

EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL: CARACTERÍSTICAS DESSA MODALIDADE DE INVESTIMENTOS, NOVOS ASPECTOS REGULATÓRIOS E O PERFIL DO INVESTIDOR

ÉRICA SOUZA SIQUEIRA

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)
erica_ssiqueira@hotmail.com

EDUARDO HENRIQUE DINIZ

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)
eduardo.diniz@fgv.br

EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL: CARACTERÍSTICAS DESSA MODALIDADE DE INVESTIMENTOS, NOVOS ASPECTOS REGULATÓRIOS E O PERFIL DO INVESTIDOR.

Introdução

As micro pequenas empresas não conseguem financiamento facilmente, especialmente aquelas recém criadas, sem histórico de crédito, sem garantias a oferecer e com insuficiente fluxo de caixa para pagar dívidas. (Correa, 2016; Cambell, 2014; Belleflamme, Lambert e Schwienbacher, 2014; Schwienbacher & Larralde, 2010). Entretanto, as pequenas empresas, inovadoras, de uso intensivo de tecnologia e de crescimento acelerado, chamadas *Startups*, tem conseguido mudar esse cenário, uma vez que atraem investores anjo, apoio de aceleradoras e grandes volumes de aportes dos fundos de “venture capital”. Por outro lado, o surgimento de *Startups* é muito maior do que a capacidade de investimento e incubação dos investidores anjos e aceleradoras. (Correa, 2016; Amedomar, 2015). Um solução para esse gargalo são os chamados *Crowdfunding* de investimento, ou *Equity Crowdfunding*.

Crowdfunding é o financiamento de um projeto por um grupo independente de indivíduos, realizado por meio da internet (Schwienbacher & Larralde, 2012). Sendo o *Equity Crowdfunding* uma das modalidades do *Crowdfunding*, no qual investidores podem fazer aporte em empresas em troca de participação acionária ou participação nos resultados. Os principais riscos associados a esse tipo de investimento são de inabilidade do empreendedor, fraude e riscos do projeto. Esses riscos são potencializados pela grande assimetria de informação presente neste tipo de investimento, que pode levar a falhas de mercado como: seleção adversa, risco moral e ação coletiva (Agrawal, Catalini e Goldfarb, 2014). A CVM, buscando regular esse mercado e proteger o investidor desses riscos, lançou a instrução 588, mostrando que, embora ainda pequeno o mercado desse tipo de investimento, espera-se que ele tenha um crescimento acelerado. (CVM, 2017).

Nesse sentido este artigo tem os seguintes objetivos: a) apresentar o conceito de *Crowdfunding* e, em especial, de *Equity Crowdfunding* diferenciando-o dos demais tipos; b) extrair da literatura os riscos desse modelo de investimento e, com base na nova instrução da CVM, verificar como esses riscos serão mitigados; c) Traçar o perfil de investidores amadores, com base em dados secundários.

A questão de pesquisa mais ampla, que embora não possa ser completamente respondida por essa pesquisa, mas que permite uma discussão e elaboração de hipóteses para estudos futuros, é a seguinte: qual ou quais intermediários o modelo de *Equity Crowdfunding* pode prescindir?

Com essa pesquisa espera-se contribuir para a prática, tanto do ponto de vista dos gestores das plataformas quanto para os investidores, no sentido de reconhecer um perfil, ações possíveis para atrair o público e preocupações cabíveis antes desse tipo de investimento. Também espera-se contribuir para a literatura acadêmica, no sentido de aprofundar o estudo do ponto de vista do investidor, apresentando uma taxonomia, como proposta de classificação inicial de

investidores, servindo, por exemplo, para discussão de efeitos de rede em estudos de plataformas digitais.

Definição e tipos de Crowdfunding e Equity crowdfunding

Crowdfunding é o financiamento de um projeto por um grupo independente de indivíduos, realizado por meio da internet sem intermediários profissionais. (Schwienbacher & Larralde, 2012). Para os autores, os intermediários profissionais são os bancos, os fundos de “venture capital” e os investidores anjo. A definição de Mollick (2014), corrobora, pois para o autor, *Crowdfunding* é a junção de pequenos valores (*Funding*), a partir de muitos financiadores (*Crowd*), viabilizados por meio da *Internet* e sem um intermediário financeiro padrão.

O *Crowdfunding* pode ser de doação, recompensa, débito (ou empréstimo) e de investimento (Amedomar, 2015; Mollick, 2014; Schwienbacher & Larralde, 2010). Em qualquer uma das categorias, as campanhas de *Crowdfunding* podem ser modalidade “Tudo ou Nada” ou “Flexível” (Viotto, 2015). Na categoria doação (patrocínio ou caridade), o doador se identifica com uma causa e faz a doação sem esperar nenhum tipo de recompensa material. Geralmente entidades sem fins lucrativos usam dessa categoria de *Crowdfunding* para financiamento de seus projetos. Já na categoria recompensa, o apoiador pode financiar um projeto (de música, por exemplo), mas espera receber em troca uma recompensa. Nesta categoria o apoiador pode ser considerado um investidor passivo, uma vez que seu apoio não lhe dá o direito de participar das decisões ou nos resultados da organização que está sendo financiada, mas tão somente à recompensa combinada. Este modelo também pode ser considerado um tipo de venda antecipada e, muitas vezes é utilizado para criar interesse no lançamento de um produto. Já na categoria débito, ou empréstimo, o investidor faz um empréstimo para empresas ou pessoas, esperando receber juros. Por fim, no modelo *Equity*, o investidor espera receber participação acionária ou participação nos resultados da empresa. (Mollick, 2014; Schwienbacher & Larralde, 2010). Se uma campanha de *Crowdfunding* for do tipo “tudo ou nada” o proponente do projeto, o empreendedor, só pode receber o dinheiro se todo o valor solicitado for captado, caso contrário, perde tudo. Ou seja, os financiadores não fazem o desembolso. Já na modalidade “flexível” o proponente pode utilizar a parte que foi angariada via *Crowdfunding* e, mesmo que não tenha captado o total solicitado, os apoiadores farão o desembolso para que o empreendedor utilize o valor.

Uma empresa pode se financiar por meio de débitos, ou empréstimos (*Lend*), ou via capital social (*Equity*), por meio de aporte de sócios. Entretanto, as empresas nascentes, como as *Startups* ainda não tem suficiente maturidade para tomar empréstimos no mercado, em função de seu histórico de crédito, ainda inexistente, e de sua baixa capacidade de gerar fluxo de caixa para pagamento. (Schwienbacher & Larralde, 2010). Além disso, complementam os autores, ao se financiar usando dívida (empréstimos) o empreendedor suporta o risco do negócio sozinho, ao passo que via capital, os investidores compartilham desse risco. Mas, se por um lado o risco é compartilhado no modelo *Equity*, por outro, o empreendedor precisará se relacionar com muitos investidores, e cada um com diferentes frações de participação e poder na empresa, o que tomará tempo de gestão e relacionamento, o que, por vezes, pode

comprometer o andamento do projeto. (Agrawal et al., 2014; Schwienbacher & Larralde, 2010).

Uma empresa também pode se financiar usando a categoria *Crowdfunding* de recompensa (*Reward crowdfunding*), de acordo com Belleflamme et al (2014), uma vez que pode, por esse meio, levantar recursos que propiciem o desenvolvimento de um produto. Para os autores, o empreendedor escolhe esse modelo quando o valor necessário é mais baixo, preferindo o modelo *Equity* quando é mais alto.

Outra comparação, que parece importante de se fazer, é entre o financiamento via capital social por meio dos investidores profissionais (aceleradora, anjo e venture capital) ou via *Equity Crowdfunding*. Ao utilizar o financiamento dos profissionais, há chances de obter valor para o negócio, usando conhecimento destes parceiros experientes tanto no ramo quanto em aspectos gerenciais. As informações acerca do negócio, estratégias de gestão, desenvolvimento de produto ou projeto ficam restritas a apenas estes investidores profissionais. Já via *Equity Crowdfunding*, não é possível extrair o valor de profissionais experientes, além de que, a estratégia fica exposta em redes muito mais amplas. (Agrawal, et al., 2014; Schwienbacher & Larralde, 2010)

Sucesso das campanhas e Motivação

O capital social dos criadores de campanhas (empreendedores), no sentido de conseguir mobilizar o apoio em sua rede de contatos, é considerado um elemento que contribui para o sucesso das campanhas de *Crowdfunding*. (Giudice, 2013; Mollick, 2014). Além disso, o envolvimento e financiamento dos primeiros apoiadores também contribuem, pois estes, sendo majoritariamente família e amigos, e dispondo de mais informações, vão passar o sinal aos demais apoiadores e investidores de que o projeto é confiável. (Agrawal, 2014; Cumming & Johan, 2013), aumentando a probabilidade de sucesso da campanha.

Especificamente na modalidade *Equity*, Ahlers et al. (2015) verificou que o levantamento de riscos, plano de saída e a formação dos gerentes, da organização que está solicitando recurso, afetam mais o sucesso da campanha do que o capital social dos empreendedores.

Entre as motivações para que uma pessoa resolva financiar um projeto, estão as sociais, como o desejo de compartilhar interesses e de pertencer a uma comunidade (Schwienbacher & Larralde, 2010), e as materiais, como acesso a um produto antes dos demais (Belleflamme e Lambert, 2014). Especificamente no modelo de *Equity*, Schwienbacher & Larralde, 2010) verificaram que além do retorno financeiro, os investidores também sentem-se motivados a participar do desenvolvimento de uma *Startup*

Assimetria de Informação

Por assimetria de informação entende-se a diferença de informação entre as partes que estão negociando. Para reduzir a assimetria de informação, investidores profissionais e experientes realizam atividades de “*due diligence*”, muitas vezes presencialmente, nas *Startups* que pretendem investir. Já os investidores amadores, que aportam fundos via *Equity*

Crowdfunding, são menos preparados ou tem menos ferramentas para avaliar a empresa e reduzir a assimetria de informação. Além disso, são altos os custos para fazer *due diligence* (Ahlers et al., 2015; Agrawal et al., 2014). Além disso, esses investidores não contam com agências financeiras para fazer análises sobre esse tipo de investimento, nem com certificações de terceiros (isentos) sobre o potencial de retornos do negócio. (Moritz, Block, & Lutz, 2015). Para lidar com a assimetria de informação entre o empreendedor, que detém mais informações e o investidor, Ahlers et al. (2015) discute a importância da sinalização nas plataformas de *Crowdfunding* e Vismara (2016) discute o modelo de informação em cascata.

Segundo Agrawal et al., 2014, a assimetria de informação pode levar a falhas de mercado, ou seja, o financiamento do projeto não se concretizar em função de 3 causas

- a) Seleção Adversa: uma vez que o investidor não tem informações sobre o projeto e não tem competência ou recursos para fazer *due diligence*, ele acaba descontando o valor do aporte e, nesse caso, os empreendedores que tem projetos de alta qualidade podem decidir não fazer captação via esse modelo, um vez que o valor do aporte não é considerado justo:
- b) Risco moral: uma vez que o recurso tenha sido captado, pode ser que o empreendedor não coloque seus esforços para atingir o objetivo combinado e, o investidor não terá como força-lo. Os contratos, nesse caso, são baseados em boa fé, mas a probabilidade de o risco moral ocorrer pode impedir que investidores realizem aportes.
- c) Ação coletiva: sendo a informação desbalanceada entre investidor e empreendedor, a sinalização e os investimentos iniciais feitos pelos primeiros investidores é tratado como informação da qualidade do projeto. Entretanto, se todos os investidores adotarem a postura de observadores, que vão investir pós sinalização, a campanha pode não obter sucesso.

As plataformas Digitais

As plataformas digitais podem ser vistas como uma ferramenta que reduzem o custo de transação, em função da assimetria de informação, uma vez que podem aumentar a disponibilidade de informação. (Haas, Blohm e Leimeister, 2014). Essas plataformas podem ser vistas como plataformas de 2 lados ou “two sided” pois conectam dois diferentes grupos, aqueles que buscam financiamento e aqueles que vão financiar. (Bellaflamme et al. 2015). Ao entender como uma plataforma digital de 2 lados, é possível estudar os efeitos de rede. O valor de participar da plataforma aumenta para aquele que busca financiamento a medida que a adesão do outro grupo a plataforma cresce. Por outro lado, o valor para os que financiam aumenta a medida que há mais variedades de projetos a serem financiados na plataforma. (Viotto, 2015; Haas et al., 2014).

Para que esse efeito rede aconteça, as plataformas precisam decidir qual dos dois lados serão cadastrados primeiramente na plataforma e evitar assim o efeito “chicken and egg” no qual um lado fica esperando o outro. Nas plataformas digitais de crowdfunding geralmente o lado dos que buscam investimentos é cadastrado. A partir daí, nos modelos de doação e recompensa, os esforços para atrair o outro lado dependem em grande medida do proponente,

já no modelo Empréstimo e Equity dependem, também, dos esforços de publicidade da plataforma (Haas et al., 2014)

Crowdfunding: Equity e Não Equity - Diferenças

No modelo Não *Equity*, amigos e família participam como investidores iniciais. Geralmente estão na mesma localização geográfica e tem capacidade maior para fazer “due diligence” (Agrawal et al., 2011). Já no modelo *Equity*, uma inovação que tem permitido reduzir a assimetria de informação e evitar as falhas de mercado, são os sindicatos. Por via desses, um investidor mais experiente, chamado líder, monta um sindicato e fica responsável por fazer *due diligence* e o investimento inicial na plataforma de *Equity*. Os demais investidores podem aderir ao sindicato e acompanhar o investidor líder em seu investimento, pagando a este uma taxa de performance. Geralmente o investidor líder faz um aporte maior do que os demais investidores. Algumas plataformas de *Equity Crowdfunding* já permitem que o sindicato seja montado e gerido dentro delas. (Agrawal et al., 2016).

Proponentes de não *Equity* são geralmente indivíduos e de *Equity* são empresas. (Cumming, Meoli, Signori, & Vismara, 2016). O valor médio também é maior no modelo *Equity*. (Colombo et al., 2015)

No modelo Não *Equity* existem motivações que não são estritamente baseadas no retorno financeiros, como reciprocidade, desejo de pertencer e imagem. No modelo *Equity* a motivação é justamente a possibilidade de retorno financeiro. Nos modelos não *Equity* o proponente pode arrecadar o quanto mais ele conseguir. No *equity* há um limite do quanto o empresário quer distribuir de participação. (Cholakova e Clarysse, 2015; Belleflamme et al., 2014).

A tabela 1 resume as diferenças levantadas nessa seção.

	Equity	Não Equity
Investidores iniciais	Investidores líderes	Amigos e Família
Proponentes	Empresas	Pessoas
Valores	Mais altos	Mais baixos
Limite Superior	Participação acionária	Quanto mais, melhor

Tabela 1 – Diferenças entre *Equity* e Não *Equity*

***Equity Crowdfunding* no Brasil – Aspectos regulatórios**

De acordo com Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, todas as ofertas públicas de capital devem ser registradas na CVM. Nesse sentido, quando uma *Startup* faz oferta de capital em plataformas públicas na Internet, ela poderia estar sujeita a necessidade de registro na CVM. No entanto, a instrução 400, de 2003, da CVM dispensava as microempresas (ME) e as empresas de pequeno porte (EPP), desde que não fossem sociedade por ação, desse registro. Para fins práticos, as ME e as EPP são aquelas descritas na legislação tributária, as quais devem ter faturamento anual abaixo de R\$ 2.400.000,00. A instrução diz ainda que estas empresas podem fazer, no total, arrecadação no valor de R\$ 2.500.000,00 ao ano, além de,

tais ofertas estarem dispensadas da contratação de um agente financeiro (intermediário) cadastrado na CVM para operar o mercado de capitais. (CVM, 2016)

Com base na lei e na instrução, a primeira operação de *Equity Crowdfunding* no Brasil foi realizada em meados de 2014, pela plataforma Broota. (Correa, 2016). Os investidores puderam fazer aporte e, com isso, aderiram a um contrato que os dava a possibilidade de converter o valor aportado em cotas de participação acionária, em um prazo de 5 anos, quando a empresa que, obrigatoriamente não poderia ser sociedade por ações no momento da captação, fizesse então a transição para esse modelo de empresa. Já no ano de 2015 foram conduzidas 45 ofertas com dispensa de registro na CVM. (CVM, 2016)

Em 2014 as plataformas de *Equity Crowdfunding* se juntaram e fundaram a Associação Brasileira dos Administradores de Plataforma de Equity Crowdfunding (EQUITY), desde então, a associação vem trabalhando junto a CVM para ajustar um modelo de regulação para esse mercado. Em 2016 a CVM fez uma consulta pública sobre o tema e, em 13 de Julho, de 2017, lançou a instrução 588 com as seguintes alterações no modelo que vinha sendo praticado (CVM, 2017):

- Quaisquer tipos de empresa, com faturamento anual de até R\$10.000.000, podem fazer oferta pública com dispensa de registro na CVM.
- A captação pode ser no total de até R\$10.000.000 ao ano.
- Os investidores podem fazer aporte de até 10.000,00 ao ano, exceto quando são investidores qualificados ou que possuam investimentos acima de R\$ 100.000,00, nesse caso podem fazer investimentos de até 10% de sua renda.
- As plataformas deverão se registrar na CVM e estas serão reguladas pela entidade. Devem ter patrimônio de R\$100.000,00 e devem informar periodicamente as ofertas e as captações.
- As captações podem ocorrer na modalidade tudo ou nada, e também na modalidade flexível.
- Está permitido o funcionamento dos sindicatos nas plataformas, desde que os investidores líderes sejam comprovadamente experientes. Tais investidores podem receber remuneração dos demais investidores que aderirem ao sindicato.
- A plataforma deve verificar credencial de investidor qualificado e experiente.
- A plataforma pode se remunerar a partir de uma taxa, a ser cobrada das empresas que captam recurso, caso a captação tenha sido concluída com sucesso.

Com essa regulação, a CVM busca proteger o investidor, colocando um limite, bem como conferir responsabilidades a plataforma e ao investidor líder, no caso de sindicatos. A reguladora reconhece que há muitos riscos envolvidos nesse tipo de investimento, sendo principalmente: a falta de liquidez, pois não há mercado secundário; os prazos envolvidos, que são bem maiores que outros investimentos, em função dos ciclos de desenvolvimento de uma startup; bem como o risco do projeto não se concretizar e a empresa não se converter em sociedade por ação, nesse caso, o investidor pode perder todo seu valor investido. (CVM,

2016; CVM, 2017). São exemplos de plataformas de Equity Crowdfunding operando no Brasil: Broota, EqSeed, EuSócio e Start Me Up.

Por fim, importante diferenciar essa categoria de financiamento de empresas, o *Equity Crowdfunding* do modelo de financiamento via Crowdfunding de empréstimo. São exemplos de plataformas que oferecem *Crowdfunding* na categoria empréstimos a Biva e a Nexoos. Ambas as plataformas funcionam como correspondentes bancários e intermediam empréstimos de pessoa física para empresas. Como correspondentes bancários, atuam em nome de uma instituição bancária, uma vez que a legislação brasileira não permite esse tipo de empréstimo sem uma instituição financeira. Para anteder à legislação, a operação funciona da seguinte forma: a empresa que toma o empréstimo tem uma cédula de crédito bancário registrada no banco, que é lastreada por certificado de crédito bancário (CCBs) em nome da pessoa que empresta. As duas operações são vinculadas no banco (operação vinculada), de forma que esse crédito não altera os limites de crédito do banco (compulsório), pois quem toma o risco é o emprestador. Nessa categoria, quem remunera a plataforma é o banco, pelo trabalho de captação e gestão da carteira de crédito. (Potenza e Oliveira, 2016).

Metodologia

Para analisar o perfil do investidor foram utilizados dados secundários de uma pesquisa conduzida pelas empresas Start Me Up em conjunto com a empresa Santo Caos. Os dados abrangem resultado de coleta online, realizada no período de outubro a dezembro de 2016. O dados contém respostas de 648 investidores amadores.

Os investidores foram, primeiramente, divididos em 4 grupos, em função de duas variáveis: InvestidorEquity: essa variável carrega valor 1 (sim) ou 0 (não) em função de responder que concorda ou não, respectivamente, com qualquer uma das afirmações abaixo

- Esse é um tipo de investimento de baixo risco
- Eu gosto desse modelo
- Eu me identifico com esse modelo
- É mais interessante investir assim do que investir em ações de grandes empresas
- O bom desse modelo é que posso participar da gestão da empresa
- Eu gostaria de ter o status de investidor/apoiador de startups

TomadorDeRisco: Essa variável carrega o valor 1 (sim) caso a pessoa tenha informado que faz qualquer um dos seguintes investimentos: ações, opções, mercado futuro ou bitcoin. Vale 0 (não) caso não tenha nenhum desses investimentos.

Dessa forma, a combinação dessas variáveis permite a formação de 4 diferentes grupos. A variável que armazena o grupo que investidor pertence foi denominada Perfil. Na tabela 2 é possível verificar cada perfil e a destruição de observações. Importante notar que apenas um registro continha valores faltantes para essas respostas, de forma que a amostra final reduz de 648 para 647 observações.

Código e Nome do Perfil	InvestidorEquity	TomadorDeRisco	Frequência Absoluta e %
1 - Não Investidor	Não	Não	143 – 22,1%
2 - Investidor Possível de Conversão	Não	Sim	233 – 36%
3 - Potencial Investidor	Sim	Não	106 – 16,4%
4 - Investidor	Sim	Sim	165 – 25,5%
Total			647 – 100%

Tabela 2 – Distribuição de Frequência por Perfil

Após a divisão da amostra em grupos, a técnica de análise correspondência, juntamente com teste qui-quadrado, foi utilizada para verificar quais características estão relacionadas a cada grupo.

A análise de correspondência foi a técnica selecionada para analisar, duas a duas, as variáveis categóricas da pesquisa, na intenção de que seja visível, em um mapa perceptual a proximidade entre as categorias de duas variáveis. Sendo uma delas sempre a variável “profile”, que contém as 4 categorias descritas na tabela 2, e as outras variáveis, todas categóricas: Religião; Como a pessoa se informa sobre finanças; Frase que o descreve como investidor; Como faz controle financeiro; Quanta guarda mensalmente; Renda familiar; o tempo que investe e objetivo financeiro.

Análise dos Dados

A tabela 3 demonstra o resultado do teste qui-quadrado entre a variável Perfil (profile), com as demais variáveis descritas anteriormente.

Descrição Variável	Nome Variável	Estatística Qui-Quadrado	PValue
Religião	Religiao	4.1263 Pr = 0.248	0.248
Como se informa	How to Acces Information	34.4484 Pr = 0.000	0.000*
Frase que o descreve	Frase	6.6590 Pr = 0.673	0.673
Controle Financeiro	Control	7,4053	0,285
Quanto guarda	Valor	3.5181 Pr = 0.742	0.742
Renda Familiar	Family Income	22.4448 Pr = 0.008	0.008*
Tempo que Investe	Experience	14.7816 Pr = 0.022	0.022*
Objetivo Financeiro	Objective	17.8132 Pr = 0.007	0.007*

Tabela 3 – Teste de Associação usando Qui-Quadrado

* Significante a 95%

Após identificar que a forma como a pessoa se informa, renda, experiência com investimento e objetivo são variáveis associadas ao Perfil, os mapas perceptuais, usando como método de normalização componentes principais, foram montados para entender a dinâmica de aproximação entre as categorias das variáveis.

Perfil (Profile) x Como se Informa (How to Access Information)

Conforme o mapa perceptual contido na figura 1, o investidor possível de conversão (código de perfil 2) está muito próximo das seguintes formas de se informar: Corretoras de valores e Material especializado (código 2) e cursos (código 3).

Já o perfil 1 (não investidor) está próximo a categoria 2 de como se informa, que corresponde a notícias sobre economia.

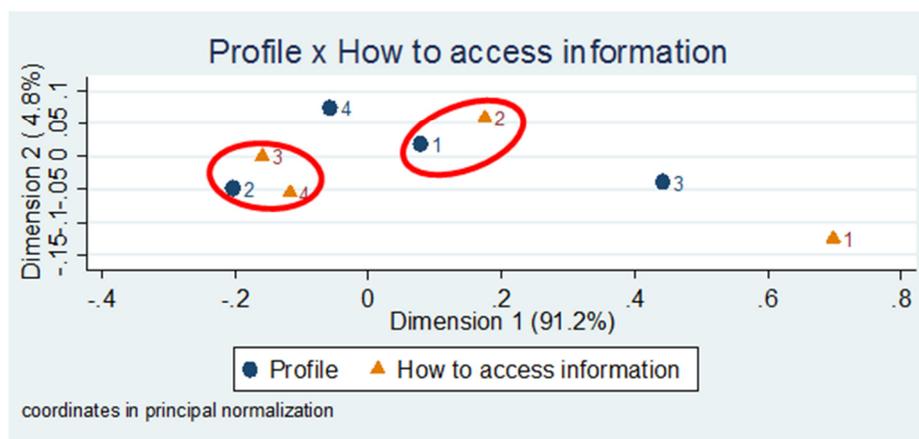


Figura 1 – Perfil x Como se Informa

Perfil (Profile) e Renda (Family income)

Já na figura 2, é possível verificar que os perfis código 2 (possível de conversão) e 4 (investidor) estão muito próximos a categoria de renda cujo código é 4 (acima de R\$ 17.600). Por outro lado, o perfil 1, não investidor, está próximo a categoria de renda 2, correspondente a faixa de renda que vai de R\$ 881,00 até R\$3.520,00.

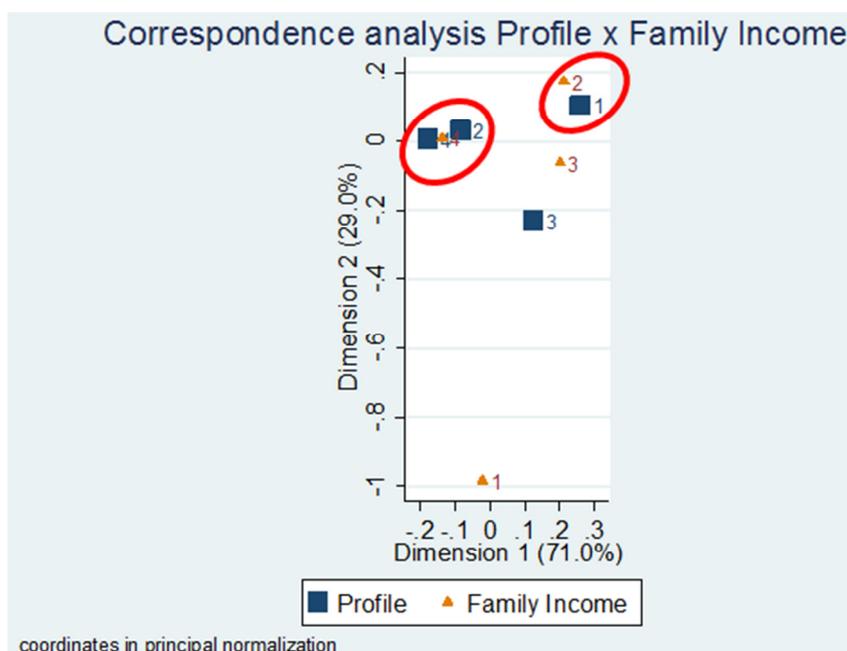


Figura 2 – Perfil x Renda Familiar

Perfil (Profile) e Tempo que Investe (Experience)

No mapa presente na figura 3, verifica-se grande dispersão entre as categorias de ambas as variáveis, entretanto, o perfil cujo código é 1, correspondente ao perfil do Não Investidor, está próximo da categoria 1 da variável “tempo que investe”, e tal categoria correspondente a experiência de menos de 1 ano com investimento.

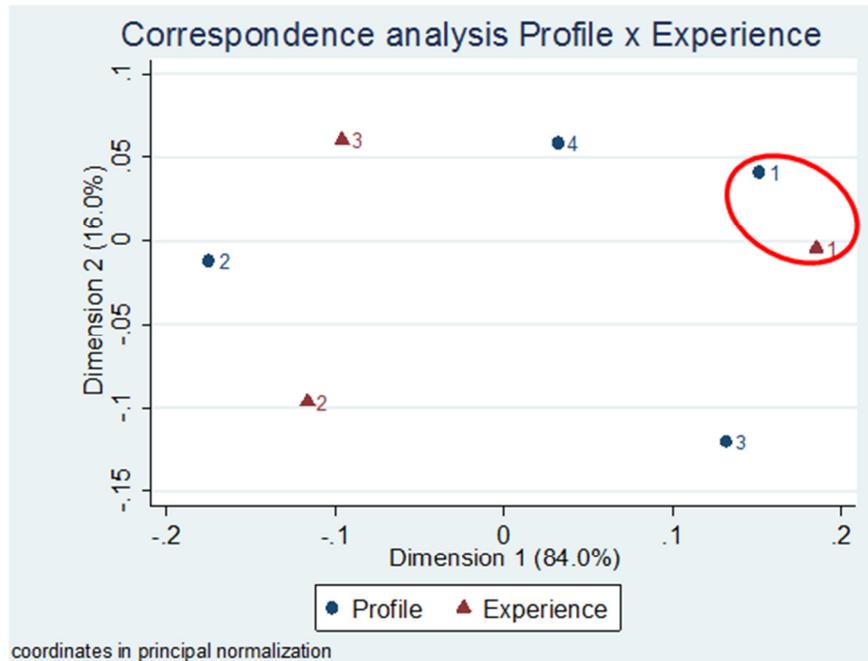


Figura 3 – Perfil e Tempo que Investe

Perfil (Profile) e Objetivos Financeiros (Objective)

Por fim, no último mapa, conforme figura 4, verifica-se que o perfil 4 (investidor) está mais próximo da categoria 3 da variável objetivo financeiro, que corresponde aos investimentos de longo prazo: ter receita extra no futuro e aposentadoria.

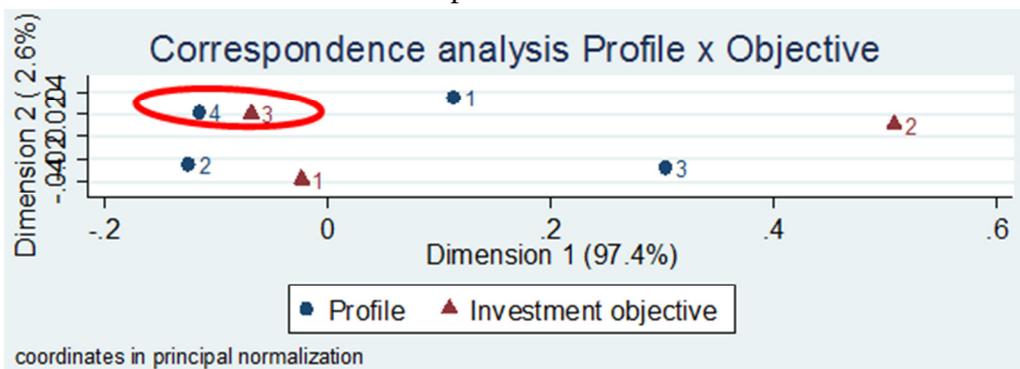


Figura 4 – Perfil e Objetivo Financeiro

Assim, após a análise dos mapas perceptuais, foi possível montar tabela 4, contendo as características associadas a cada perfil de investidor.

	Perfil			
	1 - Não Investidor	2 - Possível de Conversão	3 - Potencial Investidor	4 - Investidor
InvestidorEquity	Não	Não	Sim	Sim
TomadorDeRisco	Não	Sim	Não	Sim
Características				
Como se informa sobre investimentos	Por notícias de economia	Corretora de Valores, Material especializado e Cursos		
Renda Familiar	Entre R\$881 até R\$3.520	R\$17.600+		R\$17.600+
Objetivo Financeiro				Ter uma receita extra no futuro Garantir uma velhice tranquila
Quanto tempo investe	Menos de 1 ano			

Tabela 4 – Características associadas a cada perfil

Discussão dos Resultados

Vários são os riscos associados ao investimento em *Equity Crowdfunding*, principalmente causados pela assimetria de informação, que pode levar a seleção adversa, risco moral e ação coletiva. Nesse sentido o resultado indica que a forma como o investidor se informa está associado a sua propensão a investir ou não em *Equity Crowdfunding*. Uma vez aderindo a essa modalidade de investimento, ele deve saber que sua capacidade de *due diligence* será baixa e que a *Startup* carregam grandes riscos de negócio.

Se entre aqueles que são considerados do perfil investidores, os objetivos financeiros são aqueles de mais longo prazo, é preciso cuidar para que este investimento, a título de garantia de aposentadoria, não seja perdido, uma vez que a empresa pode não atingir a maturidade necessária para garantir o retorno. Em função do alto risco, tal investimento exige experiência, e nesse aspecto, a pesquisa comprovou que o perfil de não investidores são aqueles com menos experiência. Além disso, os pequenos aportes, que seriam possíveis para pessoas com renda mais baixa, podem representar uma parcela muito pequena na participação acionária, sem retorno garantido, ao passo que maiores aportes, garantem participação maior. Nesse sentido, o perfil com alta renda parece ser o público com maior potencial de investimento nesse modelo, e assim a pesquisa confirma que perfil de investidores tem renda familiar acima de R\$ 17.600,00.

Por fim, cabe discutir que a nova instrução da CVM, transforma a plataforma em um intermediário oficial, uma vez que passa a ser um agente certificado e autorizado. A plataforma passa ter por obrigação, e não mais como diferencial, a verificação da veracidade

de informações da Startup, do investidor líder, bem como dos investidores qualificados, medida essa que visa mitigar parte do risco desse tipo de investimento e, principalmente, proteger o investidor.

Assim, visando responder a pergunta de pesquisa, esse artigo argumenta que o modelo de investimento de *Equity Crowdfunding* não pode prescindir de certos intermediários, como a plataforma, a própria CVM e os investidores líderes, em função do alto risco e assimetria de informação desse mercado.

Conclusão

Esse artigo buscou discutir e apresentar os conceitos de *Equity Crowdfunding*, bem como apresentar o cenário atual no Brasil, em relação aos aspectos regulatórios. Embora ainda represente uma parcela muito pequena de investimentos em *Startups*, a nova regulamentação da CMV, na forma da instrução 588, de 13 de julho de 2017, pode abrir caminho para que esse mercado cresça mais sustentavelmente, a exemplo de países que movimentam milhões em dólares e euros nessas plataformas, como Estados Unidos e Inglaterra.

Muito importante entender, no entanto, que essa modalidade de investimentos impõe uma dose alta de risco e que, há de haver muita responsabilidade em facilitar que o pequeno investidor tome esse risco inconscientemente. Geralmente, o pequeno investidor tem necessidades grandes de curto prazo e, portanto, ele demanda por liquidez. Esse mercado não oferece liquidez, além do risco e longo prazo no qual estão inseridos. No entanto, levar esse tipo de investimento ao pequeno investidor, também é uma forma de democratizar o investimento anjo, hoje tão restrito a um grupo pequeno de pessoas e que pagam para participar desses seletos e restritos clubes.

Cabe ressaltar aqui o papel que as plataformas digitais podem ter na redução de assimetria de informação: colocando em um canal único, digital e transparente os empreendedores e os investidores, possibilitando a formação de sindicatos, tornando transparente a divulgação de informações tanto dos líderes de sindicato, quanto da empresa e, principalmente, enviando sinais e possibilitando a sabedoria do “crowd”, uma vez que os investidores podem tomar decisão de investimento baseados nos investidores iniciais e nos líderes de sindicato.

Por fim, o levantamento de características estatisticamente associadas aos perfis de investimento pode ser útil do ponto de vista da prática, na formulação de produtos de investimentos mais adequados. A taxonomia de investidores também pode ser considerada uma contribuição, mas do ponto de vista acadêmico, no sentido de ser um primeiro passo para aprofundamento de outras teorias, como exemplo, a exploração do efeito rede nas plataformas digitais de dois lados: como cada categoria de investidor se beneficia do efeito intra e entre grupos na plataforma?

Referências

- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some simple economics of crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63-97.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2016). Are syndicates the killer app of equity crowdfunding?. *California management review*, 58(2), 111-124.
- Ahlers, G.K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 39(4), 955-980.
- Amedomar, A. D. A. (2015). *O crowdfunding de recompensas como alternativa de capital empreendedor para EBTs no Brasil: um estudo descritivo-exploratório*(Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- 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.
- Campbell, R. B. (2014). Proposed Crowdfunding Regulations Under the Jobs Act: Please, SEC, Revise Your Proposed Regulations in Order to Promote Small Business Capital Formation.
- Cholakova, M. & Clarysse, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145–172.
- 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), 75–102
- Corrêa, M. M. (2016). Público alvo das ofertas públicas de títulos de dívida conversíveis em participação societária ofertados por meio de plataformas de equity crowdfunding.
- Cumming, D.J. & Johan, S. (2013). Demand driven securities regulation: Evidence from crowdfunding. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15, 361–379.
- Cumming, D.J., Meoli, M., Signori, A., & Vismara, S. (2016). Corporate governance in equity crowdfunding. University of Bergamo Working Paper.
- CVM. (2016). EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 06/2016
- CVM. (2017). INSTRUÇÃO CVM Nº 588, DE 13 DE JULHO DE 2017
- Giudici, G., Guerini, M., & Rossi Lamastra, C. (2013). Crowdfunding in Italy: state of the art and future prospects.
- Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2014). An empirical taxonomy of crowdfunding intermediaries.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of business venturing*, 29(1), 1-16.
- Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: A qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7, 309–342
- Potenza e Oliveira. Guilherme Perez Potenza. Alexandre Edde Diniz de Oliveira. REGULANDO A INOVAÇÃO: O CROWDFUNDING E O

EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO. Regulating innovation: crowdfunding and brazilian entrepreneurship Revista de Direito Empresarial | vol. 15/2016 | p. 69 - 107 | Mai - Jun / 2016

- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press.
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2012). Alternative types of entrepreneurial finance. In The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance.
- Viotto, J. (2015). Competition and regulation of crowdfunding platforms: a two-sided market approach. Communications & Strategies, (99), 33.
- Vismara, S. (2016). Information cascades among investors in equity crowdfunding. Entrepreneurship Theory and Practice.