Funded Markets. *Information Systems Research*, 24(3), 499-519.
- Colombo, M. G., Franzoni, C., & Rossi–Lamastra, C. (2015). Internal Social Capital And The Attraction Of Early Contributions In Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 39(1), 75-100.
- Cumming, D. J., Pandes, J. A., & Robinson, M. J. (2013). The Role Of Agents In Private Entrepreneurial Finance. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 39(2), 345-374
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D., & Klaes, M. (2012). A Framework For European Crowdfunding. *European Crowdfunding Network*.
- Dranove, D., & Jin, G. Z. (2010). Quality Disclosure And Certification: Theory And Practice. *Journal Of Economic Literature*, 48(4), 935-63.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review And Road Map Of Entrepreneurial Equity Financing *Journal Of Management*. Doi: 10.1177/0149206317690584
- Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding In Europe: Determinants Of Platform Creation Across Countries. *California Management Review*, 58(2), 44-71.
- Gossel, B. M., Brüntje, D., & Will, A. (2016). Crowd And Society: Outlining A Research Programme On The Societal Relevance And The Potential Of Crowdfunding. In *Crowdfunding In Europe* (P. 55-67). Springer International Publishing.
- Felipe, I. J. D. S. (2017). Determinantes Do Sucesso De Campanhas De Equity E De Reward Crowdfunding (Doctoral Dissertation).
- Giudici, G., Guerini, M., & Rossi-Lamastra, C. (2017). Reward-Based Crowdfunding Of Entrepreneurial Projects: The Effect Of Local Altruism And Localized Social Capital On Proponents' Success. *Small Business Economics*, 1-18
- Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2014). An Empirical Taxonomy Of Crowdfunding Intermediaries.

- Hernando, J. R. (2016). Crowdfunding: The Collaborative Economy For Channeling Institutional And Household Savings. *Research In International Business And Finance*, 38, 326-337.
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2018). Market Mechanisms And Funding Dynamics In Equity Crowdfunding. *Journal Of Corporate Finance*, 50, 556-574.
- Hossain, M., & Oparaocha, G. O. (2017). Crowdfunding: Motives, Definitions, Typology And Ethical Challenges. *Entrepreneurship Research Journal*, 7(2).
- Koch, J. A., & Siering, M. (2015). Crowdfunding Success Factors: The Characteristics Of Successfully Funded Projects On Crowdfunding Platforms.
- Kria. (2017). KRIA Suporte. <https://kria.zendesk.com/hc/pt-br>
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2017). Does My Contribution To Your Crowdfunding Project Matter? *Journal Of Business Venturing*, 32(1), 72-89.
- Li, C., Wang, C., & Yue, W. T. (2015). What Do We Know About Crowdfunding? A Review And A Research Framework
- Lin M., Prabhala, N. R. & Viswanathan, S. (2013). Judging Borrowers By The Company They Keep: Friendship Networks And Information Asymmetry In Online Peer-To-Peer Lending. *Management Science* 59(1),17–35
- Massolution. (2015). Crowdfunding Industry Report. *The Crowdfunding Industry Report*, 2015cf
- Mahadevan, B. (2000). Business Models For Internet-Based E-Commerce: An Anatomy. *California Management Review*, 42(4), 55-69.
- Moeninghoff, S. C., & Wieandt, A. (2013). The Future Of Peer-To-Peer Finance. *Zeitschrift Für Betriebswirtschaftliche Forschung*, 466-487.
- Moldow, C. (2014). A Trillion Dollar Market By The People, For The People. *Foundation Capital*. Article.
- Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor Communication In Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study. *Qualitative Research In Financial Markets*, 7(3), 309-342.
- Mollick, E. (2014). The Dynamics Of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal Of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Pahlke, J., Strasser, S., & Vieider, F. M. (2015). Responsibility Effects In Decision Making Under Risk. *Journal Of Risk And Uncertainty*, 51(2), 125-146.
- Parhankangas, A., & Renko, M. (2017). Linguistic Style And Crowdfunding Success Among Social And Commercial Entrepreneurs. *Journal Of Business Venturing*, 32(2), 215-236

- Prpic, J., & Shukla, P. (2013, January). The Theory Of Crowd Capital. In *2013 46th Hawaii International Conference On System Sciences* (Pp. 3505-3514). Ieee.
- Rochet, J. C., & Tirole, J. (2006). Two-Sided Markets: A Progress Report. *The Rand Journal Of Economics*, 37(3), 645-667.
- Rysman, M. (2009). The Economics Of Two-Sided Markets. *Journal Of Economic Perspectives*, 23(3), 125-43.
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). *Crowdfunding Of Small Entrepreneurial Ventures*. In: *Entrepreneurial Finance*: Oxford University Press.
- Statista, 2018. *Crowdfunding - Statistics & Facts*. Available At: [Statistahttps://Www.Statista.Com/Topics/1283/Crowdfunding/](https://www.statista.com/topics/1283/crowdfunding/)
- Shiller, R. (2013). Capitalism And Financial Innovation. *Financial Analysts Journal*, 69(1), 21-25.
- Stemler, A. R. (2013). The Jobs Act And Crowdfunding: Harnessing The Power-And MoneyOf The Masses. *Business Horizons*, 56(3), 271-275.
- Strausz, R. (2017). A Theory Of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach With Demand Uncertainty And Moral Hazard. *American Economic Review*, 107(6), 1430-76.
- Thürridl, C., & Kamleitner, B. (2016). What Goes Around Comes Around? *California Management Review*, 58(2), 88-110.
- Viotto Da Cruz, J. (2015). *Competition And Regulation Of Crowdfunding Platforms: A Twosided Market Approach*
- Vismara, S. (2016a). Information Cascades Among Investors In Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory And Practice*
- Vismara, S. (2016b). Equity Retention And Social Network Theory In Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590
- Vulkan, N., Åstebro, T., & Sierra, M. F. (2016). Equity Crowdfunding: A New Phenomenon. *Journal Of Business Venturing Insights*, 5, 37-49.
- Whitbeck, J. B. (2012). The Jobs Act Of 2012: The Struggle Between Capital Formation And Investor Protections. *Available At Ssrn 2149744*.
- Wojciechowski, A. (2009). Models Of Charity Donations And Project Funding In Social Networks. In *Otm Confederated International Conferences" On The Move To Meaningful Internet Systems"*, 454-463.

Yuan, H., Lau, R. Y., & Xu, W. (2016). The Determinants Of Crowdfunding Success: A Semantic Text Analytics Approach. *Decision Support Systems*, 91, 67-76.


Zhang, J., & Liu, P. (2012). Rational Herding In Microloan Markets. *Management Science*, 58(5), 892-912

Zhao, Y., Harris, P., & Lam, W. (2019). Crowdfunding Industry—History, Development, Policies, And Potential Issues. *Journal Of Public Affairs*, 19(1), E1921.

Zook, M. A. (2002). Grounded Capital: Venture Financing And The Geography Of The Internet Industry, 1994–2000. *Journal Of Economic Geography*, 2(2), 151-177.

## DECLARAÇÃO

Certifico que o discente Bruno César Franca Ferreira, autora do trabalho de conclusão de curso intitulado **"FATORES DETERMINANTES PARA O SUCESSO DE CAMPANHAS DE EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL"**, realizou as correções sugeridas pela banca examinadora e que estou de acordo com a versão final do trabalho.



**Professor DSc. Israel José dos Santos Felipe**  
**Orientador**

Mariana, 15 de junho de 2019.