

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LUÍS FILIPPE SERPE



ANÁLISE DE PLATAFORMAS E EMPRESAS APORTADAS EM OPERAÇÕES DE  
*CROWDFUNDING* SOB A ÓTICA DA GESTÃO DA INOVAÇÃO E TEORIA DO  
CRESCIMENTO DA FIRMA

CURITIBA

2022

LUÍS FILIPPE SERPE

ANÁLISE DE PLATAFORMAS E EMPRESAS APORTADAS EM OPERAÇÕES DE  
*CROWDFUNDING* SOB A ÓTICA DA GESTÃO DA INOVAÇÃO E TEORIA DO  
CRESCIMENTO DA FIRMA

Tese apresentada ao curso de Pós-Graduação em Administração, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim

CURITIBA

2022

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP) UNIVERSIDADE  
FEDERAL DO PARANÁ  
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Serpe, Luís Filippe

Análise de plataformas e empresas aportadas em operações de *crowdfunding* sob a ótica da gestão da inovação e teoria do crescimento da firma / Luís Filippe Serpe – Curitiba, 2022.

1 recurso on-line : PDF.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim.

1. Gestão da inovação. 2. Teoria do crescimento da firma.  
3. Levantamentos de fundos. I. Cherobim, Ana Paula Mussi Szabo. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008



## TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ADMINISTRAÇÃO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **LUÍS FILIPPE SERPE** intitulada: **ANÁLISE DE PLATAFORMAS E EMPRESAS APORTADAS EM OPERAÇÕES DE CROWDFUNDING SOB A ÓTICA DA GESTÃO DA INOVAÇÃO E TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA**, sob orientação da Profa. Dra. ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 03 de Março de 2022.

Assinatura Eletrônica

10/03/2022 15:44:37.0

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM  
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

10/03/2022 14:57:43.0

PEDRO PAULO DE ANDRADE JÚNIOR

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA)

Assinatura Eletrônica

10/03/2022 16:54:54.0

BÁRBARA GALLELI DIAS

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

10/03/2022 14:09:17.0

ADALTO ACIR ALTHAUS JUNIOR

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ -  
PPGECON)

Assinatura Eletrônica

26/03/2022 10:01:48.0

JOSÉ ROBERTO FREGA

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
(PPGOLD/UFPR))

*Para minha família*

## AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo dom da vida e pela oportunidade de enfrentar os desafios que me são impostos.

A minha orientadora Professora Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim, pelo apoio, orientações e paciência. Pela sua disponibilidade em assumir minha orientação quando eu já havia cursado uma parte do doutorado e pelo seu pragmatismo, o que muito me ajudou a não divagar e a firmar os pés na realidade do que estava fazendo.

A minha mãe, Márcia Baumel Serpe, e meu pai Silvio Serpe Sobrinho, pelo apoio incondicional e pelas palavras de motivação quando tudo parecia nebuloso e sem saída; por sempre terem acreditado no meu potencial, apesar das dificuldades. Aos meus irmãos, Silvia Letícia Serpe e Iago Lucas Serpe, pelas conversas e apoio ao longo de minha jornada no Doutorado.

Aos amigos, que, de alguma forma, participaram dessa jornada e assistiram meus esforços. Pelos momentos de descontração, conversas e bons momentos, desde sempre: Paulo Henrique Preto; Ciro Marcos; Dyego Quadros.

Ao amigo Diogo Horst, pela parceria e pelos valiosos conselhos ao longo do doutorado. A Juliana Moletta, pelo apoio e motivação durante os momentos finais de escrita de minha tese. Aos amigos que fiz durante o curso: Itamir Caciatori Jr.; Giovani Cruzara; Emanuel Sandri; Joyce Ramos dos Santos; Gelciomar Simão Justen; Mathaus Freitag; Rafael Budach e tantos outros que eventualmente não foram nomeados. Sempre boas conversas, seja em sala, momento do café ou durante os almoços no R.U.

Aos professores do PPGADM, José Roberto Frega; Natália Rese; Andrea Paula Segatto; Rivanda Meira Teixeira; Adriana Takahashi; Paulo Prado; Jane Ferreira Fernandes; Queila Matitz e tantos outros. Agradeço pelos ricos conteúdos e discussões produtivas que muito contribuíram em minha caminhada. Aos professores Adalto Acir Althaus (UFPR); e Pedro Paulo de Andrade Jr. (UFSC), pela disponibilidade em participar de minha banca de qualificação e pelos contribuições construtivas durante aquela etapa do curso.

Aos demais servidores, colaboradores e terceirizados da UFPR e PPGADM, os quais ajudaram e ainda ajudam, de alguma forma, em meu processo de formação.

À CAPES, por proporcionar os recursos financeiros que me ajudaram a realizar o curso e me manter em Curitiba durante este período.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

*“Nam et ipsa scientia potestas est”*

O Conhecimento é, em si mesmo, um Poder.

Francis Bacon

*Meditationes Sacrae (1597)*

## RESUMO

As operações financeiras acompanharam a tecnologia, e muitas atividades passaram a ser realizadas de forma remota, pelo uso de plataformas (*FinTechs*). Tais empresas se especializam em serviços, segmentando-os para uma demanda específica. Entre estes serviços, figura o *Equity crowdfunding*. De forma a segmentar o estudo das operações realizadas por estas entidades, esta tese buscou estudar, à luz da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma, as plataformas e captadores de recurso, identificando neste recorte que tipo de informações são fornecidas pelas entidades participantes, e se estas informações oferecem algum suporte ao regulador. Partindo do pressuposto de que o papel central do regulador é mitigar os riscos operacionais para os envolvidos, procurou-se verificar se o conteúdo das informações disponíveis ao pesquisador coteja o aspecto de risco e quais são os relacionamentos existentes dentro da metodologia utilizada. A abordagem utilizada é a Descritiva, por meio do uso de metodologia Qualitativa. Tal escolha se baseia na natureza das informações coletadas e na facilidade de acesso às fontes; informações quantitativas relativas aos aportes são de acesso exclusivo dos investidores e plataformas. A Análise de Conteúdo foi escolhida para o tratamento das informações, de forma a obter uma discussão ao associar os eixos teóricos com o conteúdo disponível para o pesquisador. A discussão e análise evidenciou um universo composto de empresas captadoras com alto grau de conteúdo tecnológico, ou de inovações, embora de inúmeros setores diferentes. Verificamos que o portfólio de projetos disponíveis é grande, e que há desde empresas de setores tradicionais, como construção civil, até *startups* que oferecem serviços muito especializados e inovadores, o que denota diferentes graus de maturidade, e mesmo porte, entre as empresas aportadas nas plataformas de *Equity Crowdfunding*. Além disso, foi verificado que o *Equity Crowdfunding* se configura como uma forma de captação de recursos não apenas em negócios ditos disruptivos e com alto grau de inovação; mas também em setores tradicionais que demandam um aporte grande de recursos de forma rápida. A tese defendida é a de que, dado o número elevado de plataformas e de opções de investimento disponíveis, não é necessária mais regulação de forma a mitigar riscos: os investidores conseguem pulverizar seus recursos de forma a minimizar estes riscos; outras intervenções externas, ou mesmo tutela, defende-se aqui, não trariam maior segurança às operações, uma vez que a quantidade de opções de investimento é grande, e o investidor detém conhecimento de alguns aspectos dos projetos inovadores nos quais está aportando recursos; embora meu argumento seja o de que tais aspectos poderiam ser melhor detalhados pelas empresas captadoras. Estes investidores, pequenos em sua maioria, conseguiriam identificar várias opções de acordo com os riscos operacionais que desejam assumir.

Palavras-chave: *equity crowdfunding*; gestão da inovação; teoria do crescimento da firma; captadores de recurso; plataformas.



## ABSTRACT

Financial operations have accompanied the technology, and many activities began to be carried out remotely, through the use of platforms (*FinTechs*). Such companies specialize in services, segmenting them for a specific demand. Among these services is Equity *crowdfunding*. In order to segment the study of the operations carried out by these entities, this thesis sought to study, in the light of Innovation Management and the Theory of Firm Growth, the platforms and fundraisers, identifying in this scope what type of information is provided by the participant entities, and whether this information provides any support to the regulator. Assuming that the central role of the regulator is to mitigate the operational risks for those involved, we tried to verify if the content of the information available to the researcher implicates the risk aspect and what are the existing relationships within the methodology used. The approach used is Descriptive, through the use of Qualitative methodology. This choice is based on the nature of the information collected and the ease of access to sources; Quantitative information related to the contributions are exclusively accessible to investors and platforms. Content Analysis was chosen for the treatment of information, in order to obtain a discussion by associating the theoretical axes with the content available to the researcher. The discussion and analysis showed a universe composed of fundraising companies with a high degree of technological content, or innovations, although from numerous different sectors. We verified that the portfolio of available projects is large, and that there are companies from traditional sectors, such as civil construction, to startups that offer very specialized and innovative services, which denotes different degrees of maturity, and even size, among the companies listed in the Equity *Crowdfunding* platforms reports. In addition, it was verified that Equity *Crowdfunding* is configured as a way of raising funds not only in so-called disruptive businesses with a high degree of innovation; but also in traditional sectors that demand a large amount of resources quickly. The thesis defended is that, given the high number of platforms and investment options available, more regulation is not necessary in order to mitigate risks: investors are able to disperse their resources in order to minimize these risks; other external interventions, or even protection, it is argued here, would not bring greater security to operations, since the number of investment options is large, and the investor is aware of some aspects of the innovative projects in which he is contributing resources; although my argument is that such aspects could be better detailed by the fundraiser companies. These investors, mostly small, would be able to identify several options according to the operational risks they are willing to assume.

Keywords: *equity crowdfunding*; innovation management; theory of firm growth; fundraiser companies; platforms.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Evolução no número de plataformas.....	24
Figura 2: Ofertas lançadas e ofertas fechadas com sucesso. ....	25
Figura 3: Montantes alvo de captação e total captado.....	25
Figura 4: Amparo legal para a formulação das Instruções da Comissão de Valores Mobiliários .....	89
Figura 5: Estrutura de informações do início da oferta pública .....	123
Figura 6: Modelo de relatório sobre as empresas captadoras nas ofertas públicas .....	124
Figura 7: Estrutura básica do desenho de pesquisa .....	125
Figura 8: Atuantes no processo de financiamento coletivo do tipo <i>crowdfunding</i> .....	127
Figura 9: Estrutura básica dos resultados encontrados.....	209

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Elementos de análise – Gestão da Inovação em MPE’s.....	40
Quadro 2: Elementos de análise – Teoria do Crescimento da Firma. ....	48
Quadro 3: Modalidades de regulação em <i>FinTechs</i> .....	73
Quadro 4: Iniciativas sobre regulação em <i>FinTechs</i> em diferentes países/regiões .....	81
Quadro 5: Órgãos reguladores do Sistema Financeiro nos países da América Latina .....	82
Quadro 6: Estrutura do Sistema Financeiro Nacional .....	85
Quadro 7: Subtemas emergentes no estudo da regulação em <i>FinTechs</i> .....	92
Quadro 8: Classificação de <i>FinTechs</i> por tipo de serviço prestado.....	95
Quadro 9: Primeira estratégia de validação .....	112
Quadro 10: Segunda estratégia de validação .....	113
Quadro 11: Terceira estratégia de validação .....	113
Quadro 12: Quarta estratégia de validação.....	113
Quadro 13: Quinta estratégia de validação.....	113
Quadro 14: Sexta estratégia de validação.....	114
Quadro 15: Sétima estratégia de validação.....	114
Quadro 16: Oitava estratégia de validação .....	114
Quadro 17: Elementos de análise de Gestão da Inovação em MPE’s.....	117
Quadro 18: Elementos de análise da Teoria do Crescimento da Firma.....	117
Quadro 19 Elementos de análise da regulação em <i>FinTechs</i> .....	118
Quadro 20: Captadores para plataforma EqSeed.....	119
Quadro 21: Conceitos e elementos em Gestão da Inovação em MPE’s.....	131
Quadro 22: Conceitos e elementos em Teoria do Crescimento da Firma .....	132
Quadro 23: Conceitos e elementos em Regulação em <i>FinTechs</i> .....	133
Quadro 24: Código mais recorrentes nas citações encontradas.....	137
Quadro 25: Plataformas de <i>Crowdfunding</i> e respectivas empresas que receberam aportes em 2017. ....	138
Quadro 26: Classificação da inovação para as empresas do período 2017. ....	139
Quadro 27: Público-alvo para as empresas do período 2017. ....	141
Quadro 28: Soluções oferecidas para as empresas do período 2017.....	142
Quadro 29: Gestão da marca para as empresas do período 2017. ....	143
Quadro 30: Necessidades do público-alvo para as empresas do período 2017. ....	144
Quadro 31: Razão de existência/missão para as empresas do período 2017.....	145

Quadro 32: Produto/serviço central da empresa para as empresas do período 2017. ....	146
Quadro 33: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2017. ....	147
Quadro 34: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2017. ....	148
Quadro 35: Gestão do conhecimento para as empresas do período 2017. ....	149
Quadro 36: Plataformas de <i>Crowdfunding</i> e respectivas empresas que receberam aportes em 2018. ....	149
Quadro 37: Classificação da inovação para as empresas do período 2018. ....	151
Quadro 38: Público-alvo para as empresas do período 2018. ....	155
Quadro 39: Soluções oferecidas para as empresas do período 2018. ....	156
Quadro 40: Características do público-alvo para as empresas do período 2018. ....	158
Quadro 41: Necessidades do público-alvo para as empresas do período 2018. ....	160
Quadro 42: Razão de existência/missão para as empresas do período 2018. ....	161
Quadro 43: Produto/serviço central para as empresas do período 2018. ....	163
Quadro 44: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2018. ....	164
Quadro 45: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2018. ....	167
Quadro 46: Gestão do Conhecimento para as empresas do período 2018. ....	169
Quadro 47: Plataformas de <i>Crowdfunding</i> e respectivas empresas que receberam aportes em 2019. ....	171
Quadro 48: Classificação da Inovação para as empresas do período 2019. ....	173
Quadro 49: Público-alvo para as empresas do período 2019. ....	177
Quadro 50: Soluções oferecidas para as empresas do período 2019. ....	179
Quadro 51: Gestão da marca para as empresas do período 2019. ....	182
Quadro 52: Necessidades do público-alvo para as empresas do período 2019. ....	184
Quadro 53: Razão de existência/missão para as empresas do período 2019. ....	185
Quadro 54: Produto/serviço central para as empresas do período 2019. ....	187
Quadro 55: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2019. ....	189
Quadro 56: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2019. ....	190
Quadro 57: Gestão do Conhecimento para as empresas do período 2019. ....	192
Quadro 58: Plataformas de <i>Crowdfunding</i> e respectivas empresas que receberam aportes em 2020. ....	194
Quadro 59: Classificação da Inovação para as empresas do período 2020. ....	195
Quadro 60: Público alvo para as empresas do período 2020. ....	197
Quadro 61: Soluções oferecidas para as empresas do período 2020. ....	198
Quadro 62: Gestão da Marca para as empresas do período 2020. ....	200

Quadro 63: Necessidades do Público alvo para as empresas do período 2020 .....	201
Quadro 64: Razão de Existência/missão para as empresas do período 2020 .....	202
Quadro 65: Produto/serviço central para as empresas do período 2020 .....	203
Quadro 66: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2020 .....	204
Quadro 67: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2020.....	206
Quadro 68: Gestão do Conhecimento para as empresas do período 2020 .....	207

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Termos de busca, bases e resultados pa a primeira pesquisa .....	33
Tabela 2: Termos de busca, bases e resultados para a segunda pesquisa .....	34
Tabela 3: Termos de busca, bases e resultados para a terceira pesquisa. ....	34
Tabela 4: Relação total de empresas captadoras de recurso para todos os períodos. ....	116

## LISTA DE ABREVIACÕES

- AMV - Autorregulador do Mercado de Valores
- Bacen – Banco Central do Brasil
- CMN – Conselho Monetário Nacional
- CNBS - Comissão Nacional de Bancos e Seguros
- CNBV - Comissão Nacional Bancária e de Valores
- CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar
- CNSP – Conselho Nacional de Seguros Privados
- CNV - Comissão Nacional de Valores
- CONASSIF - Conselho Nacional de Supervisão do Sistema Financeiro
- CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- FCA - *Financial Conduct Authority*- Autoridade de Conduta Financeira
- FSB – *Financial Stability Board* – Relatório de Estabilidade Financeira
- GI – Gestão da Inovação
- IOSCO – *International Organization of Securities Commission* – Organização Internacional de Seguros e Comissões
- JOBS - *Jumpstart Ours Business Startups*
- MAS – Autoridade Monetária de Singapura
- MiFID - *Markets in Financial Instruments Directive*- Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros
- NRF – Serviço Nacional de Reservas
- PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar
- P2P – *Peer-two-Peer; peer-to-peer* Termo informal em inglês para “empréstimo entre parceiros, ou usuários”.
- REB – Relatório de Economia Bancária
- SBIF - *Superintendencia de Bancos y Instituciones Financeras* – Superintendência de Bancos Instituições Financeiras (Chile)
- SCD – Sociedade de Crédito Direto
- SEC - *Security and Exchange Commission*- Comissão de Seguros e Trocas (EUA)
- SEP – Sociedade de Empréstimos entre Pessoas
- SFC - Superintendência Financeira
- SFN – Sistema Financeiro Nacional

SIV - Superintendência de Valores

SME – *Small and Medium Enterprises* (Pequenas e Médias Empresas)

SMV - Superintendência do Mercado de Valores

SP - *Superintendencia de Pensiones* - Superintendência de Pensões (Chile)

SSF - *Superintendencia del Sistema Financiero* - Superintendência do Sistema Financeiro de El Salvador

SVS - *Superintendencia de Valores y Seguros* - Superintendência de Valores e Seguros do Chile

SUGEVAL - *Superintendencia General de Valores* - Superintendência Geral de Valores da Costa Rica

TCF – Teoria do Crescimento da Firma

MPE – Micro e Pequenas Empresas

UE – União Europeia

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

IPO – *Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>18</b>
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	21
1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA .....	22
1.3 OBJETIVO GERAL.....	28
1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	29
1.5 CARÁTER INÉDITO DA PROPOSTA DE PESQUISA.....	29
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA.....</b>	<b>31</b>
2.1 MÉTODO DE CONSTRUÇÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO .....	32
2.2 GESTÃO DA INOVAÇÃO EM MPE'S .....	35
2.3 TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA .....	41
2.4 ELEMENTOS DE ANÁLISE DA TCF .....	43
2.5 A RELAÇÃO TEÓRICA ENTRE A GESTÃO DA INOVAÇÃO E A TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA .....	49
2.6 INOVAÇÃO EM <i>FINTECHS</i> .....	54
2.7 A PROTEÇÃO AO INVESTIDOR COMO COMPONENTE DA REGULAÇÃO.....	59
A importância da proteção ao investidor no âmbito da regulação .....	61
2.8 O DESAFIO DA REGULAÇÃO EM <i>FINTECHS</i> .....	64
2.9 O CRESCIMENTO DAS <i>FINTECHS</i> E AS OPORTUNIDADES NO SETOR BANCÁRIO .....	68
2.10 AS MODALIDADES DE REGULAÇÃO EM <i>FINTECHS</i> .....	70
2.11 EXPERIÊNCIAS COM REGULAÇÃO EM <i>FINTECHS</i> AO REDOR DO MUNDO ...	75
2.12 BRASIL - A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E SUAS ATRIBUIÇÕES .	85
2.13 SUBTEMAS EMERGENTES SOBRE A REGULAÇÃO EM <i>FINTECHS</i> .....	90
2.14 <i>FINTECHS</i> : CLASSIFICAÇÃO E RELEVÂNCIA .....	93
2.15 AS <i>FINTECHS</i> DE INVESTIMENTO DO TIPO <i>CROWDFUNDING</i> .....	96
Conceito de <i>Crowdfunding</i> .....	97
A regulação de <i>Crowdfunding</i> : experiências no Brasil e no mundo .....	104
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>110</b>
3.1 ARCABOUÇO CONCEITUAL .....	110
3.2 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO .....	112

3.2.1	Requerimentos de validação em pesquisa qualitativa .....	112
3.2.2	Universo de pesquisa e critérios de escolha .....	115
3.3	ELEMENTOS DE ANÁLISE .....	117
3.4	JUSTIFICATIVA DE ESCOLHA DAS PLATAFORMAS DE <i>CROWDFUNDING</i> E CAPTADORES DE RECURSOS .....	121
3.5	PROPOSTA DE DESENHO DA PESQUISA .....	125
<b>4</b>	<b>RESULTADOS DE PESQUISA .....</b>	<b>128</b>
4.1	ANÁLISE DE CONTEÚDO .....	128
4.2	ESCOLHA DOS DOCUMENTOS .....	129
4.3	OPERACIONALIZAÇÃO DA PESQUISA: CONCEITOS E ELEMENTOS UTILIZADOS .....	130
4.4	ETAPAS DA ANÁLISE QUALITATIVA .....	135
4.4.1	Análise 2017 .....	138
4.4.2	Análise 2018 .....	149
4.4.3	Análise 2019 .....	171
4.4.4	Análise 2020 .....	193
4.4.5	Estrutura de Pesquisa e confronto com a Teoria .....	208
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>213</b>
5.1	OBJETIVOS E PERGUNTA DE PESQUISA .....	213
5.1.1	Objetivo Geral .....	213
5.1.2	Objetivos específicos .....	218
5.2	LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	223
5.3	PESQUISAS FUTURAS .....	225
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>227</b>
	<b>APÊNDICE A – SELEÇÃO DE ARTIGOS UTILIZADOS NA FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA SOBRE <i>FINTECHS</i> E <i>CROWDFUNDING</i> .....</b>	<b>237</b>
	<b>APÊNDICE B - PLATAFORMAS E CAPTADORES DE RECURSO PARA OS PERÍODOS ANALISADOS (2017, 2018, 2019, 2020). .....</b>	<b>239</b>
	<b>APÊNDICE C - TIPOLOGIA DE DOCUMENTOS UTILIZADOS NA ANÁLISE .....</b>	<b>249</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As plataformas de financiamento coletivo, mais especificamente na modalidade *crowdfunding*, são intermediadores virtuais entre pequenos investidores e empresas captadoras. Ao se constituírem, muitas empresas têm uma proposta de solução inovadora para determinados nichos de mercado; no entanto, encontram dificuldades em escalar seus negócios e em encontrar financiadores no mercado.

O *crowdfunding* é conceituado, segundo Huili e Yaodong (2014), como um tipo de financiamento coletivo, ou seja, de forma geral, uma forma de se buscar num público amplo, recursos para financiar algo. Em particular, o *Equity Crowdfunding* volta-se ao financiamento de atividades produtivas ou inovação, similar ao que ocorre no mercado de capitais: o investidor torna-se sócio da empresa. Portanto, está sujeito a regulamentações ligadas aos valores mobiliários.

As *startups*, empresas cujo *core business* está focado em inovações e conhecimento, com grande possibilidade de escalabilidade de seus negócios, constituem grande parte das empresas que captam recursos por meio desta modalidade de financiamento. Segundo Bradonjic, Franke e Lüthje, 2019, as razões para estas empresas buscarem o *crowdfunding* são variadas; algumas destas razões serão descritas ao longo deste trabalho; mas, de forma geral, são empresas que não conseguem captar recursos para financiamento de suas atividades em outras fontes.

Na outra extremidade do processo, estão os pequenos investidores, que, segundo Shi, Graves e Barbera (2019), não têm conhecimento para investir em outras modalidades de investimento, e querem retorno mais rápido sobre o valor investido.

Neste sistema, há a figura da plataforma de financiamento, a qual intermedia as atividades de *crowdfunding*, os investidores e os captadores de recursos. Esta tese estuda mais especificamente a figura das empresas captadoras de recursos e das plataformas; as razões desta escolha serão discutidas no decorrer do trabalho.

Importante destacar que, embora a natureza dos serviços prestados por estas empresas captadoras de recursos seja variada, todas têm como característica o foco em inovação de produto ou serviço, propondo inovações radicais ou incrementais para determinados nichos de mercado. Todas têm a capacidade de escalar seus negócios e, portanto, se encaixam na análise a que esta tese se propõe, ou seja, estudar suas características sob o ponto de vista das teorias da gestão da inovação e da Teoria do Crescimento da Firma.

A inovação é um dos principais fatores para a competitividade das organizações. Significa melhoria de produtos, processos, organização e marketing, permitindo o aumento da

participação de mercado das organizações, e conseqüentemente trazendo retornos comerciais positivos e aumento de rentabilidade, conforme Jugend et al., (2013); Moutinho et al., (2015).

A literatura destaca a dificuldade de muitas empresas de pequeno porte para se manter num cenário de elevada competição, segundo o estudo de Bradonjic, Franke e Lüthje (2019). Isto ocorre por vários fatores, como a concorrência com grandes organizações, que conseguem produzir a custos mais baixos; altos impostos do governo; e a burocracia necessária para abrir um novo empreendimento, entre outros fatores, como a própria regulação, a depender do setor. Um exemplo disso encontra-se em Shi, Graves e Barbera, (2019).

Para Bradonjic, Franke e Lüthje (2019), as empresas buscam desenvolver novos mecanismos para fortalecer sua presença, criando diferencial para alcançar ou criar novas demandas. São desenvolvidas estratégias no sentido de expandir suas habilidades de utilizar seus recursos para construir estas demandas, ou atingir determinados mercados.

Como ferramenta impulsionadora deste processo complexo de criação, crescimento e manutenção no mercado, a inovação ainda é um tema teórico que precisa de mais investigação, como indicado por Shi, Graves e Barbera (2019); e Bradonjic, Franke e Lüthje, (2019).

Em determinados setores econômicos, pequenas empresas acabam sendo adquiridas, ou se fundem a outras a fim de fazer frente às dificuldades impostas por grandes empresas. Desta forma, evitam o processo de falência ao conseguir expandir sua área de atuação no mercado consumidor. Importante destacar que em microempresas, principalmente aquelas de natureza familiar, isso não ocorre. O que ocorre é a falência ou fechamento.

Pequenas empresas têm, segundo o SEBRAE (2021), faturamento anual entre R\$360.000,00 e R\$4.800.000,00, e seu comportamento ou a dinâmica de aquisições e fusões ocorre de maneira diferente das “micro”, onde os processos internos, de forma geral, ainda não são formais ou estruturados. Nestas últimas, não ocorre um processo de fusão ou aquisição. Seria errôneo afirmar que tais empresas são adquiridas ou se fundem a outras. (SEBRAE, 2021)

O advento da moderna tecnologia da informação e de sistemas de comunicação virtuais atinge o sistema financeiro e amplia as possibilidades de financiamento por atrair pequenos investidores e pequenas empresas em plataformas especializadas. Neste caso, o aspecto geográfico seria apenas limitado pelas diferentes regulações entre países, embora em alguns casos estas fronteiras para participação sejam tênues.

Mais especificamente na área da prestação de serviços financeiros, o ambiente regulatório pode influenciar na relação entre as grandes e tradicionais empresas, os bancos, as empresas menores, com grande aporte de tecnologia, e as *FinTechs*. A forma como as *FinTechs* são criadas e operam no mercado depende das **regulações** do sistema financeiro, e devem atender aos requisitos para sua abertura e operações.

Não existe consenso entre os pesquisadores sobre o conceito de *FinTech*, ou um corpo teórico consistente sobre este assunto, especialmente no estudo de Milian, Spinola e Carvalho (2019). No entanto, Chen, Wu e Yang (2019), definem que *FinTech* pressupõe um conjunto de tecnologias digitais aplicadas ao ambiente bancário ou financeiro, facilitando as transações e a prestação dos diferentes serviços e entrega de serviços bancários.

Schueffel (2016) descreve *FinTech* como um acrônimo para “tecnologia financeira”, combinando conhecimentos bancários com modernas técnicas da ciência da administração e o computador.

Nas palavras de Gromek (2018), as *FinTechs* são empresas do tipo *startup*; prestadoras de serviços, facilitadoras dos serviços financeiros e fornecedores de tecnologia. Em muitos casos, são empresas de pequeno porte, oferecendo serviços especializados em produtos e serviços financeiros.

Este estudo busca, à luz da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma, compreender o comportamento de *FinTechs* e outros atuantes dentro de sua estrutura, e suas relações com a regulação pertinente. Num segundo momento, busca lançar luz ao elemento da regulação, a qual perpassa todo o processo de criação e operacionalização destas empresas.

Segundo Ferrarini (2017), estas regulações podem funcionar como impulsionadoras ou óbices ao processo de inovação e nas atividades realizadas pelas entidades atuantes nas plataformas de *crowdfunding*, ou *FinTechs* de *crowdfunding*.

Como ferramenta exclusivamente de acesso remoto e virtual, intermediado por uma plataforma virtual, o *crowdfunding* é um tipo de serviço prestado pelas *FinTechs*. É uma tecnologia financeira, e o próprio serviço se classifica como uma inovação: uma nova modalidade de serviço de investimento, tornado possível pelo uso de tecnologia da informação para reunião de interesses de captadores de recursos e investidores.

A escolha da Gestão da Inovação se justifica pela característica de inovação apresentada pelos projetos que captam recursos via *crowdfunding*; em sua maior parte, *startups* que buscam alavancar suas atividades por meio da captação de recursos. Tais recursos são utilizados para se investir em projetos inovadores, e, em alguns casos, disruptivos.

Quanto à Teoria do Crescimento da Firma, ajuda a compreender as características de competição e ambiente de crescimento e concorrência onde estas empresas captadoras estão inseridas. Em suma, esta Teoria fornece subsídios para se estudar modelos de negócio inovadores ou disruptivos com grande potencial de escalabilidade. A teoria ajuda o pesquisador a identificar quais elementos influenciam neste processo de crescimento e posicionamento das empresas captadoras no mercado.

Na sequência do trabalho, a Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma são articulados, para explorar as possibilidades teóricas de utilizar a gestão da inovação para explicar as relações de empresas de pequeno porte captadoras de recursos em plataformas de *crowdfunding* com a plataforma; busca também compreender como a especialização e/ou diversificação produtiva, conforme descritas por Penrose (1995), se liga aos elementos teóricos de Inovação para sustentar a demanda de pequenos negócios. A interação de ambas as Teorias, ainda não associadas, de forma a se compreender o comportamento de plataformas e empresas captadoras de recurso em *crowdfunding* é uma lacuna de pesquisa a ser explorada neste estudo.

E, finalmente, perpassando estes dois elementos teóricos, está a regulação, como elemento impulsionador ou limitante do processo de estabelecimento, crescimento e inovação destas empresas. Compreender o que é esta regulação, quais órgãos são responsáveis por sua formulação, execução e monitoramento; que elementos estão presentes em cada regulação e como eles se relacionam é parte importante deste estudo.

Segundo Munch (2018), muitas *FinTechs* se configuram como empresas de pequeno porte. Estas empresas conseguem se manter no mercado mesmo com a presença de grandes bancos comerciais, cujas operações ocorrem em um volume muito maior ao destas empresas. Desta maneira, emerge uma possibilidade de investigação.

Além disso, no âmbito de atuação das *FinTechs* estão as entidades componentes, cujas atividades são intermediadas pelas *FinTechs*. Trata-se da figura do investidor e do captador de recurso, dois lados no processo de movimentação financeira dentro de uma *FinTech* de *crowdfunding* ou financiamento coletivo.

Assim, como forma de operacionalizar este estudo, é proposta uma problemática inicial da pesquisa, bem como os objetivos geral e específicos.

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

De forma geral, as *FinTechs* de *crowdfunding* são plataformas que intermediam operações de financiamento coletivo para atividades variadas de captadores de recursos. Há a

figura do investidor, como aquele que cede recursos em troca de retornos futuros, ou participação. O captador de recursos, como a empresa, de pequeno porte, que lança as ofertas de captação de recursos no mercado.

A plataforma de *crowdfunding* em si, que realiza todas estas operações de intermediação entre captador de recursos no mercado e investidor; e a regulação, que tanto fornece parâmetros de atuação a estas partes atuantes, bem como obtém informações sobre o processo.

Como empresa de pequeno porte, os captadores apresentam necessidades específicas e características que podem ser parcialmente explicadas pela Gestão da Inovação. Já a figura da plataforma em si, sua existência e competição com os bancos tradicionais, pode ser parcialmente explorada pela Teoria do Crescimento da Firma.

Estabelecendo como objeto de estudo as *FinTechs* de *crowdfunding* e as partes atuantes, este trabalho levanta um Problema de Pesquisa:

Quais são as características apresentadas pelas entidades componentes do processo de *crowdfunding* à luz da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma?

## 1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

A justificativa de realização deste estudo tem duas linhas: está ligado à questão da própria literatura e cruzamento das variáveis apresentadas (novidade acadêmica), e a outra voltada à realidade apresentada pelo tema no contexto brasileiro.

Quanto ao primeiro ponto, verificou-se que não existem estudos detalhados sobre as entidades componentes das operações de *crowdfunding* sob a ótica da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma. Mais especificamente, não existem estudos que utilizem um cruzamento de ambas as teorias para buscar compreender como as entidades nestas operações (*crowdfunding*) se comportam. Ao se utilizar a Gestão da Inovação e a Teoria do Crescimento da Firma como termos de busca nas bases de dados pesquisadas, não foram encontrados trabalhos associando os dois eixos teóricos. Isto será retomado em outra parte do trabalho.

Portanto, esta tese se configura como uma nova possibilidade de inquérito sobre as operações de *crowdfunding* no âmbito da administração; ainda mais porque as próprias atividades nesta modalidade de financiamento são recentes: as primeiras operações realizadas no Brasil e registradas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), aconteceram em 2017.

Este trabalho pode contribuir com o conhecimento a respeito da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma, ao estudar as características das entidades atuantes no

processo sob estes vieses. Busca-se, assim, cumprir o objetivo de uma tese, ou seja, ampliar a fronteira do conhecimento em uma área bem específica dentro da ciência administrativa mais geral. Isso conclui o primeiro ponto da justificativa: demonstrar uma possibilidade de contribuição teórica com a ciência da Administração e com estudos futuros que venham a aprofundar ainda mais estes temas aqui trabalhados.

Nesse ínterim, verificou-se a existência de uma lacuna, que pode ser parcialmente preenchida com o presente trabalho; porque este estudo analisa tema relativamente novo para a literatura de inovação e da Teoria do Crescimento da Firma.

Quanto à realidade apresentada pelas operações de *crowdfunding* no Brasil, o trabalho se justifica nos seguintes pontos, descritos em detalhes na sequência:

- 1) aumento das operações realizadas por meio de *FinTechs* de investimento na modalidade *crowdfunding*;
- 2) concentração bancária no Brasil e a influência das *FinTechs*;
- 3) natureza do serviço de intermediação financeira prestado por plataformas de investimento (*crowdfunding*), voltado às necessidades de capital de empresas de pequeno porte.
- 4) necessidade de melhorias à regulação pertinente à matéria.

Cada um destes pontos será desenvolvido a seguir.

#### 1) Aumento das operações realizadas por *FinTechs* na modalidade *crowdfunding*

Com a expansão do uso de Tecnologias da Informação, as *FinTechs* de crédito surgiram como uma alternativa para financiamento de negócios. Estas plataformas tornaram muito mais fácil a concatenação de interesses mútuos, mais especificamente na questão das *FinTechs* de investimento na modalidade *crowdfunding*.

O acesso a bancos de dados digitais e operações virtuais permitiu a ligação entre um número considerável de entidades captadoras e investidores, não necessariamente próximos geograficamente. De operações casuais, as movimentações financeiras, especialmente em serviços de *crowdfunding*, um tipo de investimento específico, se tornaram comuns. Esta questão será abordada com mais detalhes na seção 2.13, que trata especificamente do serviços de *crowdfunding* como parte das plataformas de investimento virtuais.

Segundo dados publicados pela CVM (2021) a crise gerada pela pandemia de Covid19 não impediu o aumento consistente nas movimentações em operações de *crowdfunding* de investimento no Brasil em 2020. De acordo com a CVM (2020), esta modalidade de investimento participativo teve expansão de 43% com relação a 2019, passando de R\$ 59 milhões em 2019 para R\$ 84,4 milhões em 2020.

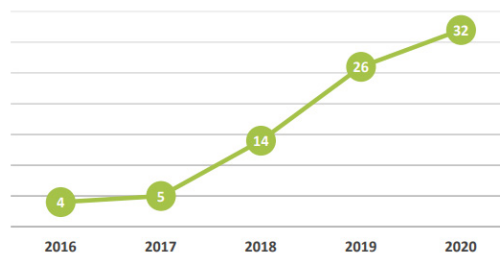


Se o valor captado em 2020 for comparado com 2016, no início destas operações e ainda anteriormente à Instrução 588 publicada em 2017, a qual regulamenta as operações nesta modalidade, o aumento foi ainda mais expressivo, chegando a ser 10 vezes maior em apenas 4 anos de operações.

Segundo a CVM (2020), entre 2019 e 2020 houve um aumento de 23% no número de investidores (de 6720 para 8275), e de 30,8% nas ofertas (de 81 para 106). A taxa de sucesso, ou seja, de ofertas com o valor mínimo de captação atingido foi de 74 projetos em 2020, contra 60 em 2019.

Além disso, a análise interna da CVM sobre este prospecto indicou que, mesmo no cenário pandêmico, houve aumento em todos os números relativos ao *crowdfunding*, seja no número de investidores, de plataformas, empresas captadoras ou projetos aprovados. Para a CVM, se trata de um processo de consolidação do *crowdfunding* como uma alternativa de captação para emissores de pequeno porte. (CVM, 2020).

Figura 1: Evolução no número de plataformas.

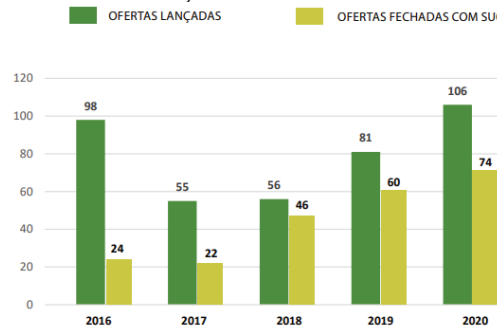


Fonte: O autor (2021); adaptado de CVM (2021).

O gráfico 1 demonstra a evolução na quantidade de plataformas registradas pela CVM que operam na modalidade *crowdfunding* de investimento. Os dados começaram a ser coletados em 2016, quando as primeiras plataformas passaram a operar no âmbito da CVM, antes da publicação da regulação específica, a ICVM 588/17.

O gráfico 2 mostra franca expansão do número de ofertas lançadas e de ofertas que atingiram o valor mínimo de captação.

Figura 2: Ofertas lançadas e ofertas fechadas com sucesso.



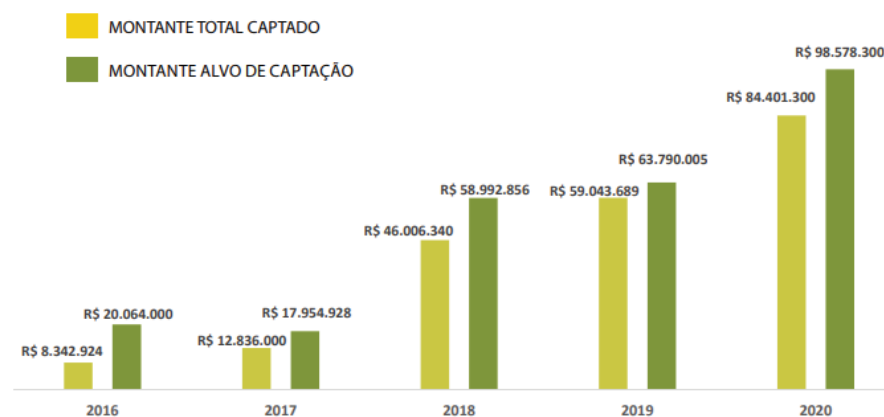
Fonte: O autor (2021); adaptado de CVM (2021).

A taxa de aprovação das ofertas lançadas depende diretamente de a oferta atingir o valor mínimo de captação estabelecido para aquele projeto, ou seja, o gráfico 2 demonstra que, até o exercício de 2020, o número de ofertas lançadas supera o número de ofertas aprovadas, embora as ofertas aprovadas aumentem significativamente, em cada ano, em proporção às ofertas lançadas no mesmo ano.

Assim, as ofertas para 2021, as quais devem ser publicadas no início de 2022, devem demonstrar uma evolução com relação à captação em 2020, ano em que houve o maior nível de captação de todos os anos avaliados, mesmo no cenário de crise associado à pandemia de Covid-19.

A Figura 3 demonstra a evolução dos montantes de captação; tanto os valores alvo de captação totais, e os valores realmente captados para cada ano das operações.

Figura 3: Montantes alvo de captação e total captado



Fonte: O autor (2021); adaptado de CVM (2021).

Assim, verifica-se um aumento no número de plataformas e de captadores de recursos desta modalidade, como pode ser observado nos relatórios anuais de ofertas encerradas e pelos gráficos publicados em relatório da CVM (CVM, 2020). Embora deva ser mencionado que a taxa de sucesso tenha caído, entre 2019 a 2020.

Em 2016, quando iniciaram as operações de *crowdfunding*, e 2017, quando os primeiros relatórios foram publicados pela CVM (pós-publicação da ICVM 588/17), o número de plataformas existentes e de captadores era ainda pequeno; expandindo nos períodos seguintes; isso demonstra o crescimento do interesse por este tipo de financiamento para *startups*, construtoras e outras empresas de pequeno porte.

## 2) Concentração bancária no Brasil e a influência das *FinTechs*;

Há considerável literatura sobre concentração bancária no cenário brasileiro, pois a indústria bancária nacional, que segundo Silveira (2017) é uma das mais reguladas do mundo. A concentração dos bancos no país, assim como em outros setores da economia, traz, segundo Oliveira e Soares (2020) a falta de competitividade, gerando um obstáculo para condições de compra e venda ao consumidor e falta de investimentos em inovação e geração de produtos e serviços mais acessíveis aos clientes.

Neste sentido, os bancos no Brasil, embora tenham investido em inovação e oferta de serviços virtuais, em geral não conseguem competir com pequenas *FinTechs* que oferecem serviços especializados para nichos de clientes. Esta discussão é retomada na seção 2.4 desta tese, onde é discutida a inovação em *FinTechs* e suas vantagens. Silveira (2017) aponta que práticas de *lobby* e outras práticas dos grandes bancos alijam sua capacidade de inovação e seu atendimento a interesses específicos do mercado.

Para Oliveira e Soares (2020), o cenário de desaparecimento de bancos regionais, fusões e compras que ocorreram nas últimas duas décadas teve o efeito de migrar os clientes para instituições bancárias de maior porte, o que ampliou significativamente o poder destas instituições, não somente em fazer lobby junto ao governo no aspecto regulatório, mas de não realizar inovações de forma a atender necessidades específicas de clientes.

Na esteira da concentração bancária, existem falhas de mercado na indústria bancária tradicional: segundo Freixas & Rochet (2018), períodos de crise são acompanhados por problemas de confiança em instituições bancárias, pois os bancos exigem depósitos para empréstimos de baixa liquidez.

Problemas fiscais e de política monetária geraram a falência de muitos bancos, e, segundo os mesmos autores, levaram à criação de sistemas regulatórios de proteção. Estes mesmos problemas fizeram com que muitos bancos passassem por problemas internos, levando a fusões e aquisições por grandes grupos, como indicado por Oliveira e Soares (2020). Freixas & Rochet (2018) ainda indicam que, embora haja indústrias bancárias não reguladas, em geral, os bancos sofrem queda de confiança acentuada em períodos de crise,

aumentando a chance de fraudes e prejudicando sua imagem perante investidores e o público em geral.

Freixas e Rochet (2018) apontam que o fato de a maioria dos depositantes ser agente de pequeno porte aumenta ainda mais a distância entre as operações bancárias e as necessidades de seus usuários. Estas razões fizeram o público buscar alternativas em serviços mais especializados e com os quais pudessem ter contato, se não mais direto, ao menos que pudessem atender a necessidades mais pontuais e específicas; neste caso, plataformas de intermediação financeira virtuais.

3) Natureza do serviço de intermediação financeira prestado por plataformas de investimento (*crowdfunding*), voltado às necessidades de capital de empresas de pequeno porte.

Conforme apontado pela própria CVM (2021), o financiamento coletivo por meio do *crowdfunding* é uma ferramenta importante para captação de recursos em negócios de pequeno porte, situação evidenciada durante a crise causada pela pandemia em 2020.

Block et al. (2018) demonstraram como o *crowdfunding* se tornou uma forma de captação adequada para unir pequenos investidores e empresas de pequeno porte, as quais não conseguem acessar outras fontes de financiamento. Segundo eles, esta visibilidade é alcançada pela utilização de ferramentas eletrônicas de intermediação entre as partes, ou seja, as próprias plataformas prestadoras do serviço de intermediação via *crowdfunding*.

Segundo Freixas e Rochet (2018), *crowdfunding* é uma fonte de recursos importante no processo de financiamento de empresas nascentes (*startups* com negócios escaláveis) e em processo de desenvolvimento, onde o *venture capital* passa a ter papel fundamental. Para os autores, negócios nascentes e altamente inovadores têm a característica de serem de pequeno porte, caracterizando uma pequena empresa inovadora.

Portanto, Oliveira e Soares (2020) sustentam que, antes da fase de consolidação no mercado, mercados líquidos e maturidade societária, onde já ocorrem processos de governança e uso de ações e derivativos, as empresas em processo de crescimento se apoiam em ações de *venture* e *private equity*, donde o *crowdfunding* é uma das principais fontes.

A necessidade de capital via *crowdfunding* para empresas de pequeno porte torna o estudo das necessidades destas empresas fundamental para este trabalho: o arcabouço teórico foi construído de forma a se adequar à realidade de empresas de pequeno porte, principalmente o aspecto de Gestão da Inovação em pequenas empresas. As características e problemas de financiamento de negócios de pequeno porte está discutida na seção 2.1 desta tese.

#### 4) Necessidade de melhorias à regulação pertinente à matéria

Finalmente, há a questão dos aspectos regulatórios para as entidades envolvidas nas operações virtuais nas plataformas de investimento. É necessário compreender se esta regulação específica funciona como um óbice ou incentivador das atividades realizadas pelas partes interessadas, a saber: os captadores de recursos, os investidores e as próprias plataformas que intermediam a operação.

Compreender as necessidades de investidores e as características dos captadores de recursos contribui para o aperfeiçoamento do instrumento regulatório, eliminando discrepâncias e possíveis pontos ambíguos ou prejudiciais às partes.

Além disso, um dos principais aspectos a serem observados numa regulação de instituições financeiras é o aspecto de proteção ao risco, tanto para investidores quanto para os captadores de recursos.

Isto aponta para uma possível necessidade de aperfeiçoamento da regulação pertinente à matéria, com o lançamento de consultas públicas por parte da CVM, de forma a melhorar o prospecto relativo à criação de plataformas e às formas de acesso e tipos de empresas que podem captar recursos desta modalidade. Neste caso, o aumento tanto de plataformas no mercado quanto de captadores interessados, como visto nos relatórios da CVM, suscita um refinamento e detalhamento maior da própria regulação.

Portanto, existe a necessidade de se estudar mais detalhadamente a regulação bancária, uma vez que, segundo Freixas & Rochet (2018), a literatura bancária não discute de maneira profunda a questão de uma regulação eficiente e ótima, especialmente no que se refere à regulação de plataformas virtuais de financiamento coletivo. Uma vez que, para os autores, os custos da regulação são elevados, tal sistema regulatório deve ser eficiente de forma a não prejudicar os clientes e a não gerar assimetrias de acesso à informação entre os bancos. Embora nem sempre haja a necessidade de se “melhorar” a regulação, a visão do órgão regulador pode ser distinta, em um claro conflito de interesse, porque isto pode não ser desejável pelas partes atuantes ou pode ser ineficaz no sentido de trazer mais proteção contra o risco das operações.

### 1.3 OBJETIVO GERAL

- Analisar as características das entidades atuantes dentro de uma operação de financiamento coletivo intermediada pelas plataformas de *crowdfunding* à luz da Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma.

#### 1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Cruzar os elementos de análise da Teoria do Crescimento da Firma e da Gestão da Inovação com as informações fornecidas pelas entidades atuantes nas operações de *crowdfunding*;
- Extrair informações sobre as atividades realizadas pelas plataformas de *crowdfunding* e os captadores de recursos a partir dos elementos de análise propostos;
- Verificar como o ambiente regulatório se relaciona com as *FinTechs* de *crowdfunding* e captadores de recursos quanto às operações realizadas por estas entidades do sistema;
- Descrever o papel da regulação quanto à mitigação de riscos a partir das informações coletadas e eixos teóricos propostos.
- Propor um modelo de validação das informações fornecidas pelas partes atuantes no processo;

#### 1.5 CARÁTER INÉDITO DA PROPOSTA DE PESQUISA

O objetivo desta seção é mostrar quais são os elementos que conferem ineditismo a este estudo e como é possível contribuir para a ciência.

Em primeiro lugar, conforme já descrito na seção sobre a Justificativa, não existem estudos que associem a Gestão da Inovação e a Teoria do Crescimento da Firma para explicar o comportamento das entidades atuantes num processo de *crowdfunding*. O cruzamento das teorias e sua busca nas bases de pesquisa não retornaram nenhum resultado. Portanto, há ineditismo no cruzamento das teorias aqui propostas; e no estudo das características destas entidades.

Como uma tese deve apresentar uma contribuição teórica para a área a que se propõe estudar, um avanço da fronteira do conhecimento em uma área muito específica, espera-se que o caráter inédito traga enriquecimento para o debate e o estudo dentro da área da Administração.

Dentro das bases de dados Science Direct, Scopus e EBSCO, foram realizadas buscas iniciais utilizando como parâmetros de busca os termos “INNOVATION MANAGEMENT” AND “THEORY OF FIRM GROWTH” AND *CROWDFUNDING*, e retornaram 0 (zero) resultados.

Importante destacar que a pesquisa com estes termos foi realizada apenas com o intuito de identificar estudos anteriores que associem os dois eixos teóricos com o serviço de *crowdfunding*.

Quanto ao uso de “INNOVATION MANAGEMENT” AND “THEORY OF FIRM GROWTH”, também não foram encontrados estudos, ao menos estudos que utilizassem exatamente estes termos entre aspas. Estudos foram encontrados com os termos isoladamente, o que foge o contexto, uma vez que não se trata das teorias.

Como a associação dos dois eixos teóricos é inédito nas duas bases de dados utilizadas, há uma grande possibilidade de avanço teórico tanto no campo da Administração, quanto das Teorias aqui utilizadas ou mesmo no estudo do *crowdfunding*.

Como não existem trabalhos que associem a Gestão da Inovação e a Teoria do Crescimento da Firma de forma a explicar o comportamento das entidades operantes em *crowdfunding*, há uma possibilidade de avanço teórico, científico e de debate nestas áreas. Não apenas utilizando a associação das teorias, com ligando-as a um tema (*crowdfunding*) muito recente dentro do universo da pesquisa nas áreas de Administração e Ciências Econômicas.

O estudo do comportamento das entidades presentes nas operações de *crowdfunding* com base nas teorias propostas pode suscitar novas pesquisas na área, conforme as interrelações forem sendo identificadas.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo, são apresentados os eixos teóricos principais que norteiam este trabalho: Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma. Em seguida são apresentadas as *FinTech*, com destaque aos tipos de *FinTech* existentes.

O texto segue com a conceituação dos tipos de Inovação existentes em *FinTechs*, trazendo os possíveis relacionamentos entre a Gestão da Inovação e a Teoria do Crescimento da Firma.

Os próximos itens discutem a regulação em *FinTechs*, as experiências com regulação de *FinTechs* ao redor do mundo e o sistema regulatório do mercado financeiro no Brasil.

O capítulo encerra conceituando *Crowdfunding*, o tipo de *FinTech* ou serviço escolhido para este estudo.

Para estudar Gestão da Inovação, foi utilizado o Manual de Oslo (2010) e o trabalho de Carvalho & Yordanova (2018), os quais analisam vários modelos e estabelecem tipologias para a inovação. Sobre a Gestão da Inovação em MPE's, muito é discutido em Román, Gamero e Tamayo (2011), Edwards (2017) e Chaochotechuang e Mariano (2016). Buscou-se neste capítulo estabelecer as principais características da Gestão da Inovação para empresas de pequeno porte, especificamente MPE's.

O Manual de Oslo estabelece parâmetros para coleta e interpretação de dados sobre inovação, considerado nesta pesquisa como uma base essencial de referência. Foi utilizado porque fornece critérios objetivos para identificação de elementos de inovação nas empresas, e, portanto, contribui sobremaneira para a construção do referencial teórico sobre Gestão da Inovação e a identificação dos elementos de análise.

Para Teoria do Crescimento da Firma, foi utilizada a teoria clássica desenvolvida por Penrose (1995) e releituras e discussões contemporâneas, principalmente nos trabalhos desenvolvidos por Nassar, Khalid e Al-Mahrouq (2014) e Garnsey e Heffernan (2015).

Sobre regulação em *FinTechs*, parte-se de um nível macro, buscando compreender o conceito, bem como este tema vem sendo tratado ao redor do mundo. Depois, com a escolha de um critério de classificação de *FinTechs*, é possível delimitar um tipo de *FinTech* a ser analisado, bem como a regulação específica pertinente.

A seção 2.11 afunila o tema de pesquisa, ao destacar as questões pertinentes ao *crowdfunding*, tipo de serviço de investimento prestado por algumas plataformas virtuais; suas características, conceitos, órgão regulador e experiências de regulação deste tipo de serviço ao redor do mundo.



Com estes elementos, é possível construir um desenho da pesquisa e metodologia, em capítulos e seções posteriores. Segundo Freixas & Rochet (2018), a teoria de regulação se preocupa com o desenho de uma regulação ótima. Entretanto, apenas uma parte reduzida da literatura lida a questão sob este aspecto.

Grande parte da literatura trabalha com análise positiva, se limitando à análise da regulação. A análise positiva busca observar as consequências de uma regulação sobre as entidades atuantes, em particular isto é observado em Freixas e Rochet (2018). Para o escopo do presente trabalho, a análise normativa pode contribuir para a regulação existente, ao buscar compreender as peculiaridades das entidades envolvidas e suas necessidades nas operações de investimento realizadas (*crowdfunding*).

Neste sentido, é oportuno que um trabalho de tese possa fornecer informações sobre melhorias no instrumento regulatório, mesmo que em escala muito específica. Desta forma, reitera-se a natureza normativa da presente pesquisa.

Antes de entrar nos eixos teóricos propriamente ditos, deve-se esclarecer o leitor quanto ao processo de coleta e construção do referencial teórico; como foi realizada a revisão sistemática de literatura e quais critérios de busca foram utilizados.

## 2.1 MÉTODO DE CONSTRUÇÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO

Para construir a fundamentação teórica desta tese, foram estabelecidos termos de busca relativos aos eixos teóricos estudados. Foram pesquisadas bases de artigos online, como a Science Direct, a Scopus e a EBSCO, com recorte temporal de cinco anos. As mesmas bases foram utilizadas para a pesquisa relativa aos temas de Regulação em *FinTechs*.

Foram três pesquisas principais realizadas, descritas na sequência. A primeira considerou os eixos teóricos principais da pesquisa (Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma), intercalados com o tema “micro e pequena empresa”, de forma a se construir referencial com base na apresentação de informações que associem os eixos com a realidade de empresas de pequeno porte.

A segunda envolveu o tema da regulação em *FinTechs*, também utilizando o recorte temporal de cinco anos, sem considerar recorte geográfico. O objetivo foi reunir o máximo de informações possível sobre o que é realizado e publicado sobre regulação ao redor do mundo. Isso também ajudou a escrever os subitens sobre os tipos de regulação, as experiências com regulação ao redor do mundo e outros subtemas emergentes na pesquisa sobre regulação de *FinTechs*.

A terceira pesquisa, em nível mais restrito, buscou compreender mais a fundo o conceito, abrangência e tipos de *crowdfunding*.

De forma geral, todas as buscas obedeceram aos seguintes critérios preliminares: seleção dos artigos publicados nos últimos cinco anos (ineditismo e atualidade); *research papers e revision papers* (exclusão de literatura “cinza” e livros). As palavras de busca utilizadas foram as mesmas em todas as bases (Science Direct, Scopus e EBSCO) a saber.

A primeira busca utilizou os seguintes termos: “*innovation management*”; AND “*MPE*”; AND “*startup*”; OR *Theory of Firm Growth*”.

Na Tabela 1, há a síntese da contagem dos artigos obtidos nesta busca:

Tabela 1: Termos de busca, bases e resultados pa a primeira pesquisa  
Termos de busca (todos os campos): “*innovation management\**” AND “*SME*” AND “*startup*” OR “*theory of firm growth*”

<i>Science Direct</i>	38 artigos
Scopus	16 artigos
EBSCO	21 artigos
Total	75 artigos
<b>Após o download foram filtrados e excluídos os artigos comuns às bases</b>	
Resultado após a filtragem	30 artigos

Fonte: O autor (2021)

Depois da leitura de títulos e abstracts, foi realizado o fichamento dos artigos, e foram incluídos os relacionados aos seguintes temas: conceitos de inovação; atividades de inovação; implantação e manutenção da inovação em MPE’s e *startups*”; quanto aos elementos envolvendo MPE’s, buscou-se aqueles que tratavam de flexibilidade produtiva; adaptabilidade; diversidade conceitual.

Dos artigos filtrados, foram utilizados 28. Em seguida, foram excluídos aqueles que não atendiam aos critérios estabelecidos. Portanto, a primeira busca considerou o tema de “MPEs” associado com “Gestão da Inovação”, OU “Teoria do Crescimento da Firma”, uma vez que não foram encontrados trabalhos que apresentem necessariamente os três termos.

Ou seja, conforme já destacado na justificativa, foi encontrado uma lacuna, não havendo associação da Gestão da Inovação com a Teoria do Crescimento da Firma para explicar as empresas de pequeno porte.

Deve-se destacar ainda que foram utilizados outros artigos que já faziam parte do banco de dados do pesquisador, o que explica a existência de trabalhos com mais de 5 anos considerados úteis para ajudar a estabelecer os argumentos teóricos.

Para a construção do referencial relativo às regulações (**segunda pesquisa**), foram cruzadas as seguintes palavras-chave: “*FinTech*” AND “*regulation*” AND “*innovation*”.

Tabela 2: Termos de busca, bases e resultados para a segunda pesquisa  
 Termos de busca (todos os campos): “*FinTech\**” AND “*regulation*” AND *innovation*”  
 OR “*theory of firm growth*”

<i>Science Direct</i>	49 artigos
Scopus	21 artigos
EBSCO	35 artigos
Total	105 artigos
<b>Após o download foram filtrados e excluídos os artigos comuns às bases</b>	
Resultado após a filtragem	44 artigos

Fonte: O autor (2021)

Esta segunda base de dados reuniu 44 trabalhos, sem repetições, considerando um recorte de 5 anos, eliminando trabalhos mais antigos. No entanto, devido ao tema da regulação em *FinTechs* ser relativamente recente, de qualquer forma, a grande maioria dos trabalhos tem de três a quatro anos, em 2021.

A terceira pesquisa, utilizando também o recorte temporal de 5 anos, considerou os termos de busca: “*crowdfunding*” AND “*innovation management*” OR “*Theory of Firm Growth*”. A seguir, os resultados encontrados.

Tabela 3: Termos de busca, bases e resultados para a terceira pesquisa.  
 Termos de busca (todos os campos): “*crowdfunding*” AND “*innovation management*”  
 OR “*Theory of Firm*” “*FinTech\**” AND “*regulation*” AND *innovation*” OR “*theory of firm growth*”

<i>Science Direct</i>	25 artigos
Scopus	23 artigos
EBSCO	28 artigos
Total	76 artigos
<b>Após o download foram filtrados e excluídos os artigos comuns às bases</b>	
Resultado após a filtragem	38 artigos

Fonte: O autor (2021).

Ponto importante a ser destacado aqui é o fato de que, embora o recorte dos artigos utilizados para a base de dados tenha usado o período de cinco anos, nem todos os trabalhos utilizados nesta tese se incluem dentro deste recorte.

A escolha deste período de cinco anos justifica-se pelo critério de atualidade e novidade nas pesquisas sobre os temas aqui estudados, de forma a obter um estado da arte sobre o que está sendo publicado; esta escolha do pesquisador segue critérios que são exigidos em várias publicações científicas qualificadas. Mas, como alguns temas aqui tratados têm origem em trabalhos seminais clássicos, há a presença de autores, livros e estudos anteriores ao período de cinco anos, porque foram fundamentais para ajudar a construir a base teórica do trabalho.

Depois do download e da exclusão das repetições, a pesquisa retornou 38 artigos, dos quais 20<sup>1</sup> foram utilizados para a construção do referencial sobre *crowdfunding*. Em todas as pesquisas, foi realizada a leitura dos resumos dos artigos, selecionando-se aqueles que traziam uma conceituação de *crowdfunding* associado aos temas abordados nos eixos teóricos. Destes, foi realizada leitura completa e enfim, a construção do referencial.

## 2.2 GESTÃO DA INOVAÇÃO EM MPE'S

A inovação, antes de ser conceituada do ponto de vista econômico por Schumpeter (1982), era tratada como algo intuitivo e não-estruturado; estas práticas ocorriam de maneira oportuna ou eventual. Ainda não havia estruturação metodológica ou um corpo de conhecimentos que visualizasse a inovação como área independente de pesquisa, ou como um fator independente de competitividade organizacional. Ainda, para Bradonjic, Franke e Lüthje (2019), não havia um sistema para quantificação ou mensuração desta inovação.

A inovação, conforme conceituada no Manual de Oslo (2010), não contempla apenas modificações em processos ou produtos, mas também mudanças de ordem estrutural e organizacional, ou mesmo em novas formas de análise mercadológica. Em MPE's, depende do julgamento dos clientes sobre a forma de se construir a demanda, o que se torna fonte importante de informações. Neste caso, a comunicação com o público, nestas empresas, é mais direto.

Gunday et al. (2011), e Löfqvist (2017) afirmam que se devem considerar, no estudo, o tipo de inovação, a abrangência (escopo) e entidades envolvidas. Para que a inovação se estabeleça e permita a geração de valor, deve existir interesse entre *stakeholders*, e que de alguma forma contribuem no processo.

Em Löfqvist (2017) e Edwards (2017), observam-se algumas questões pertinentes: a importância da inovação para organizações em geral; a diversidade conceitual de inovação para diferentes organizações; as vantagens e dificuldades latentes de MPE's em identificar inovações. Edwards (2017) corrobora alguns destes pontos de vista, e indicam a inovação como um processo estruturado, interdependente, longe de ser um ato isolado.

Trazido ao ambiente organizacional, e delimitando a abrangência do tema, há a inovação tecnológica, quando se trabalha com as modificações de cunho tecnológico no âmbito empresarial ou organizacional, seja ela em produto, processo, marketing ou estrutura organizacional com a realização de objetivos comerciais.

---

<sup>1</sup> Os artigos selecionados são apresentados em um quadro no Apêndice A.

A inovação se converte em elemento central para a competitividade; o processo de inovação é complexo, estruturado e não-isolado, dependendo do acesso à informação e ao nível de absorção de informações externas, nas palavras de Román, Gamero e Tamayo, (2011); e Edwards, (2017).

Chaochotchuang e Mariano (2016) afirmam que as pequenas empresas, ao demonstrarem dificuldades no desenvolvimento de novas tecnologias, treinamento de mão-de-obra especializada e obtenção de novos mercados, conseguem manter-se no mercado pela introdução de novas ideias, produtos e processos inovadores simples, não necessariamente disruptivos, que significam sua sobrevivência a médio e longo prazo.

Gancarczyk e Gancarczyk (2018); E Tomaselli e di Serio, (2013) chamam a atenção para a destruição de velhas competências e a criação de novas, compatíveis com os objetivos de inovação. Outros estudos, como o de Chaochotchuang e Mariano (2016), avaliaram a contribuição dos aspectos culturais e seu impacto no processo decisório dentro das empresas. Gunday et al., (2011); Choi, Lee e Ham (2016), e Carvalho e Yordanova (2018) demonstram como as estratégias de marketing podem afetar as políticas de inovação, através do desenvolvimento de proteção industrial (*branding*, direitos autorais e propriedade intelectual).

A criação e manutenção de redes com stakeholders, clientes e outras instituições, bem como instituições financeiras, a difusão de informação, a receptividade a ideias e processos de criação de conhecimento e seu impacto nas demandas de inovação já foram estudadas por Dahlander e Gann. (2010), Choi, Lee e Ham (2016), Maldifassi e Crovetto (2013) e Silva, Bagno e Salerno (2014), entre outros.

A avaliação das práticas em relação ao estímulo à inovação e ao desenvolvimento de novas fontes de lucro no desenvolvimento de produtos e pesquisa dos principais fatores que afetam o crescimento e desenvolvimento de empresas de base tecnológica industrial no Brasil foi estudada anteriormente por Vitoreli e Gobbo (2013).

Gancarczyk e Gancarczyk (2018), e Carvalho e Yordanova (2018), demonstram que o porte de uma empresa determina a estratégia de inovação utilizada pela empresa e o tipo de abordagem que deverá ser desenvolvida para aquela empresa ou conjunto de empresas.

Gancarczyk e Gancarczyk (2018); e Bradonjic, Franke e Lüthje (2019), demonstraram que pequenos negócios apresentam menor complexidade burocrática e estrutura organizacional mais simplificada, facilitando a adaptação a diferentes cenários competitivos e possíveis contingências de mercado. A inovação também está associada ao porte, natureza e peculiaridades do setor analisado.

Neste estudo, voltado para as MPE's prestadoras de serviços financeiros, por exemplo, o conjunto de características destes negócios e seu mercado competitivo se une ao fato de a maioria ser constituída de empresas de pequeno porte, para assim permitir a formatação de um modelo particular de análise da inovação, como no estudo de Carvalho e Yordanova (2018).

Pequenas empresas precisam de incentivos externos para inovar. Para Choi, Lee e Ham (2016), diferentemente de grandes negócios, onde existe capital humano e financeiro para financiar estas atividades, estas empresas precisam reunir condições para perceber assim quais são estas forças e estas fraquezas; fatores que podem identificar as potencialidades para inovar em empresas *startups* ainda vulneráveis às pressões do mercado, ou porque são nascentes, ou porque são pequenas, ou ambos os cenários. Kesting e Günzel-Jensen (2015) e Choi, Lee e Ham (2016) discorrem longamente sobre ineficiências no acesso à informação (*knowledge gaps*); ineficiência dos mecanismos de proteção, ameaças de competidores, etc.

Observa-se que os mecanismos de acesso são dificultados tanto por problemas internos (controláveis), quanto variáveis externas, embora os autores confirmem que ambos dificultam a formação do canal adequado para formatação da estratégia de inovação.

Para Carvalho e Yordanova (2018), a abertura se traduz pelo uso de fontes externas de informação; depois, há o impacto na percepção da importância da inovação como um elemento estratégico de manutenção no mercado e crescimento, especialmente em pequenas empresas de base tecnológica (*startups*).

Em pequenos negócios, estão aqueles eficientes em realizar suas atividades, apresentando características em comum, especialmente aqueles que trabalham com mercados voláteis, ou com produtos e serviços que são disruptivos do ponto de vista tecnológico ou de inovação. Exemplos desta afirmação pode ser encontrada em Kesting e Günzel-Jensen (2015); e Carvalho e Yordanova (2018).

Estas empresas são entendidas como de pequeno porte (*startups*), baseadas em modelos de negócios inovadores, seja em produto, na forma de oferecê-lo, suas funcionalidades ou pela própria natureza dos serviços prestados. Segundo Kesting e Günzel-Jensen (2015), as pequenas empresas, especificamente as *startups*, e os novos empreendimentos devem focalizar esforços em novos modelos de negócios, ou seja, na recombinação de recursos internos para desenvolver o que os autores chamam de “abordagem sistemática de pequenos negócios”, associados a duas questões principais.

Primeiramente, a capacidade de desenvolver produtos ou serviços inovadores baseados em sua flexibilidade administrativa e de produção, conforme descrito no início deste

capítulo; em segundo lugar, a busca de alternativas em face de um cenário de acesso limitado a recursos financeiros e de mercado, segundo MacDowell et al., (2018).

*FinTechs* são, em sua maior parte, *startups*, as quais tendem a se concentrar em um *core business*, que seja capaz de demonstrar a capacidade de inovar e obter determinadas porções do mercado. Assim, *startups* diferem das pequenas empresas tradicionais justamente pelo fato de que investem seu capital e seus recursos em esforços de especialização produtiva em serviços altamente inovadores, seja com a intenção de vender ou de expandir pela aquisição/fusão, conforme Kesting e Günzel-Jensen (2015).

Para Weill e Vitalle (2001), embora se tenha como verdadeiro o fato de que todas as *startups* são inovadoras, ou que todos os pequenos negócios desta natureza têm a inovação como valor intrínseco do seu negócio, existem alguns argumentos para apoiar e outros para refutar a inovação como componente da competitividade destas pequenas empresas (*startups*).

Hyytinen, Pajarinen e Rouvinen (2015) descreve os os fatores considerados positivos da inovação em pequenas empresas do tipo *startups*, como o poder de mercado e a eficiência de custos. Quanto ao primeiro elemento, argumenta-se que estas empresas, ao adotarem uma estratégia de inovação, aumentam sua participação de mercado, sendo capazes de criar novas demandas e sustentá-las em longo prazo; bem como a capacidade de responder às flutuações de demanda que não estão previstas, como novos entrantes, inovações em concorrentes ou mudança de interesses da própria demanda.

Quanto à eficiência de custos, ao focalizar seus esforços em inovação de produtos e serviços, estas pequenas empresas são capazes de diluir seus custos ao longo do tempo, devido, segundo eles, ao aumento da eficiência produtiva advinda da especialização necessária exigida pela inovação, de acordo com o estudo de Sakidu-Dushi, Dana e Ramadani, (2019).

Neste caso, ao concentrar seus esforços em seu *core business*, as pequenas empresas inovadoras conseguem especializar seu produto, modelo de negócios e sua estrutura administrativa. Segundo Hyytinen, Pajarinen e Rouvinen (2015), outra consequência da adoção de um modelo inovador nestas empresas a se destacar é o aumento da capacidade de absorção, isto é, a capacidade de se converter oportunidades de mercado baseadas em informações externas coletadas em valor para a organização.

Para Hyytinen, Pajarinen e Rouvinen (2015), uma política de inovação pode também prejudicar a pequena *startup* na medida em que existem muitos riscos inerentes às questões de tamanho reduzido e necessidade de se apresentar algo novo; riscos estes que são menos

pronunciados em firmas maiores estabelecidas no mercado há mais tempo e com um mercado consumidor relativamente estável.

Estes autores atentam para a associação negativa entre grau de inovação e sobrevivência de *startups* a longo prazo: o “grande apetite” pelos riscos acaba por fortalecer esta associação negativa, o que ironicamente pode se converter num problema a médio e longo prazo. Em outras palavras, um alto grau de atividade de inovação nem sempre é desejável para uma *startup* nascente.

Segundo Hyytinen, Pajarinen e Rouvinen (2015), isto não indica que a inovação deva ser evitada como política organizacional, mas que, é preferível, do ponto de vista da sobrevivência da organização, especializar suas atividades e inovar em serviços já existentes, do que criar modelos absolutamente inovadores que envolvam um alto risco associado à sua criação e posterior gestão. Mas pode-se afirmar que, ainda assim, existem características da inovação em pequenos negócios que são considerados como vantagens competitivas.

Vantagens competitivas podem ser traduzidas como alta capacidade de antecipação e de preparação ou alerta a ameaças do mercado: não se trata apenas do acesso às informações que permitem a exploração de oportunidades, ou de transformar o conhecimento em retornos comerciais; mas da observação de possíveis entraves de diferentes tipos ao acesso a diferentes mercados ou desafios oferecidos pelos concorrentes, como visto no estudo de Distanont e Khongmalai (2018). Tais desafios ocorrem não somente ao nível global, mas também regional e apresentam uma complexidade tal que dependem do estudo de um setor delimitado por região geográfica.

E, em *startups*, onde coexiste a focalização de esforços no *core business* e o alto grau de especialização das atividades, a administração dos recursos internos permite uma adequada gestão da inovação.

Em *startups* de pequeno porte nascentes, onde a estrutura administrativa é mais simplificada e o desenvolvimento de produtos e serviços altamente inovadores é fonte de competitividade, a especialização do capital intelectual se converte num dos pilares do processo de inovação: é por meio dele que se pode gerir as inovações, transformar conhecimentos em retornos comerciais (explorar oportunidades de mercado) e prever possíveis ameaças do ambiente concorrencial. (McDowell et Al., 2018; Distanont e Khongmalai, 2018).

Em startups, principalmente aquelas que têm estrutura interna que favorece a inovação como estratégia de crescimento e manutenção no mercado, observa-se uma



orientação do modelo de negócio que favorece a inovação como estratégia de negócios desde o início do processo de formação da empresa. (Guezzi e Cavallo, 2018).

Ghezzi & Cavallo (2018), destacam dois elementos em pequenas empresas de serviços de base tecnológica: primeiramente, a inovação necessária para criar e adaptar seus produtos e serviços; e também a inovação em seu modelo de negócios, ou seja, todo o conjunto de estruturas administrativas que permitem à empresa gerar valor aos consumidores. Em outras palavras, atribuir valor aos interesses de mercado para reter parte de sua viabilidade econômica. (Guezzi e Cavallo, 2018; Weill e Vitale, 2001).

Mais especificamente, quanto se analisa as *FinTechs*, verificam-se empresas financeiras oferecendo serviços mais customizados, baratos e fáceis de serem acessados, melhores que os serviços tradicionais. Outro ponto a ser destacado é que as instituições financeiras tradicionais estão suscetíveis a maior regulação governamental, requerem maior quantidade de capital para serem estabelecidas e apresentam um custo de operação maior. (Burns, 2015; Münch, 2018).

Pequenas empresas do tipo *FinTechs* desafiam a Teoria do Crescimento da Firma, pois, embora seu objetivo seja a expansão e a captação de recursos de potenciais investidores, não necessariamente se expandem a médio e longo prazo, mas ainda assim conseguem manter-se no mercado.

A principal inferência, conforme já descrito, se refere ao pressuposto de Penrose (1995), da especialização produtiva, embora neste ponto a autora não indique na teoria que a inovação pode ser o elemento teórico que explicaria esta especialização e consequente manutenção do padrão competitivo em um conjunto específico de empresas.

Quadro 1: Elementos de análise – Gestão da Inovação em MPE's

Elementos de análise – Gestão da inovação em MPE's	Autores
Estratégias de criação e manutenção de demanda	(BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019); (LÖFQVIST, 2017); (MANUAL DE OSLO, 2010); (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016); (CARVALHO e YORDANOVA, 2018).
Estratégia de inovação/especialização	(GANCARCZYK e GANCARCZYK, 2018); (EDWARDS, 2017); (MANUAL DE OSLO, 2010); (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016).
Flexibilidade de produção/adaptação	(EDWARDS, 2017); (BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019); (CARVALHO e YORDANOVA, 2018); (KESTING E GÜNZEL-JENSEN, 2015).
Tipos e abrangência da inovação	(BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019), (CARVALHO E YORDANOVA, 2018); (CHOI, LEE e HAM, 2016); (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015)
Análise do <i>core business</i>	(MANUAL DE OSLO, 2010);

	(CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016).
Especialização produtiva	(EDWARDS, 2017); (CARVALHO e YORDANOVA, 2018); (CHOI, LEE e HAM, 2016); (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015).
Análise de risco/retorno	(GANCARCZYK e GANCARCZYK, 2018); (ROMÁN, GAMERO e TAMAYO, 2011); (BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019), (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016).
Limitação de recursos	(ROMÁN, GAMERO e TAMAYO, 2011); (CHOI, LEE e HAM, 2016).
Absorção e melhoria de práticas de concorrentes	(BRADONJIC, FRANKE E LÜTHJE, 2019), (CARVALHO e YORDANOVA, 2018); (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015).

Fonte: Autoria própria (2020).

Portanto, a Gestão da Inovação se configura como um dos eixos deste estudo. Ao trazer os elementos de análise, fornece os subsídios para compreender o comportamento das entidades componentes dentro do processo de *crowdfunding*.

Como as empresas e plataformas estudadas nesta tese têm a inovação como um pilar de seus modelos de negócios; estas empresas são analisadas à luz dos elementos da Gestão da Inovação (Quadro 1).

Conforme descrito nos objetivos, compreender a natureza das atividades realizadas por estas empresas e fornecer parâmetros para melhorar esta Gestão da Inovação pode não apenas enriquecer a literatura pertinente sobre o assunto, mas possivelmente oferecer uma modelagem para outras empresas que busquem recursos na modalidade de *crowdfunding*; aumentando as chances de obterem os recursos para financiar suas atividades.

E isso passa pela análise da Gestão da Inovação e seus pontos, conforme destacados aqui. A próxima seção trata da discussão da Teoria do Crescimento da Firma e seus pontos de análise; o outro pilar sobre o qual está assentada esta pesquisa.

### 2.3 TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA

A teoria do crescimento da firma traz, à luz da teoria econômica, os aspectos de gestão da inovação. Conforme Guarascio e Tamagni (2019), esta teoria emana de uma vertente econômica, e não necessariamente está associada à gestão.

A revisão bibliográfica permite perceber que a construção do corpo teórico sobre Gestão da Inovação também emana da Economia. Ou seja, são teorias desenvolvidas por economistas para demonstrar como a firma se comporta no mercado, ao longo de sua criação, evolução e crescimento; fatores que permeiam sua estratégia de negócio, principalmente do

ponto de vista microeconômico. (Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014; Rezende, Salera e Castro, 2015).

A Teoria do Crescimento da Firma é um dos eixos teóricos deste estudo, porque apresenta o embasamento para compreender como uma firma se comporta ao longo de seu processo de crescimento e relacionamento com o ambiente competitivo e outras forças do mercado, como visto em Penrose (1995) para o crescimento interno da firma. Pelaez (2006) sintetiza este argumento, como visto a seguir.

Este descreve como Penrose estabelece sua análise sobre empresas privadas: **firmas produtivas voltadas à obtenção de lucro**. No segundo capítulo, Penrose se dedica à discussão dos **limites de crescimento da firma**, buscando compreender porque e como os rendimentos decrescentes se encaixam num modelo de equilíbrio de mercado, pois não seria possível expansão por tempo indefinido das empresas.

No próximo capítulo, Penrose descreve os limites de crescimento como determinados também pelas **competências internas do empresário** em observar oportunidades de mercado e contrabalançar as **assimetrias de acesso à informação**. Na sequência, a autora trata das potencialidades de crescimento oferecidas pela **recombinação de recursos internos e especialização**. Os capítulos seguintes discorrem sobre os elementos externos que bloqueiam o crescimento das firmas e às barreiras enfrentadas pelas pequenas empresas entrantes, e criadas pelas empresas maiores já estabelecidas no mercado.

Tigre (2005) apresenta os elementos de análise do crescimento da firma à luz de três teorias principais: a teoria neoclássica, o paradigma fordista e o paradigma da tecnologia da informação. Para o autor “a maior fragilidade das teorias da firma e da organização industrial é sua incapacidade de atribuir a importância devida ao **papel da mudança tecnológica** na configuração da firma e dos mercados.” (TIGRE, 2005, p.34).

Da análise detalhada de cada capítulo do livro clássico de Penrose e pela definição oferecida por Tigre no parágrafo precedente, justifica-se o uso desta Teoria na presente proposta. O livro clássico de Penrose é o ponto de partida para a análise dos limites de crescimento e as possibilidades de especialização produtiva, inovação e recombinação de recursos nas empresas *FinTechs* de tipo *startup* como possíveis explicações à sua sobrevivência no mercado.

O argumento de Tigre aponta para o fato de que a mudança tecnológica (em destaque no parágrafo precedente e aqui interpretada como inovação, um dos eixos teóricos de análise) ainda tem um papel secundário como elemento de configuração das firmas dentro desta Teoria de Crescimento da Firma.

Assim, a inserção da Gestão da Inovação aqui busca propor um **aprofundamento na análise do papel que a mudança tecnológica tem na determinação das configurações e evolução de pequenos negócios.**

Na sequência, são apresentados outros autores que revisitaram a Teoria do Crescimento da Firma em tempos mais recentes; assim, são observados argumentos que complementam ou corroboram aqueles pontos de análise propostos por Penrose (1995).

#### 2.4 ELEMENTOS DE ANÁLISE DA TCF

A investigação está centrada no fato de que MPE's têm **características associadas à inovação bastante particulares** (Gestão da Inovação em MPE's), diferentes de empresas grandes, e que podem **indicar um padrão de comportamento ou condições de existência** (Teoria do Crescimento da Firma) em ambientes altamente competitivos diferente do verificado em grandes corporações. (Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014; Rezende, Salera e Castro, 2015).

E estas condições de existência são apenas parcialmente explicadas (PENROSE, 1995); a autora indica existir análise de casos específicos, que desconsideram a robustez estatística para explicar o fenômeno, como pode ser o caso de MPE's, especialmente em *startups*. No caso, a Teoria do Crescimento da Firma indica os pressupostos teóricos que orientam este crescimento e permanência no mercado.

Para Penrose (1995), quando se trata da teoria do crescimento da firma, o objetivo é identificar os fatores de crescimento e manutenção das firmas no mercado. Neste sentido, o termo crescimento evoca elementos de análise, como os critérios para este crescimento, sejam eles produção, receita, vendas ou exportações.

De acordo com Rezende, Salera e Castro (2015) uma teoria de crescimento da firma deve englobar as decisões humanas dos gestores, porquanto são estas tentativas de se alcançar algo, ou de se atingir um objetivo, que impactam no resultado das firmas, seja do ponto de vista de crescimento, de competitividade ou mesmo de manutenção no mercado.

Segundo Penrose (1995), as definições de crescimento das firmas podem ser avaliadas por meio da observação das histórias individuais. Quando se considera o empreendedor individual, pode-se identificar alguns elementos bastante particulares no processo de estabelecimento e crescimento das firmas. Neste caso, segundo Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, (2014), trata-se de casos particulares e únicos, evidenciando um dos tópicos de estudo do empreendedorismo, ou seja, o peso ou importância das características individuais no processo de criação e crescimento das firmas.

No entanto, quando se trata da análise dos limites de crescimento – para utilizar as palavras de Penrose (1995), usa-se uma abstração que não se baseia apenas nos “fatos do mundo real”, mas que obedeça à lógica de observação de características gerais dos negócios prestados e das características do mercado competitivo no qual está inserida.

A teoria de crescimento da firma leva em consideração as mudanças geradas pelo próprio crescimento, bem como as alterações geradas externamente, e que estão além de seu controle.

Este processo de crescimento não é permanente, mas entremeado de fases de estabilização e limitação da taxa de expansão, seguido por nova fase de crescimento. Este processo de expansão, estabilização e nova expansão, para Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, (2014), obedece aos elementos externos à firma, fora de seu controle direto, e à combinação de elementos internos, facilmente reconhecíveis e controláveis: recursos produtivos, como cunhado por Penrose (1995). Recursos estes que produzem serviços gerados internamente – e que demonstram o comportamento ambiental das firmas.

Tendo em vista que o empresário se defronta com um cenário onde enxerga possibilidades e dificuldades de expansão, ele imagina uma taxa de crescimento que em alguns casos não leva em consideração as forças atuantes, como suas próprias características e experiência, inerentes ao processo, ou empresas concorrentes, o que produz limitação da taxa de crescimento. (Rezende, Salera e Castro, 2015; Garnsey e Heffernan, 2015).

Em *startups*, esta taxa de crescimento explica o interesse dos investidores. Por exemplo, é esperado que os fundos de capital de risco aportem recursos nestas empresas, com vistas a obter altas taxas de retorno.

De acordo com Penrose (1995), o próprio sistema econômico é definido como um conjunto de firmas e suas relações, a natureza de seus serviços e recursos. Neste caso, a análise do crescimento de uma firma deve levar em consideração as características em que tal empresa está inserida: o tipo de produto/serviço, a natureza do ambiente competitivo e a rede de relacionamentos existente entre as diversas empresas em seu mercado.

Neste ponto se insere a importância da inovação de acordo com o conceito clássico de Schumpeter (1982): de forma a evitar os lucros decrescentes com determinado produto ou serviço, as empresas buscam a inovação como forma de renovar o ciclo de vida destes produtos e obter novamente rendas crescentes na criação de novas demandas e eliminação de potenciais concorrentes nesta fase inicial.

A complexidade da limitação do crescimento abrange não somente a queda das receitas (pressão competitiva), mas aos elementos internos como as limitações da própria

administração (Rezende, Salera e Castro, 2015). Uma das limitações desta administração é basear o desenvolvimento de produtos e sua demanda nas expectativas do gestor: assume-se nível mínimo de risco e esperança de retorno que, mesmo baseando-se em projeções econométricas ou de construção de cenários, pode falhar em obter sucesso ou retornos aceitáveis com seus investimentos. (Greve, 2017).

Cabe destacar a dicotomia entre as atividades econômicas internas à firma e àquelas realizadas externamente, considerando o mercado como um conjunto de interações. E isto é importante, pois, quanto maior se torna a firma, menos ela fica vulnerável às pressões do mercado.

Assim, quanto maior seu tamanho, a distribuição e/ou alocação de recursos se torna mais independente das flutuações do mercado quanto maior é seu porte (Penrose, 1995; Garnsey e Heffernan, 2015). Neste sentido, quanto se trata de micro e pequenas empresas, tem-se exatamente o contrário: pequenos empreendimentos, pela regra de Penrose, de maneira geral têm seus esforços para alocação de recursos fortemente influenciada pela conjuntura do mercado, principalmente a concorrencial e a regulação. (Rezende, Salera e Castro, 2015)

É importante destacar que recursos e serviços são diferentes: enquanto os primeiros são “serviços em potencial”, o segundo indica uma operação real, alocação ou atividade que já esteja sendo realizada. (Rezende, Salera e Castro, 2015; Greve, 2017)

Neste caso, evita-se a definição de recurso e serviço do ponto de vista exclusivamente mercadológico, mas visualizar a questão do ponto de vista econômico ou utilitário: dos recursos que potencialmente produzem um determinado resultado e dos serviços efetivamente sendo executados. (Garnsey e Heffernan, 2015; Rezende, Salera e Castro, 2015);

Ao considerar a inovação, o crescimento das firmas pode ser limitado pelas oportunidades produtivas da firma, ou seja, pelo conjunto de recursos disponíveis (PENROSE, 1995). Isto suscita um questionamento de por qual razão as oportunidades produtivas podem oferecer limitações de crescimento.

Para Garnsey e Heffernan, (2015), existem fatores limitadores, que vão desde a assimetria de acesso à informação (o que limitaria a percepção de oportunidades de mercado ou identificação de demandas específicas em determinados mercados) até a incapacidade ou inexperience em se apropriar destas oportunidades.

E este acesso e utilização da informação afeta diretamente o esforço e o resultado que podem ser obtidos pela inovação (Almeida e Pessali, 2017; Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014; Greve, 2017). A informação passa a ser um dos inúmeros recursos utilizados pela

empresa para produzir resultados econômicos. (Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014); Guarascio e Tamagni, 2019; Greve, 2017).

A forma de alocar estes recursos e os resultados que podem ser obtidos a partir disto são praticamente infinitos, pois, no contexto de um empreendedor do tipo Schumpeteriano, a demanda não é dada como certa: pode ser criada e moldada de acordo com as diferentes combinações de recursos e os resultados em forma de oferta que podem ser obtidos a partir disso. (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019).

Este ciclo de crescimento e diversificação ocorre pela criação de demanda e pela obtenção de vantagens competitivas (ALMEIDA e PESSALI, 2017). Num cenário de demanda crescente, ou de lucros constantes ou crescentes, dificilmente se observa esta recombinação de recursos que possibilita a inovação, ou a renovação do ciclo do produto ou mesmo criação de nova demanda.

Quando se estuda a economia de diversificação, segundo Penrose (1995) e Garnsey e Heffernan, (2015), verifica-se um argumento que ajuda a compreender as vantagens de pequenos negócios sobre os grandes: nas pequenas empresas, que normalmente se concentram em ramos específicos de atividades, ou em produtos altamente especializados, como no caso de *startups*, os custos tendem a ser menores do que em grandes empresas com alto grau de diversificação. (NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014).

Com relação ao papel da concorrência no processo de inovação e diversificação, Penrose (1995) indica que nem mesmo o alcance de uma posição monopolista no mercado nem o desenvolvimento tecnológico é capaz de reduzir a vulnerabilidade da organização às flutuações de demanda. (ALMEIDA e PESSALI, 2017).

Para Guarascio e Tamagni, (2019), devido a esta vulnerabilidade proveniente de altos níveis de concorrência mesmo em organizações com alto grau de diversificação, há necessidade de contínuos investimentos em campos e mercados já existentes: integração horizontal onde as organizações passam a investir em inovações incrementais em produtos e serviços já existentes, mas que podem ser aperfeiçoados por mudanças tecnológicas. (ALMEIDA e PESSALI, 2017; GARNSEY e HEFFERNAN, 2015).

Penrose (1995) indica que somente a diversificação não garante o sucesso financeiro, mas sim, o contínuo investimento em inovação em setores fundamentais e específicos. Utilizando-se da teoria das vantagens comparativas, Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, (2014) afirmam que as firmas devem se especializar em produtos e serviços que aproveitam melhor o conjunto de recursos e capacidades, sejam estes recursos humanos, financeiros, materiais ou informação.

Neste caso, mesmo atuando em diversos campos, as organizações devem estar preparadas para aplicar fundos em cada um deles, no sentido de criar especializações que possam, por sua vez, trazer vantagens com relação à concorrência (ALMEIDA e PESSALI, 2017). Não é somente a diversificação, mas também a contínua busca por especialização o fator que deve levar a organização a manter um elevado padrão competitivo.

Embora Penrose indique a possibilidade de se obter retornos crescentes ao aplicar os recursos disponíveis, ainda assim existem limites de crescimento, referindo-se a um grande comprometimento adicional de recursos.

Quando a empresa apresenta retornos comerciais suficientes para manter sua posição de mercado (caso esta posição seja satisfatória), investimentos crescentes em produtos já existentes podem não obter o retorno esperado, e existe a possibilidade de explorar novas combinações de recursos, para criação de novas oportunidades de produtos ou de demandas diferenciadas (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019).

Caso o ingresso num novo mercado ocorra por meio de expansão interna, grande parcela de recursos será necessária para “estabelecer e manter” sua posição na nova área; ou seja, há limitação de investimentos em novas áreas.

No entanto, a diversificação pode se converter numa solução para alguns problemas específicos da firma, como por exemplo as flutuações de demanda: a demanda por um bem ou serviço dificilmente se mantém estável por longos períodos de tempo. (KHALID e AL-MAHROUQ, 2014)

O processo de organização dos recursos para se obter um retorno comercial obedece a determinados padrões da demanda, muito embora, segundo Penrose (1995), seja muito difícil determinar ou prever as variações ou flutuações da demanda.

Presume-se, segundo Penrose (1995), que os retornos advindos de bens com demanda inalterada são preferíveis aos produtos que sofrem sazonalidade ou flutuações inesperadas de demanda. Um argumento útil neste momento é o papel exercido pela inovação no sentido de se construir demanda: ao se recombinar recursos para se especializar em determinado produto ou serviço, desenvolvendo melhoria incremental nas características deste produto ou serviço, a organização é capaz de fazer frente às possíveis oscilações de demanda advindas de inúmeros fatores.

Penrose (1995) defende o uso da especialização como reação à presença de concorrentes fortes/entrada de novos competidores no mercado. Para a autora, esta estratégia, como reação a flutuações sazonais de demanda, se aproxima da diversificação como meio para fazer frente às incertezas gerais.



Segundo Almeida e Pessali (2017), é perfeitamente possível que as empresas se antecipem a mudanças de demanda ocasionadas por alterações tecnológicas, o que significa que estas mudanças não ocorrem de maneira tão abrupta, ou que podem pegar a empresa desprevenida.

Isto, claro, desde que a empresa tenha competências internas capazes de prever o mínimo de possíveis intervenções de inovação ou tecnológicas de seus competidores. Na teoria de Inovação, isto equivale a dizer, para se utilizar o argumento de Schumpeter (1982), estar a par das possíveis pequenas mudanças incrementais que podem ocorrer em determinado segmento de mercado, quanto às empresas concorrentes.

Neste caso, trata-se de prever e estabelecer estratégia de manutenção da demanda baseada em pequenas modificações incrementais que se traduzem por pequenas inovações vistas como diferenciais pelo seu mercado consumidor (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019).

Quadro 2: Elementos de análise – Teoria do Crescimento da Firma.

Elementos de análise – Teoria do Crescimento da Firma	Autores
Recombinação de recursos produtivos	(PENROSE, 1995).
Formas de alocação de recursos	(PENROSE, 1995); (NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014);
Uso de vantagens comparativas	(GARNSEY e HEFFERNAN, 2015); (NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014).
Especialização produtiva	(PENROSE, 1995); (NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014); (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019).
Identificação de limites de crescimento	(PENROSE, 1995); (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019); (GREVE, 2017); (REZENDE, SALERA e CASTRO, 2015).
Evolução: fundação, crescimento, estabilização	(PENROSE, 1995); (ALMEIDA e PESSALI, 2017).

Fonte: Autoria própria (2020).

Portanto, esta seção destacou a Teoria do Crescimento da Firma e seus elementos de análise. Como descrito, buscou-se aqui compreender de que forma as leituras e a revisão da literatura sobre a matéria pode fornecer subsídios para compreender o comportamento de *FinTechs* de *crowdfunding* e de empresas captadoras de recursos.

A TCF pode ajudar no entendimento sobre como cada plataforma ou empresa captadora consegue sobreviver em cada mercado, tendo em vista as questões ambientais que afetam cada negócio. Como negócios inovadores e em alguns casos, disruptivos, estes modelos de negócio apresentam riscos e oportunidades; a forma como conseguem se estabelecer dentro dos nichos nos quais atuam pode ser parcialmente explicado pela Teoria do Crescimento da Firma; eis a razão do uso desta vertente econômica no presente estudo.

Em outro momento, ambas as Teorias, (Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma), serão mescladas de forma a se construir um avanço teórico que considere ambas as teorias e seu poder explicativo sobre o fenômeno sobre o qual este estudo se debruça. Por ora, parte-se, na próxima seção, para demonstrar o avanço teórico, ou contribuição teórica, com relação aos dois eixos estudados (Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma).

## 2.5 A RELAÇÃO TEÓRICA ENTRE A GESTÃO DA INOVAÇÃO E A TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA

Identifica-se uma ponte entre os eixos teóricos da Teoria do Crescimento da Firma e das teorias de Gestão da Inovação: as estratégias de diversificação e especialização. Segundo Penrose (1995), estas estratégias são induzidas pelos desejos dos empresários.

Porém, obedecem a pressões da concorrência, mudanças estruturais internas, análise do comportamento do mercado consumidor, outras questões micro e macroeconômicas, e forças não diretamente sob o controle do gestor ou que não podem ser previstas com exatidão. Tais forças e fraquezas, ameaças e oportunidades, características ambientais e internas formam o pano de fundo de análise do comportamento de um conjunto de empresas.

Embora a expansão torne latente o investimento em inovação, seja na área produtiva, na administração de marketing e distribuição dos produtos ou na própria estrutura administrativa, nem sempre a expansão é desejável, principalmente, segundo Penrose, quando os custos estão muito além dos possíveis retornos que seriam obtidos com esta expansão. (ALMEIDA e PESSALI, 2017; GARNSEY e HEFFERNAN, 2015).

Teoria do Crescimento da Firma destaca os motivos para a expansão da firma, e que tal crescimento é absolutamente desejável, ou mesmo inevitável. Destaca-se a discussão sobre as vantagens de acesso a serviços técnicos ou de outras categorias, que não estariam disponíveis para pequenas empresas.

Segundo a autora, as limitações financeiras inibem o crescimento e facilitam a venda da empresa, impostas pela própria pressão competitiva ou por limitações de ordem fiscal; como o acesso ao crédito, associado à dificuldade de se obter o capital para mobilizar seus recursos internos.

Estas limitações impõem barreiras de crescimento e trazem problemas estruturais que podem prejudicar a continuidade das atividades realizadas pela empresa. Portanto, obter uma fonte de financiamento é imperativo, especialmente no momento de criação e/ou crescimento de uma empresa. Neste quesito, o *crowdfunding* é uma ferramenta que auxilia neste processo de captação de recursos em momentos críticos para o estabelecimento de um negócio.

Penrose ainda indica que, com o objetivo de evitar estes problemas de crescimento, a organização tem algumas alternativas, como “a venda de seus ativos; parar de crescer de forma significativa; ou tornarem-se gradualmente ineficientes, acabando por falir”. (PENROSE, 1995, p. 249).

Neste caso, torna-se clara a observação de que existem pequenas empresas que obedecem a um padrão de funcionamento capaz de manter sua eficiência, especializar suas atividades e fugir à tendência de crescimento com todos os problemas inerentes a isso. Tais empresas se mantêm competitivas em mercados com demandas flutuantes, mas não são adquiridas e ainda conseguem especializar sua carteira de produtos e serviços.

Quando Penrose afirma que, para esta análise, deve-se recorrer às biografias individuais e aos casos dos empresários bem-sucedidos, ela indica que as fusões e aquisições são fenômenos recorrentes para evitar os problemas de crescimento acima mencionados.

Uma possibilidade aventada na leitura destes textos, e em associação com a Gestão da Inovação, indica outro caminho, ou alternativa, capaz de fazer frente às pressões da demanda, que seria o uso dos próprios elementos da gestão da inovação na formatação da estratégia de competição (GARNSEY e HEFFERNAN, 2015; NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014).

Importante destacar que, pela leitura e identificação dos elementos de análise, a especialização produtiva pode ser o elemento teórico que poderia dar suporte à análise da manutenção do padrão competitivo em um conjunto específico de empresas. Esta é a associação mais clara no estudo, quando se refere às plataformas de *crowdfunding*, e pode se tornar o ponto de partida de onde as outras relações podem ser investigadas. Desta maneira, é possível traçar algumas relações entre os elementos de análise, apresentando alguns caminhos de investigação, relacionados a seguir.

Por exemplo, a recombinação dos recursos produtivos de Penrose, (1995), poderia ser explicada pela limitação dos recursos presentes, segundo Román, Gamero e Tamayo (2011), e Choi, Lee e Ham (2016). Neste caso, as empresas fariam esta recombinação de forma a obter diferentes resultados sem precisar recorrer a recursos extras ou externos à empresa.

As formas de alocação de recursos (Penrose, 1995; Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014), pode se associar aos conceitos de estratégias de inovação/adaptação (Gancarczyk e Gancarczyk, 2018; Edwards, 2017; Manual de Oslo, 2010; Chaochotechuang e Mariano, 2016) de maneira a explicar como a disposição dos recursos internos pode ser afetada pelas políticas internas ou estratégias de inovação.

Quanto ao uso de vantagens comparativas (Garnsey e Heffernan, 2015; Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014), podem ser criadas as seguintes associações: com a flexibilidade de produção/adaptação, significando que MPE's têm flexibilidade para se adaptar a cenários que favoreçam o atendimento a demandas regionais, o que traz à tona o uso de vantagens potenciais ou oportunidades apresentadas pelo mercado local. Com a limitação de recursos (Román, Gamero e Tamayo, 2011; Choi, Lee e Ham, 2016), as vantagens comparativas poderiam se tornar uma estratégia para fazer frente a esta pequena quantidade de recursos.

Já quando se trata da absorção e melhorias de práticas de concorrentes, isto pode ser alcançado com o uso de determinadas vantagens específicas dos pequenos negócios, o que geraria outro ponto de investigação. Mais claramente, a análise do *core business* (Manual de Oslo, 2010; Chaochotechuang e Mariano, 2016) é uma estratégia para a identificação e o foco em vantagens comparativas que podem se converter em diferenciais no mercado.

No que se refere à especialização produtiva (Penrose 1995; Nassar, Khalid e Al-Mahrouq, 2014; Guarascio e Tamagni, 2019), novamente se faz presente a possibilidade de se investigar o *core business* (Manual de Oslo, 2010; Chaochotechuang e Mariano, 2016), como forma de a empresa se focar nos elementos que realmente trazem algum tipo de vantagem competitiva sem desviar recursos para atividades ou inovações que não estão envolvidos neste aspecto da vantagem competitiva.

A especialização produtiva ainda pode se unir à abrangência/tipos de inovação (Bradonjic, Franke e Lüthje, 2019; Carvalho e Yordanova, 2018; Choi, Lee e Ham, 2016; Kesting E Günzel-Jensen, 2015), que significam inovações radicais ou incrementais; e de produto, processo, marketing ou organizacional. Aqui, há a possibilidade de se focar em determinado tipo de inovação de acordo com sua estratégia de especialização.

Quanto à identificação dos limites de crescimento (Penrose, 1995; Guarascio e Tamagni, 2019; Greve, 2017; Rezende, Salera e Castro, 2015), estes podem estar relacionados às estratégias de criação e manutenção da demanda (Bradonjic, Franke e Lüthje, 2019; Löfqvist, 2017; Manual de Oslo, 2010; Chaochotechuang e Mariano, 2016; Carvalho e Yordanova, 2018)

Segundo estes autores, a empresa pode desenvolver uma postura defensiva frente a concorrentes maiores, observando o atendimento a nichos específicos de demanda, ainda não atendidos por grandes concorrentes. Ao explorar estes nichos, haveria limitação de crescimento quando se trata dos produtos e serviços já explorados por grandes empresas.

Os limites de crescimento podem estar ligados às estratégias de inovação/especialização (Gancarczyk e Gancarczyk, 2018; Edwards, 2017; Manual De Oslo,

2010; Chaochotechuang e Mariano, 2016), porque esta estratégia de inovação pode ser limitada por fatores como interesses específicos bastante localizados, bem como pelas estratégias de inovação desenvolvidas para a criação de demanda por grandes empresas.

Neste caso, pequenas empresas teriam esta dificuldade devido ao posicionamento de algumas grandes empresas em determinados mercados. Outro ponto se refere à limitação de recursos (Román, Gamero e Tamayo, 2011; Choi, Lee e Ham, 2016), que pode novamente indicar um limite de crescimento.

Esta limitação pode ser de diferentes tipos, como vistos ao longo deste texto, como a assimetria de acesso à informação; a falta de apoio externo, seja este técnico ou financeiro; limitações internas de recursos.

Finalmente, quanto às questões de fundação, crescimento e estabilização no mercado (Penrose, 1995; Almeida e Pessali, 2017), podem ser determinadas pelas estratégias de criação e manutenção de demanda (Bradonjic, Franke e Lüthje, 2019; Löfqvist, 2017; Manual De Oslo, 2010; Chaochotechuang e Mariano, 2016); no caso de atendimento a demandas específicas não identificadas por grandes concorrentes, criando nichos específicos que fornecem a base para a estabilização no mercado, frente ao ambiente regulatório e de competição.

A realidade prática das operações de *crowdfunding* evidencia uma série de questões implícitas tanto nos conteúdos publicados pelas empresas prestadoras de serviços de *crowdfunding*, bem como nos relatórios elaborados anualmente para a CVM e depois publicados de forma consolidada em sua página.

Implícitas, porque inicialmente não se pode apreender informações que indiquem quais são as necessidades e problemas das plataformas e seus respectivos captadores. Aparentemente, os relatórios de captação não apresentam informações detalhadas, mas, ao se observar o tipo de serviço oferecido pelas empresas que captam recursos, algo em comum é observado: o fato de todas as empresas terem a inovação em seu modelo de negócio.

Para tentar operacionalizar as variáveis do estudo, a EqSeed Ltda., - plataforma de financiamento coletivo na modalidade *crowdfunding* - apresentou em 2018 e 2019 vários pedidos de captação de recursos aprovados (CVM, 2022). A cada exercício publicado, o número de empresas captadoras aumentou, bem como o número daquelas que conseguiram atingir um nível mínimo de captação.

A natureza dos serviços prestados por estas empresas captadoras varia muito, embora uma característica tenha emergido na leitura das informações disponíveis em suas páginas na *web*: em sua maioria, são pequenas empresas, algumas delas startups, prestadoras de serviços

e soluções inovadoras para públicos específicos, desde a agricultura, indústria, comércio e o público em geral.

Algumas são empresas que fornecem suas próprias plataformas e aplicativos para gestão financeira, outros serviços financeiros virtuais e soluções para indústrias.

De maneira geral, estes captadores de recursos têm como característica a oferta de soluções inovadoras, em sua maioria, serviços especializados. Compreender quais são suas reais necessidades quando buscam captar este recurso faz parte dos objetivos deste trabalho.

Quando se observa que todas são empresas de pequeno porte que captam recursos no mercado, com características inovadoras, alguns comentários prévios podem ser feitos, ao se associar com os elementos de análise destacados acima.

O crescimento destas empresas pode estar limitado pela existência de prestadores de serviço de maior porte, ou pelo risco oferecido por inovações de produtos e serviços que ainda não construíram uma demanda consistente. Como o aspecto da criação de demanda está ligado ao conceito de inovação, o aporte financeiro a estas empresas pode ajudar neste processo de expansão e aceitação dos serviços por elas oferecidos.

A limitação de recursos, como já destacado, pode demonstrar diversos entraves ao seu crescimento, como a própria questão operacional ou financeira.

Muitas destas empresas são *startups*, e a própria plataforma tem como critério de definição das empresas pertencentes a sua base de clientes, potenciais negócios inovadores que podem se transformar em grandes oportunidades de investimento. Daí advém a presença maciça de startups e outras pequenas empresas com soluções de ponta para públicos ou demandas específicos.

Observa-se a presença de outras *FinTechs*, ou startups do tipo *FinTechs*, como captadoras de recursos. Talvez isso se deva ao fato dessas empresas conhecerem melhor as possibilidades de uso da modalidade de *crowdfunding* para levantamento de recursos iniciais de operação.

Espera-se que a construção destes relacionamentos possa trazer um avanço teórico para ambas as áreas e possibilitar um novo campo de discussões. A próxima seção discute a inovação no contexto das *FinTechs*, buscando afunilar mais a pesquisa em direção ao tema proposto.

## 2.6 INOVAÇÃO EM *FINTECHS*

A principal característica das *FinTechs* é sua capacidade de concentrar em determinados serviços, melhorando os serviços realizados em bancos tradicionais. (JAGTIANI; LEMIEUX, 2018)

Existem as chamadas inovações financeiras e tecnológicas, que se caracterizam por novas formas de se realizar operações financeiras que já existem no mercado convencional.

As inovações em operações financeiras tradicionais se caracterizam como inovações de serviço, e, como tal, são modificações incrementais em serviços que já existem nos bancos tradicionais.

Outro aspecto da inovação de serviços prestados pelas *FinTechs* é caracterizado pelas inovações de ordem radical, ou seja, a introdução de serviços anteriormente inexistentes no sistema bancário convencional. Destaque à possibilidade das transações *peer to peer*, ou entre usuários, sem a intervenção ou intermediação de uma instituição bancária tradicional. Outra inovação a ser considerada aqui, e possibilitada pelo uso da tecnologia da informação, é o sistema de certificação baseado em *blockchain*, também independente da intermediação de serviços bancários tradicionais.

Em outro aspecto, e de acordo com a própria natureza do serviço prestado pelas *FinTechs*, e com os conceitos definidos pelo FSB (2019), e IOSCO (2017), as *FinTechs* usam um conjunto de artefatos e conceitos advindos da tecnologia da informação para a realização destes serviços. A aplicação e o uso destas tecnologias, seu desenvolvimento e modificações, considera a introdução de inovações nas tecnologias da informação utilizadas como base para a realização das operações.

Ou seja, são inovações que não precisam ser necessariamente desenvolvidas pelas *FinTechs*, mas são apropriações de avanços incrementais e radicais nas tecnologias utilizadas nas transações. Desta forma, as possibilidades de inovações no cenário de *FinTechs* leva em consideração estes três aspectos da inovação aqui citados:

- Melhorias possibilitadas em serviços financeiros já existentes (inovação incremental em serviços, como empréstimos com taxas variáveis, internet banking, credit scoring). (PHILIPPON, 2016).

- Introdução de novos tipos de serviços, como transações diretas entre partes (*peer to peer*), seja esta uma transação de criptomoedas, pagamentos ou mesmo custódia de valores, sem intervenção de intermediários bancários (inovação radical de serviços); (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - IOSCO, 2017).

- Introdução de tecnologias da informação, sejam estas artefatos ou conceitos que servem de base para a realização das transações financeiras; (inovação radical ou incremental); (FRAME e WHITE, 2002; PHILIPPON, 2016).

Mas, para efeito deste estudo, busca-se estudar as inovações, radicais ou incrementais, geradas pelas plataformas de *crowdfunding* e pelos captadores de recursos, e não a base tecnológica utilizada para a realização dos serviços.

Quando se trata de inovação financeira, Pinheiro (2016) aponta a diminuição de custos nas operações de intermediação financeira, a diversificação nas ferramentas de proteção e mais precisão na precificação de riscos pela engenharia. Entende-se engenharia financeira como a “criação de novos produtos personalizados para atender às necessidades dos clientes” (PINHEIRO, 2016, p. 111). Desta forma, une de maneira inteligente as ferramentas de captação e aplicações com reagrupamento dos fluxos de caixa, criando novos títulos, conforme descrito por Caciatori Jr. (2020).

As inovações em *FinTechs* devem advir dos três pontos abordados: a melhoria dos serviços já prestados pelos bancos tradicionais, apropriados e acompanhados pelas inovações independentes nas bases de tecnologias que são utilizadas; novos serviços baseados principalmente nos sistemas de P2P, sem intermediação bancária.

Para Caciatori (2020), existe um processo de transferência de tecnologia de bancos tradicionais para *FinTechs*, o que é benéfico para o processo de inovação nestas últimas. Esta transferência se traduz principalmente por uma migração de capital humano qualificado de instituições bancárias tradicionais para as *FinTechs*. O conteúdo de conhecimento ou tecnológico destas pessoas pode ser utilizado no desenvolvimento de inovações que podem aumentar a competitividade das novas instituições financeiras.

As inovações em serviços bancários dependem dos avanços tecnológicos no terceiro ponto aqui estabelecido, ou seja, das tecnologias utilizadas como base para estes serviços. Por exemplo, o sistema de validação baseado em *blockchain* depende de um sistema virtual que permita a diversos terminais validar o código gerado, algo impossível sem esta tecnologia de informação que a baseia. (PINHEIRO, 2016)

Caciatori (2020) discute a questão do uso de sistemas legados antigos por bancos tradicionais como um empecilho à inovação, uma vez que são sistemas mais antigos, ao passo que *FinTechs* nascentes conseguem utilizar sistemas mais recentes, que podem “operar um uníssono com outros sistemas ou com novas funcionalidades”. Os sistemas mais antigos não são necessariamente obsoletos, porque continuam prestando serviços financeiros, e aparentemente não afetam sua competitividade; em outras palavras, estes sistemas não podem



ser considerados obsoletos, uma vez que ainda atendem às necessidades operacionais dos bancos tradicionais.

Outras ferramentas de TI permitem às *FinTechs* a coordenação de esforços com outras empresas em outros setores e comunicação clara e direta com estas entidades, possibilitando outras inovações e o atendimento a demandas de clientes específicos ou busca de soluções de maneira conjunta.

Outras oportunidades de inovações no setor de *FinTechs* se referem à possibilidade de pulverização de serviços financeiros, como investimentos, pagamentos, custódia de valores e outros em diferentes *FinTechs*. Ou seja, se especializam em apenas alguns serviços específicos, ao invés de prestarem uma vasta gama de serviços, como os bancos incumbentes. Esta especialização permite o foco em inovações que atendam aos interesses específicos da demanda com relação àquele serviço em particular, trazendo possibilidades de inovação não percebidas por bancos tradicionais.

Se existe demanda individual por apenas um serviço, e conhecendo as necessidades do público a que este serviço está destinado, as *FinTechs* conseguem criar inovações incrementais diretamente com a participação do público. Isto porque existe maior conhecimento destas necessidades e dificuldades apresentadas. Anagnostopoulos (2018) e o FSB (2019) indicam que a base tecnológica das *FinTechs* é o que permite a especialização dos serviços prestados.

Caciatori (2020) realizou um extenso estudo sobre os aspectos competitivos entre bancos incumbentes e *FinTechs*, e constatou que efetivamente existe um maior índice de inovação em *FinTechs*, o que o autor chama de “bancos digitais ou digitalizados”. Este comparativo verificou que a maior parte das novas tecnologias financeiras utilizadas no Brasil entre 2013 e 2019 foram introduzidas pelas *FinTechs*.

Não que os bancos incumbentes não inovem. Pelo contrário. Muitas das inovações depois apropriadas pelas *FinTechs* foram criadas por grandes bancos incumbentes no passado, pois têm recursos disponíveis para tal. Um exemplo disso é o próprio *internet banking*, surgido nos bancos tradicionais e depois expandido. O que foi afirmado aqui é que a própria natureza virtual, das interfaces utilizadas pelas *FinTechs* e do atendimento a nichos específicos de clientes abre a possibilidade para taxa maior de inovações em *FinTechs* do que em bancos incumbentes.

A abordagem utilizada por Caciatori busca caracterizar a inovação em *FinTechs* em comparação com os bancos incumbentes, ou bancos tradicionais. Neste sentido, o autor

buscou identificar quais eram estas inovações e como elas se tornam vantagens sobre o sistema bancário tradicional.

Um aspecto interessante, identificado pelo autor como a inovação mais clara em *FinTechs* é a não existência de espaços físicos para atendimento ao cliente, as tradicionais “agências bancárias”. Em *FinTechs*, o uso de acesso remoto, sem espaço físico, reduz os custos operacionais de um banco, reduzindo inclusive as taxas que são cobradas (CACIATORI, 2020). Em contrapartida, também existe um movimento de retorno a agências tradicionais, por questões de segurança e/ou características pessoais, uma vez que muitas pessoas desejam ter uma interface de comunicação direta com atendentes em espaços físicos tradicionais.

Como o autor aponta em seu estudo, e também já discutido aqui neste trabalho, as *FinTechs*, por operarem em ambiente virtual, têm maior capilaridade geográfica (particularmente no Brasil, devido à suas dimensões continentais) e capacidade de atingir um público mais amplo: neste caso, depende de infraestrutura de conexão à internet; mas elimina a necessidade da presença física de agências e colaboradores. Conceitualmente, é uma inovação, uma vez que reduz os custos com instalação de unidades e salários, e expande a carteira de clientes de uma forma que as unidades físicas não conseguem replicar.

Caciatori (2020) aponta ao fato de que *FinTechs*, por operarem em ambientes exclusivamente virtuais, devem oferecer inovações e serviços eficientes, portanto, estão mais preocupadas em atender a demandas específicas e solucionar problemas técnicos e operacionais mais rapidamente do que bancos tradicionais.

Outro ponto de destaque em *FinTechs* é sua capacidade de operar com custos muito baixos, diluindo estes custos em taxas menores e maior eficiência operacional interna. Como funcionam em ambientes virtuais, têm maior capacidade de escalabilidade de seus modelos de negócio, atendendo a um portfólio de clientes amplo.

As tecnologias de informação que são utilizadas por *FinTechs* conseguem identificar problemas operacionais e necessidades do público de maneira muito mais rápida, devido à maior facilidade de interação entre as empresas e os clientes. Estatisticamente, *FinTechs* têm maior taxa de entrega de novos produtos ou serviços do que bancos tradicionais. (CACIATORI, 2020).

Uma inovação de bancos digitais, ou *FinTechs*, é a inclusão de outras atividades dentro da indústria bancária. Outro termo seria o uso de atividades de outros setores de produção na indústria bancária. Estas *FinTechs* funcionam como locais de compra e venda de serviços, como em lojas virtuais, com o uso de contas, perfis e uso de outros tipos de

transação que conseguem fidelizar e realizar a triagem da grande quantidade de perfis de clientes e usuários.

Caciatori (2020) destaca também a inovação organizacional em *FinTechs*; exclusividade do uso de um modelo de negócios e prestação de serviços virtual permite às *FinTechs* operar com uma estrutura organizacional enxuta, reduzida e simples, o que não é possível de ser realizado na mesma escala em um grande banco tradicional, cujo tamanho, volume de operações e presença física numa vasta região geográfica se tornam impedimentos.

Tal inovação organizacional reduz custo de operações internas, custos administrativos e agilizam o processo de tomada de decisões.

Finalizando, todos estes elementos de inovação em *FinTechs* são vantagens competitivas sobre os bancos tradicionais; no entanto Caciatori (2020) define que existem outros mecanismos de proteção, barreiras regulatórias, o poder de *lobby*; o porte de instituições tradicionais; e outras vantagens intrínsecas que pressionam em outro sentido.

Como o autor constata, o composto de regulação favorável e a flexibilidade favorecem novos entrantes, neste caso, as *FinTechs*. A dificuldade de financiamento pode ser superada, inclusive ao conseguir estabelecer parcerias com outros bancos e instituições. Isso favorece a transferência de tecnologia (TI, capital humano, e outras inovações); tornando possível a expansão na carteira de serviços prestados e se apropriando das vantagens intrínsecas de um serviço remoto para escalar suas atividades rapidamente, replicar modelos de serviços inovadores e reduzir custos.

Como ocorre em outros setores da economia e outros modelos de negócio que sofrem concorrência de modelos inovadores, a tendência, ao menos de acordo com a Gestão da Inovação, é a acomodação e a partilha do mercado entre os bancos tradicionais e as novas instituições digitais (*FinTechs*); uma vez que cada uma tem vantagens e desvantagens.

Em suma, esta seção discutiu a questão da inovação no contexto das *FinTechs*. Como observado, as *FinTechs* têm características particulares que as diferenciam seu modelo de negócio dos modelos de outras empresas. A inovação está em muitas vezes prestar serviços financeiros tradicionais utilizando ferramentas e Tecnologias da Informação como base para seus processos; e, por fim, desenvolvem inovações incrementais ou radicais em novos serviços, atuando em nichos de mercado onde grandes bancos incumbentes têm dificuldade de atuar.

Compreender este aspecto específico da inovação em *FinTechs* é pertinente, uma vez que ajuda a contextualizar e conceituar as *FinTechs* sob a ótica da inovação. Na próxima seção, parte-se para a discussão da Proteção ao Investidor, um dos elementos mais

importantes na formulação de regulações em *FinTechs*; uma variável sempre presente quando se consideram melhorias à regulação ou criação de novas regulações.

## 2.7 A PROTEÇÃO AO INVESTIDOR COMO COMPONENTE DA REGULAÇÃO

Segundo Arner et al. (2015), apesar das especificidades, as *FinTechs* obedecem a determinados padrões de funcionamento, e compartilham algumas normas de segurança com o sistema bancário tradicional. Muitas *FinTechs* exercem precisamente os mesmos serviços prestados pelos bancos tradicionais; no entanto, usam canais virtuais e outras plataformas de dados, muitas vezes com tecnologias mais ágeis.

Puschmann (2017) ressalta os aspetos de segurança nas transações, pelo fato de trabalharem com intermediação de valores e com custódia ou transferência de valores, as *FinTechs* e qualquer outra instituição podem incorrer em fraudes.

Para Anagnostopoulos (2018) e Lagarde (2018), quando estes riscos estão associados à segurança dos investidores, há a possibilidade de fraudes. No universo das *FinTechs*, como as intermediações são realizadas por meio de protocolos virtuais, este risco pode se multiplicar e a criação e manutenção de legislações neste sentido ainda observa a realidade presente em bancos tradicionais. Estes elementos sobre segurança nas transações e a discussão sobre os limites de regulação e seus potenciais impactos podem gerar trabalhos futuros.

Segundo Mittal & Lloyd (2016), isto esconde uma falha, pois as *FinTechs* apresentam problemas que não existiam nos bancos tradicionais, como a autenticação e segurança de dados entre usuários que não dependem diretamente de intermediários bancários para a realização de suas atividades.

Muitas das legislações ou normas para *FinTechs* seguem determinações criadas para bancos tradicionais; e possíveis adaptações a estas normas ainda dependem da forma como estas operações ocorrem em cada mercado e quem está envolvido na formulação destas legislações, bem como no monitoramento das atividades que são realizadas em cada região, país e tipo de serviço prestado por determinada entidade financeira.

Segundo Ruiz et al. (2018), num curto período de tempo, várias políticas em diferentes regiões passaram a perceber a importância de um monitoramento mais efetivo nos mercados financeiros. Os legisladores, desta forma, passaram a compreender melhor seu papel no tocante a combater as práticas de crimes e fraudes nos mercados financeiros, bem como trabalhar com outras instituições no sentido de coibir tais práticas e aplicar as devidas sanções penais.

Para Cuya (2016), como a elaboração de normas para a organização dos mercados sofreu modificações, mesmo que com maior ou menor participação privada (autorregulação),

incluindo ainda mudanças paradigmáticas, como maior especificação ou detalhamento no ordenamento das regulações, também na área do monitoramento existem algumas linhas de ação disponíveis para aplicação.

Especificamente no mercado de capitais, pelas próprias questões inerentes ao nível de riscos envolvidos, segundo proteção aos investidores de menor capacidade econômica sempre se associou como um objetivo a ser almejado pela regulação. Em outras palavras, na formulação da regulação, sempre estará, como ponto central, a segurança oferecida aos investidores, que estão entre os que assumem maior risco nas intermediações em entidades financeiras.

Também podem coexistir efeitos não desejáveis na publicação de casos de crimes; o monitoramento do cumprimento das regulações pode proporcionar um importante balizador. Este papel do monitoramento se refere principalmente à manutenção da confiança no sistema financeiro, ponto central de todas as operações financeiras existentes no mercado.

Isto se torna ainda mais importante em operações realizadas digitalmente, posto que tais operações dependem da confiança entre usuários que operam remotamente, com grande risco à segurança das operações. Segundo Cuya et al (2016), conforme a desconfiança no sistema aumenta, aumenta a intervenção do governo.

A regulação, segundo Davis & Murphy (2016), serve como um elemento que mantém a confiança nas transações, e que ajuda a dar credibilidade às instituições operantes sejam elas *FinTechs* ou bancos tradicionais. Mais do que apenas intervir nas operações financeiras, um mercado totalmente desregulamentado levaria a fraudes sistemáticas e a riscos que tornariam o sistema insustentável.

Existe um limite para a operação desta regulação. O excesso dela, segundo Dermine (2016) leva a um travamento e “engessamento” das atividades, o que prejudica a concorrência de instituições financeiras de pequeno porte com grandes corporações, bem como a aplicação de inovações financeiras em suas operações diárias.

Finalmente, a falta de regulação não favorece estas pequenas instituições, não só pelo risco de fraudes que podem impactar o investidor, como pelo risco oferecido por um ambiente caótico, onde muitas inovações mal aplicadas podem representar desperdício de recursos ou custos desnecessários em determinados mercados.

### A importância da proteção ao investidor no âmbito da regulação

A proteção ao investidor é um dos elementos mais importantes no âmbito da formulação de regulações para atividades e serviços financeiros. Tal proteção é alcançada por meio da execução de normas previstas em leis e outras ainda em desenvolvimento.

Entre os objetivos mais prementes de um órgão regulador é a proteção ao investidor. Este órgão regula a execução de normas dentro do mercado de valores. As várias regulações, segundo Ruiz et al. (2018), reúnem regras de comportamento, tácitos ou não, para quem opera em determinado mercado; neste sentido, podem fazer parte de acordos tácitos entre participantes, ordenações baseadas em precedentes para questões específicas; mas também podem ser oriundas de conflitos existentes entre as partes presentes nas transações que ocorrem.

As políticas de regulação sempre obedecem à questão dos investidores e seus interesses no âmbito das entidades competentes.

Quando ocorrem procedimentos fraudulentos, os clientes de determinados serviços podem ter seus recursos comprometidos, com prejuízos irreversíveis ao patrimônio, bem como associados à insolvência de algumas destas entidades. (GOMBER et al., 2017). A criação de procedimentos de ação para as partes envolvidas - tem o objetivo estabelecer princípios para que estes intermediários possam atuar e atender aos interesses de seus clientes.

Conforme Ruiz et al. (2018), entre estes princípios norteadores está a “diligência que deve observar o intermediário”; o interesse do cliente ou investidor (que deve ser sempre priorizado); e o combate a maneiras de proceder abusivas das partes envolvidas, quando há existência de conflitos. A eficácia do modelo aparece quando se “atinge o equilíbrio entre competência e regulação, entre proteção e inovação”. (RUIZ et al., 2018).

Com esta última afirmação, retoma-se a discussão do papel do equilíbrio a ser alcançado com a regulação: como balizador das atividades ou serviços realizados pelas instituições financeiras (especificamente neste trabalho sobre as *FinTechs*); conquanto esta regulação possa permitir uma liberdade de ação e de teste de inovações em novos serviços e tecnologias; mas que também sirva como proteção ao risco oferecido pela implantação destas inovações. (MISEVICIUTE, 2018).

Desta forma, para Ruiz et al. (2018), para a formulação das políticas de regulação em *FinTechs*, são incluídos os elementos de risco, seja este ao investidor ou ao risco da inovação; mas também à proteção ao próprio negócio frente à concorrência com os serviços bancários tradicionais.

Seria o caso de encontrar um modelo de equilíbrio, na regulação de um serviço específico, que considere o quanto esta regulação incentiva a inovação em *FinTechs* com a devida proteção aos diversos tipos de riscos presentes na atividade. A regulação não pode ser nem tão restritiva, a ponto de tolher o desenvolvimento de inovações, nem tão permissiva, a ponto de expor *FinTechs* e seus investidores a riscos desnecessários. (FREJI, 2018).

A harmonização da competição entre diferentes mercados e a proteção aos investidores é, segundo Ruiz et al. (2018), um dos maiores problemas enfrentados por qualquer regulador atual do mercado de valores. Por esta razão, adaptações em normas ajudam a trazer maior solidez à proteção do investidor, dando maior força a determinadas normas e trazendo um maior reconhecimento ao papel da informação no mercado de valores.

Com a expansão da confiança nos serviços prestados por *FinTechs*, e conseqüentemente o aumento da quantidade de investidores e um público cada vez mais amplo, novos serviços e canais de investimentos se tornam possíveis e viáveis, acompanhados também pela evolução tecnológica e inovação na forma de se prestar serviços, especialmente em *FinTechs*. Desta forma, a proteção ao investidor está ao lado da proteção ao cliente.

Mas, reforçando o que já foi visto em outras seções, o cenário de crises financeiras demonstrou aos reguladores a importância da “aplicação coercitiva da regulação financeira para a estabilidade financeira.

“O resultado dos objetivos do marco regulatório requer não somente uma regulação sólida, se não também sua aplicação efetiva. Não importa a solidez das regras que regulam a conduta dos participantes no mercado, se o sistema de aplicação é ineficaz, ou se percebe como ineficaz, a capacidade do sistema para atingir o resultado desejado se debilita. Portanto, é essencial que os participantes estejam devidamente controlados, que os infratores estejam fortemente perseguidos e que sejam impostas as sanções adequadas quando se comprometem as regras. Um marco regulatório com forte vigilância, perseguição e aplicação das sanções proporciona os incentivos para que as empresas possam seguir as regras. Isto é, ao final, acrescenta à credibilidade do marco do trabalho e aumenta a confiança dos investidores no sistema financeiro”. Assim, uma das recomendações realizadas pelo G20 referida ao *enforcement*, ao apontar que “a efetiva aplicação da norma deve ser uma prioridade de todos os reguladores financeiros. Assim, os reguladores financeiros nacionais e as autoridades de supervisão devem assegurar a efetividade de suas atividades de *enforcement* e que dispõem de recursos apropriados para controlar a aplicação da norma e para perseguir aos infratores. A função de *enforcement* deve ser independente de outras atividades ou de influências externas” (RUIZ, 2018, pp. 203 - 204).

A implantação de regulação efetiva para todos os envolvidos se converte em um desafio para legisladores de vários países, principalmente devido à criação de mecanismos efetivos de combate aos vários tipos de fraudes existentes, bem como pelos novos tipos de golpes que surgem com novos serviços, especificamente com os serviços remotos e virtuais prestados pelas *FinTechs*.

Para Ruiz et al. (2018), toda formulação de regulação deve levar em consideração o aspecto de segurança das operações, porque a inépcia em identificar e suprimir fraudes coloca em evidência a dificuldade em se implantar nova legislação na área financeira. O escopo dos danos causados nos mercados por práticas fraudulentas e ilícitas demonstra somente a importância central do monitoramento e aplicação de sanções.

Para Freji (2018), o não cumprimento de algumas obrigações impostas por contrato trazem alto custo para os envolvidos, prejudicando a transparência das operações executadas no mercado e minando a confiança em determinados serviços.

Este aspecto da destruição de confiança se torna, segundo Freji (2018), um dos principais pontos a impactar a atividade de *FinTechs*: como empresas que desenvolvem transações financeiras virtuais e remotas, a confiança é um fator com um peso ainda maior; e a fragilidade destas empresas, devido ao seu porte reduzido, pequena quantidade de serviços prestados ou mesmo fragilidade financeira pode ser negativamente influenciado por possíveis fraudes digitais não previstas pela regulação ou também quando as devidas sanções cabíveis não são aplicadas, por motivos variados.

Estes danos a *FinTechs* nascentes podem assumir a forma do não cumprimento de obrigações com clientes, ou a perda de valores não reembolsados frente aos diferentes tipos de golpes que podem ocorrer. Segundo Ruiz et al. (2018), as lacunas na regulação ou mesmo a falta de um mecanismo de monitoramento e aplicação de sanções das regulações existentes causam impacto direto na estabilidade financeira e na credibilidade de várias instituições (neste estudo, as *FinTechs*).

Existe a figura dos “efetivos sistêmicos”, onde a falta de um marco regulatório nos mercados de derivados gerou turbulência nos mercados. Destaca-se, neste cenário, os 8 princípios incluídos nos “Objetivos e princípios para a regulação dos mercados de valores” da IOSCO, o qual acabou por servir de base para a formulação de outras regulações, cuja necessidade de formulação surge conforme novos conflitos surgem.

Especificamente, no caso de *FinTechs*, a formulação de regulações específicas para cada serviço é um assunto recorrente. A natureza virtual e remota dos serviços prestados pelas



*FinTechs* apresenta uma série de desafios aos reguladores, pois envolve, segundo Freji (2018), vários elementos intervenientes.

Como exemplo, a concorrência com grandes bancos; a especialização de serviços; a própria natureza da tecnologia utilizada nas transações; a confiança dos investidores e clientes; segurança das informações (ligada também à confiança); a implantação de inovações de serviço em suas estruturas.<sup>2</sup>

Por fim, a discussão sobre a regulação e o aspecto da proteção ao investidor é pertinente, pois o investidor é uma das partes mais vulneráveis e sujeita a riscos em todo o processo. No contexto das plataformas e empresas analisadas nesta tese, a segurança nas operações perpassa todo o processo de *crowdfunding*, desde o investidor, a intermediação pelas plataformas e o acesso aos recursos pelas empresas captadoras que participam nas ofertas públicas.

Compreender o aspecto do risco das operações é, portanto, fundamental: sem isso, não existe confiança nas operações e nem vantagens do modelo sobre outros tipos de investimento. Contemplando a proteção ao investidor em sua formulação; a regulação pertinente torna o sistema seguro e, portanto, fluído, aumentando a quantidade de investidores e de captadores de recurso.

A próxima seção discute, com base na literatura, os elementos envolvidos na formulação de uma regulação em *FinTechs*.

## 2.8 O DESAFIO DA REGULAÇÃO EM *FINTECHS*

O fenômeno das *FinTechs* é emergente no sistema financeiro brasileiro e no mundo. Diferentes aspectos demandam estudos, e, entre eles, o uso intensivo de tecnologia na intermediação financeira, a concorrência com os bancos incumbentes e a regulação.

Algumas *FinTechs* atuam nos espaços ou brechas regulatórias existentes, conforme constatado na observação do sistema financeiro e por Anagnostopoulos (2018) e pelo FSB (2019). Neste sentido, ameaçam a competitividade dos bancos tradicionais.

No Brasil, uma das primeiras regulações do tema data de 2013. A Lei 12.865/2013 estabelece diretrizes para os meios e arranjos de pagamentos. Em 2018, o Bacen – Banco Central do Brasil reconhece o empréstimo entre pessoas e de pessoas para empresas com a publicação da Resolução 4.656/18. Estas operações são chamadas de *P2P Lending* no mercado financeiro. Para o órgão regulador, a denominação é “Sociedade de Crédito Direto

---

<sup>2</sup> Os instrumentos de regulação são apresentados na seção 2.10 desta tese.

(SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Cabe aqui também destacar a possibilidade de emissão de moeda eletrônica pelas SCD.

A chamada Sociedade de Crédito Direto (SCD) é, de acordo com a resolução 4.656/18, uma instituição financeira que visa tornar possíveis as “operações de empréstimo, financiamento e aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem capital próprio.”

O Bacen estabelece o uso da plataforma eletrônica como condição primária para este tipo de sociedade. Desta forma, em 2020 a SCD tem regulação mais consistente do que outras modalidades de serviços financeiros virtuais.

A SCD pode trabalhar com a análise de crédito para terceiros; a cobrança de crédito de terceiros; e a atuação como representante na distribuição de seguro relacionado com as operações financeiras.

Quanto à Sociedade de Empréstimos entre Pessoas (SEP), segundo a mesma resolução, é “instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.” Desta forma, além de realizar as operações supra mencionadas, pode realizar outros tipos de serviços, como a análise de crédito para clientes e terceiros; a cobrança de crédito; a atuação como representante na distribuição de seguro associado a operações já descritas; emissão de moeda eletrônica.

No tema dos criptoativos, a Receita Federal do Brasil adiantou-se: a Instrução Normativa 1888/19, estabelece normas para a cobrança de tributos sobre a posse de Criptoativos, sem apresentar esta categoria de ativos como meio de pagamentos ou reserva de valor. Mesmo com a existência destas iniciativas regulatórias, muitos aspectos destas atividades, bem como outros elementos, ainda não são regulamentados. (PHILIPPON, 2016).

O Relatório de Economia Bancária (2017) destaca os principais segmentos de *FinTechs* como de pagamentos, gestão financeira, empréstimos, investimentos, financiamento privado, seguros, negociação de dívidas, criptoativos e livros-razão. Segundo o relatório, alguns destes segmentos já estão no escopo dos reguladores, conforme já destacado aqui; seja por parte da CVM, ou da Susep. Outros ainda podem ser enquadrados num futuro próximo.

Segundo Milian et al. (2019), as *FinTechs*, como um fenômeno relativamente recente, ainda carecem de regulação mais detalhada. Seu surgimento e operação ainda estão condicionados a uma relativa liberdade de ação. Isto garante vantagem competitiva sobre os

bancos tradicionais, além das inovações que permitem a execução de transações de maneira bem mais simplificada e inteligente que em bancos tradicionais.

A falta de regulação, segundo Milian et al. (2019), abre margem para a criação de pirâmides financeiras e outros tipos de golpes, o que poderia prejudicar a competitividade e a confiabilidade do sistema financeiro virtual. O aumento na regulação, e a discussão sobre o avanço de um marco legal sobre as *FinTechs* envolve pontos positivos e negativos. Uma regulação mais detalhada pode estabelecer regras sobre a criação e operação deste tipo de *FinTechs*, e meios para se fiscalizar possíveis sistemas de fraudes e outros golpes aplicados. (MILIAN et al., 2019).

No entanto, justamente pelo fato de as *FinTechs* atuarem com maior liberdade em relação aos bancos tradicionais, podem aplicar inovações incrementais em serviços tradicionais e se utilizar de serviços e tecnologias não permitidas para os bancos tradicionais. Estas vantagens trazem melhorias que, em teoria, oferecem vantagens competitivas sobre serviços tradicionais, atendendo a um mercado amplo. Para o Relatório de Economia Bancária (2017), do Bacen, “as oportunidades criadas durante esse processo transitório de inovação são mais bem aproveitadas – e seus ganhos mais bem distribuídos – se a atuação do regulador não é inibidora nem permissiva.” (REB, 2017, p. 100).

O surgimento quanto a permanência das *FinTechs* de pequeno porte se justifica principalmente devido à fuga de alguns gestores dos excessos de regulação existentes em grandes bancos, ou no sistema bancário tradicional.

A existência das criptomoedas nos processos de intermediação financeira é um exemplo disto. Como o sistema de *blockchain* dispensa um intermediador financeiro, retira o papel tradicionalmente atribuído ao governo como garantidor de moeda, e, pela sua natureza puramente virtual, não apresenta delimitações geográficas dos agentes presentes nesta transação. Desta forma, é um elemento competitivo que atua numa lacuna da regulação. (REB, 2017).

Caso haja regulação que estabeleça o papel do governo como garantidor de moeda, de um intermediário bancário tradicional ou de delimitação geográfica para estas transações (Ex., mercado nacional), as transações *peer to peer* perderiam sua competitividade, devido aos custos maiores nas transações que adviriam desta intermediação, e a própria razão de existência (isto é, a liberdade de ação nas transações entre as partes interessadas). (WANG et al., 2015); (ANAGNOSTOPOULOS, 2018).

A discussão atual, conforme pode ser verificada em Milian et al. (2019), e Anagnostopoulos (2018), preocupa-se com uma regulação mais rígida que possa impedir que

as *FinTechs* continuem atuando com esta liberdade de operações, e em como isso pode afetar sua relação com os bancos incumbentes.

Caciatori & Cherobim (2019) citam Rochet (1999), que afirma não haver possibilidade de se estudar instituições bancárias ou financeiras sem referir à sua regulação. Neste caso, estudar a regulação não é apenas atividade acessória ao sistema financeiro ou mais especificamente às *FinTechs*, mas tema central que impacta toda a atividade realizada por estas instituições. A regulação bancária se justifica pela assimetria de acesso à informação entre as diferentes instituições.

Como empresas de base tecnológica, as *FinTechs* tem a inovação como estratégia de manutenção e crescimento no mercado, principalmente pela natureza dos serviços prestados e pela forma como são executados por estas empresas. Com base nisto, sua permanência e operação no mercado dependem não somente de como esta Gestão da Inovação é realizada, mas do próprio ambiente em que estão inseridas.

Este ambiente influencia a forma como as *FinTechs* se comportam, como inserem suas inovações no mercado e como se relacionam com os diferentes componentes do mercado.

Dentre os componentes deste ambiente, está a regulação. Como fator influenciador do comportamento das *FinTechs*, o estudo da regulação como elemento ambiental traz maior compreensão sobre como as *FinTechs* trabalham, além de estabelecer os parâmetros que podem ser um óbice ou incentivador da atividade destas.

Dentro deste recorte, o estudo da regulação financeira contribui com parte da explicação sobre como as *FinTechs* se relacionam com a inovação, e sobre os limites impostos a seu crescimento. Como estas empresas estão inseridas dentro de um ambiente regulatório específico, esta relação impacta positivamente ou negativamente sua atividade. Em última instância, estabelece os limites de crescimento e comportamento das *FinTechs*.

Esta seção se ocupou em demonstrar as variáveis envolvidas quando da formulação de regulação no âmbito das *FinTechs*, seus desafios e preocupações com o aspecto de risco, buscando balancear liberdade de ação com proteção aos diversos riscos oferecidos. Além disso, apresentou alguns instrumentos e dispositivos utilizados como base para estas regulações; em especial no Sistema Financeiro Nacional.

A próxima seção ilustra a expansão das *FinTechs* em anos recentes e quais são as oportunidades de crescimento dentro do ambiente financeiro e bancário.

## 2.9 O CRESCIMENTO DAS *FINTECHS* E AS OPORTUNIDADES NO SETOR BANCÁRIO

A inovação dos serviços prestados pode tanto criar a demanda quanto mantê-la, quando consegue atender a necessidades específicas em mercados fortemente segmentados.

Segundo o Relatório de Cidadania Financeira (2018), publicado pelo Bacen, a implantação de serviços digitais consegue atender ao segmento da população que considera o custo de manutenção de uma conta bancária muito alto, pois operações exclusivamente virtuais tendem a ter custos mais reduzidos.

O número de abertura e manutenção de novas contas correntes é um bom indicador de inclusão financeira, porém não o único. O Global Findex indica evolução do uso de serviços virtuais sobre serviços físicos, principalmente nos serviços de pagamentos, seja com uso de débito em conta ou pagamentos de faturas.

Apenas para análise deste potencial de demanda, segundo dados do Global Findex (2017), 58% de adultos não bancarizados no Brasil não detêm conta em Instituição Financeira porque consideram que o custo de manutenção da conta é muito elevado; enquanto que 60% das pessoas não bancarizadas têm acesso a terminais com internet (smartphones ou computadores) e internet.

Até agosto de 2020, o número de *FinTechs* atuando no mercado era de 771. Este aumento, de quase 28%, representa um crescimento expressivo em relação a anos anteriores (*FINTECHLAB*, 2020). Deste total, algo em torno de 270 não constavam em edições anteriores do relatório.

A análise de desempenho das várias modalidades de *FinTech* demonstra que o setor de pagamentos mantém sua posição como principal serviço oferecido, com 190 empresas em 2020. Sistemas de gestão financeira ocupam a segunda posição, com 122 empresas, ultrapassando as empresas especializadas em empréstimos, com 114. (*FINTECHLAB*, 2020).

Ao cruzar os dados apresentados com relação à bancarização da população brasileira com o aumento do número de *FinTechs* no cenário nacional, pode-se verificar demanda crescente por serviços financeiros digitais, mesmo sem aumento da bancarização convencional da população. A expansão do uso de tecnologias da informação pela população e a diminuição/ausência do uso de meios convencionais aponta para esta possibilidade.

Ciacitori (2020) aponta algumas oportunidades e vantagens das *FinTechs* dentro do sistema bancário. Alguns destes elementos foram discutidos na seção 2.4 deste trabalho. Contudo, cabe destacar as vantagens criadas pelas parcerias entre *FinTechs*, em sua maior parte empresas de pequeno e médio porte. Estas parcerias combatem o *lobby* dos grandes

bancos incumbentes; ajudam no processo de transferência de tecnologia e diminuição da assimetria de acesso à informação.

Naturalmente, existe competição entre as *FinTechs*, mas por utilizarem modelos de negócio mais flexíveis e terem fragilidades inerentes ao seu pequeno porte, acabam por coordenar esforços para solucionar problemas específicos, acelerando o processo de transferência de tecnologia e de desenvolvimento de inovações, sejam estas organizacionais, nos sistemas e artefatos utilizados em suas atividades ou na quantidade e qualidade dos serviços que prestam aos seus clientes.

Caciatori (2020) ainda destaca que, ao operarem com custos mais baixos, devido a uma estrutura organizacional mais enxuta, oriunda de um modelo mais flexível e de trabalho remoto, as *FinTechs* conseguem identificar problemas estruturais mais rapidamente que os bancos tradicionais; especialmente elementos relacionados à estrutura organizacional.

Como já destacado pelo autor e descrito aqui na seção 2.4, os problemas advindos da necessidade de presença física das *FinTechs* em vastas áreas geográficas são inexistentes em *FinTechs*. Existe a questão da dependência de infraestrutura de internet adequada; mas essa presença virtual permite a expansão da carteira de clientes muito rapidamente, sem os custos inerentes de ter uma capilaridade geográfica como os grandes bancos incumbentes.

A agilidade de contato com os clientes é outra vantagem: O uso de inteligência artificial viabiliza as próprias operações que alimentam o sistema; como identificar problemas e resolvê-los. Estes sistemas são mais modernos e mais ágeis do que os sistemas legados de bancos tradicionais. (CACIATORI, 2020).

Portanto, as *FinTechs*, segundo Caciatori (2020), ao se apropriarem das vantagens do uso de serviços remotos e de facilidades regulatórias, juntamente com o estabelecimento de parcerias e de uso de transferência de tecnologia, conseguem atingir um vasto público. Como modelo virtual, a escalabilidade das operações e inovações realizadas ocorre muito rapidamente, sendo testadas num amplo mercado.

Assim, inovações em serviços são replicadas em grande escala em curto período de tempo, reduzindo seus custos de operação. Isto é mais difícil e moroso nos bancos tradicionais, porque precisam utilizar mecanismos de proteção, como *lobby* regulatório e criação de seus próprios modelos de serviços virtuais. Conquanto ainda exista assimetria de acesso à informação entre incumbentes e *FinTechs*, Caciatori (2020) enfatiza que o cenário futuro parece apontar no sentido de uma acomodação ou complementaridade entre os serviços de bancos tradicionais e das *FinTechs*.

Ainda não é possível responder se as *FinTechs* se manterão no mercado na forma em que estão atualmente, mas pode-se sim demonstrar com estes dados o potencial da demanda oferecido por estes serviços. A pesquisa se propõe a identificar a evolução destes negócios recentes no mercado, e os óbices e incentivadores sobre suas atividades no que se refere à regulação destes serviços.

Esta seção apresentou as características das *FinTechs* e seus serviços, bem como quais são as oportunidades a serem exploradas dentro de um ambiente altamente competitivo, não só com os bancos incumbentes, mas também entre as *FinTechs*. A seção demonstrou como a concorrência entre *FinTechs* acelera o processo de transferência de tecnologia e desenvolvimento de inovações em serviços prestados.

Além disso, foram apresentadas algumas vantagens das *FinTechs* sobre os bancos tradicionais; vantagens que se convertem em oportunidades; tendo as *FinTechs* a característica de atuar em nichos de mercado não atingidos ou parcialmente atingidos pelos bancos incumbentes. Portanto, a seção serve de ilustração ao contexto das *FinTechs* e suas vantagens com relação aos bancos tradicionais, ajudando a justificar a importância de se estudar esta nova modalidade de prestadores de serviços financeiros.

A próxima seção trata dos tipos de regulação existentes em *FinTechs*, se debruçando sobre o impacto da regulação sobre as atividades realizadas, e o quanto esta regulação pode ser um óbice ou incentivador das atividades realizadas pelas *FinTechs*.

## 2.10 AS MODALIDADES DE REGULAÇÃO EM FINTECHS

A discussão de uma regulação para as *FinTechs* remonta, segundo Zetzsche et al. (2017), à crise financeira de 2008. O primeiro ponto a ser analisado é a proteção ao consumidor, e depois a estabilidade financeira. Com o advento da crise, houve um processo de revisão dos sistemas regulatórios, de acordo com o que havia sido observado como fraquezas na regulação no período pré-crise. Desta forma, antes da crise havia regulação, mas ainda incipiente para sustentar a operação de *FinTechs*.

Importante destacar que a crise de 2008 não se originou em pequenas instituições financeiras, mas que gerou, segundo apontado por Arner et al., (2015); e Larsson et al., (2018) e citado por Caciatori & Cherobim (2019) uma queda acentuada na confiança dos consumidores, negócios e governos nas grandes instituições bancárias.

Havia também a necessidade de reduzir a concentração das transações bancárias em grandes bancos, de forma a descentralizar as atividades e aumentar a qualidade dos serviços prestados. Para Caciatori & Cherobim (2020), além destes elementos já citados, houve o

acesso a novas tecnologias virtuais pelos consumidores, e, com sua popularização, houve também o grande aumento na quantidade de pessoas que têm acesso desde cedo a estas tecnologias, o que trouxe maior confiabilidade no uso de serviços virtuais remotos.

O advento da moderna tecnologia da informação e sua popularização aumentou consideravelmente a demanda por este tipo de serviço. Isto gerou novos serviços e incrementos tecnológicos em serviços já prestados anteriormente. É neste contexto que emerge o termo *FinTech*.

Esta nova era das *FinTechs* é marcada pela velocidade da mudança tecnológica e pelos novos entrantes no setor financeiro, incluindo *FinTechs* do tipo startup e *FinTechs* de comércio eletrônico. (ANAGNOSTOPOULOS, 2018).

Desta forma, os reguladores devem, de acordo com Zetzsche et al. (2017) e Lu (2017) buscar balancear a **estabilidade financeira com a proteção ao consumidor**. Para isto, propõem quatro modalidades de aplicação da legislação, associados ao relacionamento do órgão regulador com as *FinTechs* em determinada região geográfica, observando as características específicas de cada tipo de *FinTech*/serviço prestado.

O primeiro tipo se relaciona com o “não fazer nada”, seja deliberadamente, ou não. Desta forma, trata-se simplesmente de não regular as *FinTechs*. O resultado é uma forma de *laissez-faire* no desenvolvimento da inovação em *FinTechs*; isto, é claro, depende do quanto a legislação bancária se aplica ao setor.

Zeutzsche et al. (2017), Navaretti et al. (2018), exemplificam o caso chinês, que se trata de uma abordagem altamente permissiva. Enquanto este modelo permissivo foi benéfico no caso chinês por um certo tempo, estes autores observaram que a inovação em si pode também trazer riscos, de forma que o modelo permissivo passa, gradativamente, a ser substituído por um modelo regulatório mais cauteloso e incisivo.

No entanto, Niforos (2017) aponta que não fazer nada também pode indicar que as *FinTechs* podem buscar cumprir uma regulação tradicional, competente aos bancos, o que pode trazer resultados mais restritivos. Desta maneira, existe um dilema que se apresenta: a permissividade traz riscos associados à inovação irrestrita no setor; e ao cumprimento de legislações restritivas de bancos tradicionais.

Para ele, deixar a “mão invisível” tomar conta do mercado de *FinTechs* acaba por ser prejudicial às mesmas. Neste cenário, ou se escolhe entre a **proteção contra os riscos** (no caso de seguir a legislação tradicional), deixando de incentivar a inovação no setor, ou as *FinTechs* ficam sem qualquer proteção ao risco.



Na segunda modalidade, os reguladores podem, de acordo com Zetsche et al. (2017), Navaretti et al. (2018) procurar um certo nível de flexibilidade num estudo caso a caso, o que poderia aqui ser classificado como **abordagem permissiva/cautelosa**. Muitos empresários, quando tendo um conjunto de inovações a que utilizar, e utilizando legislação que permita o crescimento e desenvolvimento financeiro (juntamente com a estabilidade financeira e a proteção ao consumidor) recebem licenças restritas, ou exceções por serem empresas inovativas.

Esta modalidade permite aos reguladores desenvolver atividades que permitam a geração de informações ou experiências com inovações. Isto vai na contramão da política dos chineses de não regular inovações. Para Tsai & Peng (2017), a legislação somente entra em cena quando o processo evolucionário ou de crescimento das firmas do tipo *FinTech* atinge um certo tamanho ou importância. Neste segundo estágio *FinTechs* de pequeno porte ainda escapariam à legislação, e poderiam operar com certo grau de liberdade.

O terceiro tipo destaca a implantação de um “contexto estruturado para experimentação”, nas palavras de Zetsche et al. (2017). Aqui, o conceito da chamada “caixa de areia”, ou *sandbox*, é aplicado diretamente às *FinTechs*, embora já tenha sido utilizado por outros setores de tecnologia de ponta, que não a área financeira.

No setor financeiro, a *sandbox* está ligada à noção de um espaço seguro para a experimentação de novas tecnologias e inovações, que apresentem aplicação futura nas finanças. Basicamente, cria um ambiente de negócios para o teste de produtos (neste caso inovações financeiras), com menos risco de serem barradas ou sofrerem sanções do regulador. Os reguladores, por seu turno, requerem alguns parâmetros de operação para este ambiente de experimentação.

Os *sandboxes* regulatórios buscam sustentar a inovação competitiva em mercados financeiros. Ou seja, ao se avaliar os riscos associados com a inovação, de acordo com o conceito básico de inovação, o mercado financeiro absorveu uma prática de outros setores para verificar como determinados produtos e inovações impactam a atividade de *FinTechs*.

No entanto, segundo Magnuson (2018), isso tem custo para os envolvidos, mas favorável aos reguladores, ao permitir comparação entre potenciais entrantes no mercado, ainda na fase piloto de *sandbox*. Outro ponto a ser destacado em *sandboxes* é que, embora haja mais visibilidade nos critérios que são utilizados, são processos que dependem muito das interações humanas que ali ocorrem.

No quarto tipo, as regulações existentes são melhoradas ou mesmo novas regulações são desenvolvidas, de forma a criar uma estrutura mais permissiva a novos entrantes e à execução de novas atividades em *FinTechs*.

Finalmente, a associação entre a modalidade de regulação em *FinTechs* e o papel que isto tem na inovação, traz resultados positivos ou negativos para estas empresas, como o fato de que parte da capacidade inovadora das *FinTechs* pode ser limitada se houver regulação excessiva.

Assim, a regulação pode impulsionar a atividade de um tipo específico de *FinTech* e dificultar as operações de outros tipos. Para mais bem analisar as modalidades de regulação e seu impacto, o Quadro 3 apresenta as modalidades de regulação, segundo classificação de Zeutsche et al. (2017).

Quadro 3: Modalidades de regulação em *FinTechs*

Tipo de regulação	Descrição das características
<b>“doing nothing”</b>	não fazer nada”, seja deliberadamente, ou não. Desta forma, trata-se simplesmente de não regular as <i>FinTechs</i> . O resultado é uma forma de <i>laissez-faire</i> no desenvolvimento da inovação em <i>FinTechs</i> ; isto, é claro, depende do quanto a legislação bancária se aplica ao setor.
<b>abordagem permissiva/cautelosa</b>	Busca certo nível de flexibilidade num estudo caso a caso; quando tendo um conjunto de inovações a que utilizar, com a legislação permitindo o crescimento e desenvolvimento financeiro (juntamente com a estabilidade financeira e a proteção ao consumidor); as empresas recebem licenças restritas, ou exceções por serem empresas inovativas.
<b>Sandbox regulatório (Caixa de areia)</b>	Ligada à noção de um espaço seguro para a experimentação de novas tecnologias e inovações, que apresentem aplicação futura nas finanças. Basicamente, cria um ambiente de negócios para o teste de produtos (neste caso inovações financeiras), com menos risco de serem barradas ou sofrerem sanções do regulador. Os reguladores requerem alguns parâmetros de operação para este ambiente de experimentação.
<b>Quarto nível</b>	Reformulação das legislações já existentes; acréscimos às legislações (adaptações de acordo com as necessidades de determinado serviço oferecido/demanda). Criação de novas legislações específicas.

Fonte: O autor (2020), adaptado de Zetzsche et al. (2017).

A discussão sobre a regulação, observada em Zetzsche et al. (2017); Navaretti et al. (2018); Cuya (2016); Arner et al. (2017) está centrada em qual momento a regulação ocorre, se antes do desenvolvimento das inovações; ou se se permite que as inovações se desenvolvam e depois busca a regulação, num processo de correção de possíveis entraves ou problemas relacionados à aplicação das inovações financeiras no mercado.

A regulação da operação de *FinTechs* pode ocorrer em dois momentos, e pode ser aplicada em quatro tipologias, segundo Zetzsche et al. (2017). Isto não significa que todo ambiente de *FinTechs* utiliza todas as tipologias. Cada contexto, ou cada caso, tem características que podem indicar ou não a necessidade de regulação mais forte.

Conforme destacado por Harker e Harker (2017), e por Zetzsche et al. (2017), a existência de uma regulação busca principalmente proteger as instituições de riscos. Neste caso, o risco associado à inovação tecnológica, seja ela disruptiva ou não. Freji (2018) indica que a regulação é tradicionalmente visto como um obstáculo ao processo de inovação em *FinTechs*, embora, devido às mudanças tecnológicas profundas nas tecnologias financeiras nos últimos anos, surge uma nova visão de que a regulação pode ser benéfica tanto para bancos tradicionais quanto para as *FinTechs*.

Arner et al. (2015), e Zetzsche et al. (2017) apontam que, no caso de a regulação constituir barreira para a competição, quanto mais regulação, menor os riscos apresentados por empresas do tipo *FinTech* às instituições financeiras tradicionais.

O risco de operação das *FinTechs* está ligado à sua experimentação não protegida com a inovação; isto quando se trata das próprias *FinTechs*. O outro aspecto do risco está ligado ao impacto disto nos bancos incumbentes.

Zetzsche et al. (2017) indicam que o ambiente financeiro é altamente regulado, e não se sabe ao certo o que um ambiente livre de regulação poderia ocasionar nos mercados financeiros. Ou seja, a regulação, de qualquer forma, é algo a ser contemplado no ambiente das *FinTechs*, devido à vulnerabilidade destas perante os bancos incumbentes. A discussão está centrada em como isto será realizado, e em que intensidade. Este é um processo gradual, e que ainda não se conhecem todos os desdobramentos possíveis para as *FinTechs*. (CHANG; HU, 2020).

Quanto à flexibilidade de regulação, Zetzsche et al. (2017) destacam a regulação flexível e restrita a determinados tipos ou setores de atividades, como por exemplo *P2P lending*, *equity crowdfunding* ou pagamentos.

O quarto tipo oferece uma possibilidade de estudo pontual. Partindo do pressuposto que as *FinTechs* estão dentro de um ambiente regulatório, seguem as determinações desta regulação, e por ela são afetadas, positiva ou negativamente.

Dentro deste estudo, a Gestão da Inovação e o Crescimento da Firma são impactados pela regulação, a qual funciona como um incentivador ou um óbice a estes elementos citados.

Por sua vez, as operações realizadas pelas *FinTechs* fornecem informações aos órgãos reguladores, os quais podem realizar alterações na regulação ou mesmo criação de novas regulações específicas para serviços ou atividades ainda não previstas. Novamente, os órgãos incidem sobre as operações das *FinTechs*.

Compreender como este fluxo de informações ocorre poderia indicar um caminho para a melhoria nas regulações vigentes, como nos prospectos de inovação e de crescimento para *FinTechs* nascentes, sob a égide de uma regulação que incentiva suas atividades e as protege de riscos de mercado.

Portanto, esta seção discutiu os tipos e níveis de regulação e o quanto estes níveis influenciam positiva ou negativamente as atividades realizadas por *FinTechs*. Desde o modelo *laissez faire* até um *sandbox* regulatório e uma regulação adaptativa e flexível, cada modelo têm seus problemas e suas oportunidades. Cada legislação ou jurisdição adapta o modelo que considera o melhor para cada ambiente de atuação das *FinTechs*.

Outrossim, foram apresentados argumentos de como as operações em *FinTechs* podem auxiliar o regulador a aperfeiçoar a regulação pertinente; a relação da regulação com a inovação (como incentivador ou barreira); os riscos de um ambiente de atuação totalmente livre ou sem regulação e os excessos de uma regulação muito rígida. Como todas as operações ocorrem sob a égide da regulação, compreender que modelo é utilizado e seu impacto nas atividades é importante.

O próximo ponto discute brevemente as principais experiências com regulação de *FinTechs* em outras jurisdições ou países.

## 2.11 EXPERIÊNCIAS COM REGULAÇÃO EM *FINTECHS* AO REDOR DO MUNDO

O Comitê da Basileia e as regulações do setor financeiro inspiram, em certa medida, a necessidade de se regular um tipo de atividade relativamente recente e que merece atenção mais detalhada. Conquanto exista argumentação de que a regulação pode ser um elemento restritivo da competitividade das *FinTechs*, foi verificado que a regulação pode proteger estas empresas.

Muitos países estão focados no segundo aspecto da implantação da regulação, conforme apontado no artigo de Zetzsche et al. (2017): a flexibilidade da legislação adaptada a cada caso, ou apenas a um tipo de atividade das *FinTechs*. Pequenos ajustes são realizados no sentido de facilitar a operação das *FinTechs* nestes países.

A Coreia do Sul e Japão relaxaram suas regulações para as *FinTechs* com a intenção de fomentar a compra e controle de *FinTechs* por grandes instituições financeiras. Para I.S. (2018), que estudaram o problema da sistematização de um marco regulatório na Rússia, esta absorção das *FinTechs* por grandes instituições financeiras se converteu numa tendência em muitos países. Seria uma forma de combater a competição das *FinTechs* e expandir sua área de atuação para mais clientes.

Em Yew et al. (2018), é apresentado o contexto da China, Singapura e Hong Kong, países que apresentam alguns dos maiores ambientes de *FinTechs* competindo com bancos tradicionais no mundo.

No sistema chinês, há preocupação constante com os riscos potenciais apresentados pela disrupção tecnológica causada pelas *FinTechs*. As autoridades chinesas estabeleceram uma série de regras para promover a segurança em operações financeiras online. De um modelo “*doing nothing*”, a China passa, sob um novo modelo regulatório, por medidas restritivas em volumes de transações online, bem como a necessidade de cadastros mais consistentes de forma a evitar riscos com fraudes da parte de provedores de serviços.

Yew et al. (2018) destacam que a população chinesa, ainda com grande porcentagem vivendo em zonas rurais superpopulosas e de baixa renda, apresenta dificuldades de acesso aos serviços tradicionais de bancos, donde o advento do chamado “*shadow banking*”, ou bancos informais e a utilização de sistemas de empréstimo entre pessoas, P2P. Um episódio na China envolvendo P2P acabou por criar um sistema de fraude baseado no esquema de Ponzi, onde milhares de pessoas acabaram lesadas por esta fraude.

Estes e outros episódios tornaram imperativo a mudança de um modelo *laissez faire* para um sistema de regulação flexível para cada tipo de inovação financeira ou serviço financeiro prestado pelas *FinTechs*. Embora as *FinTechs* na China estejam sendo fortemente regulados por vários sistemas reguladores (para cada tipo de serviço) ainda falta supervisão e um manual para um esquema coordenado de regulação.

Com relação a Hong Kong, o país, segundo Yew et al. (2018), vem buscando alcançar patamares mais elevados quanto ao *awareness* e ao desenvolvimento de regulações para *FinTechs*, tendo em vista o impacto do setor financeiro neste país asiático. Embora ainda

Singapura seja um dos principais líderes asiáticos no mercado financeiro, Hong Kong tem buscado se tornar um hub local para o ambiente de *FinTechs* asiático.

A Autoridade Monetária de Hong Kong (HKMA) é o banco central de Hong Kong, regulando sobre o setor bancário do país, como um banco e custódia de depósitos.

Assim, de forma a promover o desenvolvimento de *FinTechs*, o HKMA estabeleceu um Centro de Facilitação de *FinTechs*, cujas principais áreas de atuação são a promoção de pesquisas em soluções de *FinTechs* em colaboração com a indústria; promover uma plataforma de interface de comunicação entre as empresas *FinTechs* e os reguladores.

Finalmente, foi lançado o *FinTech* Innovation Hub, com vistas a dar suporte ao ambiente regulatório, chamado “*FinTech* Supervisory Sandbox”. A preocupação mais recente das autoridades de Honk Kong se voltou para a administração dos sistemas de Blockchain, onde há grande potencial de fraude apresentado sob a forma de **lavagem de dinheiro**.

Em Singapura, existem diferentes autoridades regulando o sistema financeiro. Singapura é um país na vanguarda do desenvolvimento das *FinTechs* no mundo. A Autoridade Monetária de Singapura (MAS) lidera e dá suporte às atividades de *FinTechs* no país.

O país tem sido mais agressivo em buscar investimento para *FinTechs* nos últimos anos, segundo Yew et al. (2018). Recentemente, o país tem buscado proteger a mão de obra local em *FinTechs*, devido ao grande fluxo migratório de pessoal capacitado para o país. Desta forma, os critérios para contratação de pessoal estrangeiro em empresas financeiras do país se tornaram mais rigorosos.

Com Singapura buscando promover o seu sistema de *FinTechs*, a autoridade monetária do país (MAS) e o Serviço Nacional de Reservas (NRF) estabeleceram um escritório central de *FinTechs* com um departamento de serviços para servir e atender a todos os assuntos relacionados a *FinTechs*. Outrossim, Singapura está desenvolvendo o programa “SMEs go digital” de forma a fortalecer seu *core business*, e integrá-las à economia digital. Sob este programa, existem aproximadamente 80 milhões de dólares para ajudar às empresas de pequeno porte locais a adotarem soluções digitais.

A regulação estabelecida busca encorajar a inovação em *FinTechs*, e o Banco Central criou o sistema de sandbox regulatório no país de maneira a supervisionar e assegurar a inovação e sua adequação aos requisitos financeiros do país. Neste sistema de Sandbox regulatório, o MAS busca a inovação financeira e o aumento da eficiência dos serviços prestados; a melhor administração dos riscos, abrir novas oportunidades bem como melhorar a qualidade de vida dos locais.

De maneira a lidar com a **incerteza** envolvida no processo de inovação sem comprometer a possibilidade do teste de novas tecnologias, o MAS permitiu que os produtos desenvolvidos por *FinTechs* possuam regulações mais flexíveis. Um exemplo disso é que as empresas dentro do sistema de Sandbox têm 6 meses para definir um experimento, sem que ele seja replicado em escala de mercado. A regulação de Singapura busca enfatizar o crescimento e a inovação nas *FinTechs* locais.

No cenário da União Europeia, de acordo com Miseviciute (2018), o conselho da UE confirmou um acordo entre o Parlamento Europeu e o Conselho da UE sobre emendas à quarta diretiva anti-lavagem de dinheiro. Um dos objetivos claros desta emenda é a trazer “menos anonimato e mais rastreabilidade, através de melhor identificação de clientes, e fiscalização mais forte”.

Estas emendas trazem aos provedores de custódia de carteiras virtuais, bem como às plataformas de trocas de moedas virtuais dentro do escopo de atuação da Quarta Diretiva a obrigação de desenvolver políticas e procedimentos para detectar, prevenir e reportar fraudes de lavagem de dinheiro e financiamento de grupos terroristas. As Emendas somente cobrem trocas entre moedas fiduciárias e virtuais; consequentemente, trocas entre moedas virtuais apenas estão fora do escopo da Diretiva.

Para Miseviciute (2018), com relação ao *crowdfunding*, na UE, ao invés de ter de atender a diferentes regimes regulatórios, as plataformas de *crowdfunding* terão que atender a apenas um conjunto de regras, seja operando no mercado doméstico ou entre os membros da EU. Investidores em plataformas de *crowdfunding* deverão “estar protegidos por regras claras sobre governança, gestão de risco e uma abordagem coerente com relação à supervisão e auditoria.

A União Europeia está preocupada com o potencial de *blockchain*, cuja regulação está bastante focada na transparência e a segurança cibernética, mais especificamente na certificação de criptomoedas. Até o momento, a Ue tem buscado uma abordagem pro-inovadora com relação à tecnologia para a emissão de criptomoedas, como um grande número de iniciativas da UE demonstram. Isso indica que várias instituições europeias ainda acreditam ser muito cedo para regular a tecnologia de *blockchain* em seus países.

No momento atual, segundo Miseviciute (2018), há necessidade de mais pesquisa em inovação, desenvolvimento e teste piloto dos conceitos desenvolvidos para tornar mais fácil o domínio da tecnologia. Quanto ao tema das moedas virtuais, os bancos centrais dos estados-membros ainda não consideram as moedas virtuais como equivalentes a dinheiro real, ou moeda aceita por força de lei.

Segundo o autor, isto pode criar problemas para os usuários dentro da UE – novamente, como no caso de perdas ou fraudes, como podem facilmente acontecer num ambiente virtual, ex.: *hackers* – não existe um sistema de compensação ou mecanismo de recuperação do dinheiro perdido.

Não há consenso claro de como se legislar sobre as criptomoedas e suas plataformas, pois funcionam por meios de legitimação virtuais e compartilhados e não passam por um autoridade centralizada, como a moeda tradicional. O desafio é regular atividade, independente de instituição financeira regulada; onde a validação se dá entre os pares da rede.

Em Taiwan, segundo um estudo de caso realizado por Ryu (2018) e Hung e Luo (2016), as regulações estão favorecendo a atuação de bancos tradicionais no contexto de serviços de finanças digitais. Entre estas regulações, as chamadas “Regulações sobre Investimentos de Bancos e Holdings financeiras em empresas *FinTech*” permite que bancos e outras holdings financeiras invistam em empresas *FinTech* e controlem o capital investido.

Outra regulação está ligada a serviços e indústrias de tecnologia financeira, definindo qual é o escopo de atuação de *FinTechs*, e de que forma os bancos e outras instituições financeiras podem investir neste segmento.

Segundo Herrera e Vadillo (2018), no Reino Unido, houve o lançamento de um programa para estimular a competição e a criação e desenvolvimento de *FinTechs* em seus mercados, chamado de Hub de Inovação. A ideia era fomentar pequenas e médias empresas que vendem serviços inovadores e que possam melhorar a qualidade de vida dos consumidores. Entre as medidas tomadas, está a criação de um espaço para diálogo entre os órgãos supervisores e as empresas com propostas inovadoras.

Segundo Davis; Murphy (2016), a Austrália tem regulação específica para atividades de empréstimo P2P, adaptada de uma legislação mais antiga utilizada no sistema financeiro tradicional. A discussão no país está centrada no fato de que esta regulação não mais comporta as necessidades das plataformas de P2P, e que uma reformulação se faz necessária.

No contexto da América Latina, segundo Herrera e Vadillo (2018), existe grande preocupação com o excesso de regulação em sistemas financeiros tradicionais, e os gestores da área afirmam que o excesso de regulação pode se converter em ameaça à expansão de seus negócios.

Há desconhecimento e confusão quanto à aplicabilidade e especificidades do marco legal e de quais requisitos devem ser cumpridos. Parece haver “falta de clareza” quanto a quais regras valem como lei, e também sobre quem as supervisiona. Neste caso, o desestímulo a atividades e testes de tecnologias em *FinTechs* aponta não somente para o excesso de regras



e requisitos legais a serem cumpridos, bem como pelo receio das consequências decorrentes do não-cumprimento.

Refletindo o cenário mundial, os gestores de diferentes plataformas indicam a necessidade de regulação mais específica em cada tipo de serviço oferecido, num processo de regulação próprio para cada caso analisado. Segundo Herrera e Vadillo (2018), entre as características do uso de Sandbox regulatório para as *FinTechs* latino-americanas está, principalmente, a oferta de soluções caso a caso, a duração limitada e o fato de que, por atuarem em economias com maior vulnerabilidade, precisam de ambientes de teste para verificar a efetividades das inovações que desenvolvem.

O procedimento, após a realização dos testes, é a verificação de quais riscos estão associados às novas atividades. Se estes produtos ou inovações testados gerarem valor e benefícios reais aos clientes, aí é realizada a proposta de regulação e a autorização de sua comercialização. Caso os problemas apresentados na fase de testes não forem solucionados, ou caso existam riscos excessivos, seja pelo risco da própria inovação ou pelo risco de fraudes ou ameaças aos usuários.

Aspectos não-previstos na norma também precisam de regulação, ou mudanças em alguns pontos que podem significar ameaça à inovação. (HERRERA; VADILLO, 2018)

Segundo Herrera e Vadillo (2018), e no âmbito das determinações da IOSCO, alguns órgãos reguladores estão considerando as sandboxes como um meio de permitir a diversas plataformas de inovação financeira o acesso a um marco regulatório mais flexível, de forma a testar tecnologias e soluções inovadoras em ambientes controlados e que obedeçam a certos parâmetros de funcionamento.

No entanto, tal afirmação não é um consenso entre diferentes países, com o exemplo da França, onde, de acordo com Herrera e Vadillo (2018), e Dermine (2016), isto pode criar “um desequilíbrio nas regras do mercado”, entre as plataformas presentes dentro da sandbox e outros inovadores tradicionais. Desta maneira, propõe um enfoque que observe a “escala e complexidade das atividades realizadas”.

Para Herrera e Vadillo (2018), a regulação pode ser um impulsionador da atividade criativa, eliminando alguns problemas presentes em mercados livres e sem regulação, como por exemplo as assimetrias de acesso à informação. Pode também contribuir na definição de normas claras de funcionamento, trazendo maior confiança ao mercado e evitando algumas distorções. Os espaços de testes regulatórios criam um ambiente onde as diferentes plataformas podem realizar o teste de tecnologias e inovações de forma mais segura, ao

mesmo tempo em que permite que o órgão supervisor possa inspecionar suas operações com maior proximidade.

A maior vantagem deste arranjo é que ele permite que determinadas soluções mais específicas sejam oferecidas e que mudanças possam ser executadas ainda durante o processo, porque não estão sendo apresentadas ao mercado concorrencial mais amplo. Neste caso, se convertem na “ferramenta ideal para entender o funcionamento de setores revolucionários e altamente dinâmicos”. (HERRERA & VADILLO, 2018).

Em todos os casos observados, parece haver uma dicotomia entre a necessidade de se regular estas atividades de *FinTechs*, cujas consequências ao mercado e ao consumidor ainda não estão claramente definidas, ou em que ainda não há consenso quanto ao seu impacto, com a criação de valor por meio da inovação. O quadro 4 sumariza a situação da regulação em diferentes países.

Quadro 4: Iniciativas sobre regulação em *FinTechs* em diferentes países/regiões

<b>País/Região</b>	<b>Iniciativas sobre regulação em <i>FinTechs</i></b>
<b>Coreia do Sul e Japão</b>	Afrouxamento de suas respectivas regulações para as <i>FinTechs</i> com a intenção de fomentar a compra e controle de <i>FinTechs</i> por grandes instituições financeiras
<b>China</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Preocupação constante com os riscos potenciais apresentados pela disrupção tecnológica causada pelas <i>FinTechs</i>.</li> <li>- Regras de segurança estabelecidas. Migração do modelo “doing nothing” para um modelo mais restritivo.</li> </ul>
<b>Hong Kong</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Busca de patamares mais elevados de detalhamento da regulação de <i>FinTechs</i> devido ao tamanho de seu mercado financeiro.</li> <li>- Criação do “<i>FinTech</i> Supervisory Sandbox”.</li> </ul>
<b>Singapura</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Agressividade em buscar investimento para <i>FinTechs</i> nos últimos anos, segundo Yew et al. (2018).</li> <li>- País tem buscado proteger a mão de obra local em <i>FinTechs</i>, devido ao grande fluxo migratório de pessoal capacitado para o país. Desta forma, os critérios para contratação de pessoal estrangeiro em empresas financeiras do país se tornaram mais rigorosos.</li> </ul>
<b>União Europeia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Confirmação de um acordo entre o Parlamento Europeu e o Conselho da EU sobre emendas à quarta diretiva anti-lavagem de dinheiro.</li> <li>Objetivo: trazer “menos anonimato e mais rastreabilidade, através de melhor identificação de clientes, e fiscalização mais forte”.</li> <li>- obrigação de desenvolver políticas e procedimentos para detectar, prevenir e reportar fraudes de lavagem de dinheiro e financiamento de grupos terroristas.</li> </ul>
<b>Taiwan</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- regulações estão favorecendo a atuação de bancos tradicionais no contexto de serviços de finanças digitais. Entre estas regulações, as chamadas “Regulações sobre</li> </ul>

	Investimentos de Bancos e Holdings financeiras em empresas <i>FinTech</i> ” permite que bancos e outras holdings financeiras invistam em empresas <i>FinTech</i> e controlem o capital investido.
<b>Reino Unido</b>	- lançamento de um programa para estimular a competição e a criação e desenvolvimento de <i>FinTechs</i> em seus mercados, chamado de Hub de Inovação. - A ideia era fomentar pequenas e médias empresas que vendem serviços inovadores e que possam melhorar a qualidade de vida dos consumidores
<b>América Latina</b>	- preocupação com o excesso de regulação em sistemas financeiros tradicionais, - excesso de regulação pode se converter em ameaça à expansão de seus negócios.

Fonte: O autor (2020).

Quando se aborda a proteção ao investidor, este normalmente é realizado pelas regulações existentes em cada país ou região. Segundo Ruiz et al. (2018), isto pode ser complementado por entidades autorreguladoras.

Quando se trata da realidade da América Latina, as entidades responsáveis pela publicação das normas de funcionamento dos mercados financeiros são as mesmas que realizam seu monitoramento, ou supervisão de seu cumprimento. O quadro 5 traz uma síntese dos principais órgãos reguladores na América Latina, baseado no trabalho realizado por Ruiz et al. (2018).

Quadro 5: Órgãos reguladores do Sistema Financeiro nos países da América Latina

PAÍS	PRINCIPAIS ÓRGÃOS	RESUMO DAS PRINCIPAIS ATRIBUIÇÕES
<b>Argentina</b>	Banco Central da Argentina; Superintendência de Entidades Financeiras e Cambiárias; Comissão Nacional de Valores	regular, fiscalizar e controlar a todos os participantes do mercado; proteção ao investidor.
<b>Brasil</b>	BACEN	Autorizar o funcionamento e fiscalizar as instituições financeiras, punindo-as se for o caso;
	CVM	Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; • Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações

<b>Bolivia</b>	Autoridade de Supervisão do Sistema Financeiro (ASFI)	regula e supervisiona o funcionamento das entidades bancárias cooperativas, mútuas, fundos financeiros e entidades que operam com valores.
	Autoridade de Fiscalização e Controle de Pensões e Seguros (APS)	supervisiona, fiscaliza, controla e regula as pessoas físicas e jurídicas que desempenham suas atividades no âmbito da seguridade social de longo prazo e do mercado de seguros.
<b>Chile</b>	Superintendência de Valores e Seguros (SVS)	emissão de normativa que alcança os atuantes do mercado de valores.
	Banco Central do Chile	regular o sistema financeiro e o mercado de capitais, assim como vigiar a estabilidade do sistema financeiro
	A Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras (SBIF)	supervisão e regulação dos bancos e instituições financeiras em resguardo dos depositantes ou outros credores e do interesse público
	Superintendência de Pensões (SP)	vigilância e controle do sistema de pensões solidárias, que administra o Instituto de Previdência Social, das Administradoras Privadas de Fundos de Pensões, e da Administradora de Fundos de Garantia.
<b>Colômbia</b>	Superintendência Financeira (SFC)	supervisão e cumprimento das normas de proteção ao consumidor do sistema financeiro, assegurado, provisional e do mercado de valores.
	Autorregulador do Mercado de Valores (AMV)	verificação do cumprimento da normatividade aplicável relacionada com a atividade de intermediação de valores, isto é, as normas do mercado de valores referentes à atividade de intermediação
<b>Costa Rica</b>	Superintendência Geral de Valores (SUGEVAL)	âmbito do mercado de valores
	Conselho Nacional de Supervisão do Sistema Financeiro (CONASSIF),	Responsabilidades normativas
<b>Equador</b>	Superintendência de Bancos e Seguros	Atividade bancária e de seguros
	Superintendência de Companhias do Equador	precautelando a proteção do investidor
<b>El Salvador</b>	Superintendência do Sistema Financeiro (SSF)	supervisionar a atividade individual e consolidada dos integrantes do sistema financeiro
<b>Guatemala</b>	Registro do Mercado de Valores e Mercadorias	registro dos atos que realizam e contratos que celebrem as pessoas que intervêm nos mercados bursátil e extrabursátil

<b>Honduras</b>	Comissão Nacional de Bancos e Seguros (CNBS)	supervisionar e zelar pelo cumprimento da Lei de Mercado de Valores, e das Normas para o Fortalecimento da Transparência, a Cultura Financeira e Atenção ao Usuário Financeiro nas instituições supervisionadas, assim como de suas Normas Complementares.
<b>México</b>	Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV)	supervisionar e regular as entidades integrantes do sistema financeiro
	Comissão Nacional para a Defesa dos Usuários de Serviços Financeiros (CONDUSEF)	proteção e defesa dos direitos e interesses dos usuários de serviços financeiros
<b>Panamá</b>	Superintendência do Mercado de Valores (SMV)	supervisão e cumprimento das normas de proteção do investidor no âmbito do mercado de valores
	Superintendência de Bancos	regular e supervisionar a atividade bancária e o negócio fiduciário
	Superintendência de Seguros e Resseguros	seguro e resseguro
<b>Paraguai</b>	Comissão Nacional de Valores (CNV)	supervisionar as normas de proteção do investidor no âmbito do mercado de valores.
<b>Peru</b>	Superintendência do Mercado de Valores (SMV)	supervisionar o cumprimento da legislação do mercado de valores pelas pessoas físicas e jurídicas que participam no referido mercado
<b>República Dominicana</b>	Superintendência de Valores (SIV)	regula e supervisiona o mercado de valores, sendo o órgão competente para o cumprimento e a supervisão da proteção do investidor no âmbito do mercado de valores
<b>Uruguai</b>	Superintendência de Serviços Financeiros	supervisionar o sistema financeiro e as diferentes entidades que compõem, isto é, empresas de intermediação financeira, mercado de valores, empresas de seguros e administradoras de fundos de poupança previdenciária.

Fonte: O autor (2020).

Esta seção apresentou as experiências com a regulação em diferentes países, para efeito ilustrativo. Cada país têm suas particularidades, características de seu mercado e política regulatória específica, e utiliza o modelo de regulação que melhor se adapta a sua realidade. Discutiu-se a necessidade da formulação de regulações específicas para cada tipo de serviço prestado.

Também foi demonstrado que não existe um consenso sobre qual o melhor modelo regulatório, uma vez que cada país ou região têm particularidades e interpretações diferentes da norma. Alguns países servem de modelo para elaboração de novas regulações, uma vez que foram pioneiros na matéria, a exemplo do Reino Unido e Itália.

Foi apresentado os principais temas e iniciativas sobre regulação numa série de países. Por fim, trazendo a questão à realidade da América Latina, foi criada uma estrutura demonstrando os principais órgãos regulares no Sistema Financeiro de cada país, bem como suas principais atribuições.

A próxima seção discute a realidade brasileira, trazendo um breve panorama dos órgãos reguladores do Sistema Financeiro Nacional e como a Comissão de Valores Mobiliários e seus instrumentos se encaixam dentro da estrutura.

## 2.12 BRASIL - A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E SUAS ATRIBUIÇÕES

A CVM (Comissão de Valores Mobiliários) foi criada pela Lei 6.385/76, classificando-se como uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, com o objetivo de “fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (CVM, 2020). Trata-se de uma autarquia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios.

Como autarquia, tem estrutura administrativa independente, com estabilidade no quadro diretório, bem como independência nos âmbitos de elaboração de orçamento. Como parte do Sistema Financeiro Nacional (SFN), a CVM se classifica como uma entidade supervisora, atuando no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil.

Dentro do SFN, ainda existem, como órgãos normativos, o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP); e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC). Como entidades supervisoras, existe a figura do Bacen (Banco Central do Brasil); a própria CVM, bem como a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP); e finalmente a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (SNPC).

Além destes órgãos supervisores e normativos, existem ainda os chamados “operadores” do mercado, que incluem as seguintes entidades: bancos e caixas econômicas, administradoras de consórcios, bolsa de valores, cooperativas de crédito, resseguradoras, corretoras e distribuidoras, bolsa de mercadorias e futuros, instituições de pagamento, demais instituições não-bancárias, Entidades abertas de previdência, sociedades de capitalização, entidades fechadas de previdência complementar.

Para compreender melhor esta estrutura, o quadro 6 foi desenvolvido, demonstrando os principais órgãos do SFN e suas principais divisões.

Quadro 6: Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

	<b>Moedas, crédito, capitais e câmbio</b>	<b>Seguros privados</b>	<b>Previdência fechada</b>
--	---	-------------------------	----------------------------

<b>Órgãos normativos</b>	Conselho Monetário Nacional		CNSP Conselho Nacional de Seguros Privados	CNPC
<b>Órgãos supervisores</b>	<b>Banco Central do Brasil</b>	<b>CVM</b>	<b>SUSEP</b>	<b>PREVIC</b>
<b>Operadores</b>	Bancos e Caixas Econômicas Cooperativas de Crédito Instituições de pagamento Corretoras	Bolsa d/e Valores Bolsa de Mercadorias e Futuros	Seguradoras e resseguradoras Entidades abertas de previdência Sociedades de capitalização	Fundos de pensão

Fonte: Autor, adaptado de Bacen (2020).

De acordo com o Bacen (2020), o Sistema Financeiro Nacional (SFN) opera por meio de normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e pela própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como pode ser observado no Quadro 6. Assim, há a garantia de “eficiência da intermediação de recursos e promoção da estabilidade financeira”.

Como esta regulação é aplicada às Instituições financeiras de forma segmentada, observando o risco associado a cada uma e sua importância na atuação internacional, quanto maior este risco ou importância, maior é a abrangência e complexidade destas regras estabelecidas.

O órgão normativo superior do Sistema Financeiro Nacional é o Conselho Monetário Nacional, que detem a responsabilidade sobre a criação de normas e políticas de moeda e crédito. De maneira ampla, tem por objetivo manter a estabilidade da moeda e a liquidez do sistema.

Criado pela Lei n. 4.595/64, o CMN administra a adequação de meios de pagamento às necessidades da economia; regula os valores da moeda e o equilíbrio da balança de pagamentos; orienta a aplicação de recurso em instituições financeiras; auxilia na melhoria de instituições e instrumentos financeiros; preza pela liquidez e solvência de instituições financeiras, além de controlar as políticas de moeda, crédito, orçamento e dívida pública. (BACEN, 2020).

Portanto, é o órgão com atribuições mais gerais sobre a política monetária no país, e cujos princípios são depois detalhados nos órgãos que o compõe. De forma geral, as regras do Sistema Financeiro Nacional são deliberadas por decisões conjuntas do CMN, BACEN e da CVM.

Estas regras, passíveis de modificação, são, segundo o Bacen (2020), amparadas pela participação da comunidade externa, especificamente pelas entidades submetidas a estas

regras, como entidades criadoras de padrões financeiros, por meio de consulta pública. Nesse quesito, a CVM também está submetida a este sistema, de forma que suas regulações específicas também passam por editais de consulta pública, lançados periodicamente sobre assuntos ou matérias específicas. (CVM, 2020).

Deve-se destacar que todos os procedimentos e resoluções do SFN são divulgadas em meios de comunicação como o Diário Oficial da União, o sistema virtual do Bacen para busca de normas e o Sistema de Comunicações do Bacen (Sisbacen).

A CVM contribui para a criação e manutenção de um amplo mercado no país, contribuindo na estabilização do Sistema Financeiro com suas atribuições específicas.

Para compreender de que forma a CVM influencia na criação e manutenção de entidades e plataformas de serviços financeiros digitais, faz-se necessário atentar para as principais atribuições do órgão. A partir da leitura destas atribuições, é possível identificar onde a regulação de plataformas de serviços financeiros digitais se encaixa dentro da estrutura e âmbito regulatório da CVM.

Entre as atribuições, segundo a CVM (2020), está a “proteção dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado”. Como riscos oferecidos pelo mercado, estão as emissões irregulares de títulos, atividades ilegais de administradores e acionistas e ocultação de informações fundamentais às operações de crédito e investimentos. Outro ponto a ser destacado é o combate a fraudes que podem se originar nos administradores e intermediadores financeiros sob sua supervisão; o objetivo destas fraudes pode ser variados.

Estas atribuições estão de acordo com o que já foi observado na seção sobre a proteção aos investidores e ao risco das operações: o ambiente financeiro desregulado apresenta riscos desnecessários, mais especialmente aos pequenos investidores e pequenos tomadores de crédito. Além disso, dentro deste sistema, dois pontos podem ser observados: a proteção às partes interessadas nas operações de movimentação de valores; e, paralelo a isto, a regulamentação da atividade das entidades que intermediam o processo, neste estudo, as plataformas de serviços financeiros digitais.

A CVM, além das próprias atribuições já previstas pela Lei Lei 6.385/76, tem responsabilidades de ordem institucional e também material, envolvidas em sua capacidade normativa, por meio da qual o órgão operacionaliza suas atribuições: criação de normas para o funcionamento das entidades sob sua supervisão; estabelecimento de sanções para executores de operações fraudulentas e outras entidades que não cumprem as normas. (CVM, 2020)

As penalidades, cabíveis de acordo com a gravidade da transgressão e ao tipo de fraude executada, pode ser de vários graus de intensidade, desde advertência até suspensão do



registro no órgão. A sanção das entidades transgressoras envolve não apenas a interrupção de suas atividades de intermediação financeira, mas também a proibição de participarem em atividades de investimento por conta própria. (CVM, 2020)

No âmbito de seu poder regulatório, a CVM busca equilibrar proteção com adequação dos interesses de todas as partes envolvidas (CVM, 2020). Para que o mercado de valores mobiliários seja eficiente, a CVM precisa garantir o acesso a informações livres e proteção aos investidores, e para isso utiliza seu sistema regulatório, estabelecendo as atribuições e requisitos das entidades e plataformas intermediadoras, bem como as exigências dos captadores de recursos e dos investidores.

Os princípios e atribuições, portanto, dão origem a normas que versam sobre matérias variadas, que estejam no âmbito de ação da Comissão de Valores Mobiliários. Cada sistema regulatório, mutável em sua estrutura, observa o funcionamento do mercado sobre o qual versa. Compreende-se que estes dispositivos legais apresentam limitações e alcances específicos, salientando-se que as atividades envolvidas podem oferecer novos desafios aos reguladores de cada atividade.

A publicação destas normas, como um dos princípios de transparência das atividades ligadas à CVM, é fundamental para se compreender a própria necessidade de se criar estas normas.

O primeiro dos princípios de transparência da CVM está envolvido no interesse do público: como regulador de tomadores de crédito e investidores em valores mobiliários, a CVM auxilia na confiabilidade do mercado, o que aumenta o volume das operações realizadas e, por conseguinte, acelera a expansão das entidades econômicas. Com relação à eficiência, é papel da CVM assegurar que os investidores possam atuar nos mercados mais adequados ao retorno que esperam, e que sejam capazes de assumir certos riscos (CVM, 2020). Como eficiência operacional, a CVM assegura que exista um equilíbrio entre os interesses dos captadores de recursos e dos investidores.

Outro ponto abordado pelas normas da CVM é o da competitividade, uma vez que esta pode contribuir para o aumento da eficiência do sistema. Uma competição adequada depende da transparência no acesso às informações e ao combate às fraudes e riscos associados aos projetos.

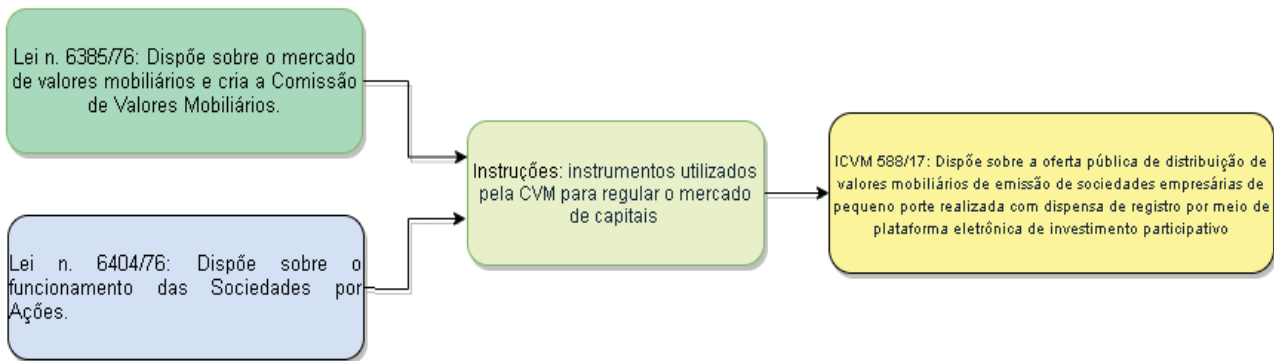
Além disso, a competição simplifica a regulação, uma vez que, segundo Huili & Yaodong (2014), uma grande quantidade de entidades atuando no mercado fornecem informações em grande quantidade aos reguladores, atualizando as normas e retirando questões irrelevantes ou repetitivas que não seriam evidenciadas, quando há pequeno volume

de operações. Segundo os autores, a própria resolução de litígios é uma fonte importante de atualizações e simplificações da norma vigente.

O aparato legal utilizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para regular o mercado de capitais é regido pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76. Estas leis não apenas estabelecem a própria natureza das atividades realizadas no âmbito da CVM, como também norteiam os instrumentos reguladores de matérias específicas criadas pela CVM: as Instruções. Segundo a CVM (2021), as Instruções são “atos expedidos pela CVM para regulamentar matérias do mercado de capitais”.

Assim, toda e qualquer matéria do mercado de capitais está prevista nas Leis supracitadas.

Figura 4: Amparo legal para a formulação das Instruções da Comissão de Valores Mobiliários



Fonte: CVM (2020); Leis 6.385/76 e 6.404/76. Adaptado pelo autor (2021).

O aparato regulatório da CVM, dentro do âmbito do Conselho Monetário Nacional, é regido pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76.

A lei 6.385/76 disciplina:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores;
- IV - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- V - a auditoria das companhias abertas;
- VI - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. (LEI 6.385/76).

Esta Lei é o regulamento geral que estabelece os princípios sobre os quais a Comissão de Valores Mobiliários foi criada, suas principais atribuições e as bases sobre os quais se fundamentam as matérias versadas pelas Instruções criadas pela própria CVM.

A Lei n. 6.404/76 estabelece as Sociedades por Ações, enquadrando companhias com o capital subdividido em ações, com “a responsabilidade dos sócios e acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (LEI n. 6.404/76).

Como o mercado de capitais envolve a administração de valores mobiliários de sociedades por ações, as atividades das empresas de financiamento coletivo, bem como sua regulação, sobre as quais trata este estudo, são também regidas por estas Leis supracitadas.

Todas as Instruções deliberadas e publicadas no âmbito da CVM são regidas por ambas as Leis. Portanto, são os instrumentos legais diretamente superiores às Instruções da CVM e mais especificamente sobre a Instrução 588, que regula as atividades realizadas pelas sociedades empresárias de pequeno porte por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, objeto deste estudo.

Portanto, esta seção discutiu a composição do Sistema Financeiro Nacional e o posicionamento dentro desta composição. Demonstrou os principais dispositivos que fundamentam a estrutura, mais especificamente sobre a CVM, destacando suas principais atribuições como regulador da matéria desta tese. Também desdobrou os principais instrumentos normativos até ao nível das Instruções, que são a base da regulação associada às operações realizadas por *FinTechs*, em particular, *FinTechs* de *crowdfunding*.

A próxima seção discute outros temas acessórios e emergente concernentes à regulação em *FinTechs*, demonstrando quais outros pontos são destacados pela literatura sobre o tema.

### 2.13 SUBTEMAS EMERGENTES SOBRE A REGULAÇÃO EM *FINTECHS*

Mention (2019) apresenta panorama sobre a forma como as atitudes estão mudando com relação às *FinTechs*. As iniciativas de Sandbox têm emergido em várias regiões, de forma a prover um ambiente seguro para estágios iniciais para *FinTechs* do tipo startups; assim, conforme já descrito, conseguem conduzir e testar inovações capazes de atingir o mercado em fases posteriores sem obter licença de funcionamento.

As interações e a validação de inovações em serviços de *FinTechs* parecem depender de ambientes de teste do tipo *sandbox*, e o estudo e criação destes ambientes em cada jurisdição ou ambiente parece estar intrinsecamente ligado à criação e manutenção da sobrevivência de *FinTechs* em ambientes de alta competição.

Conforme Mention (2019), as *FinTechs* podem, até certo ponto, oferecer algo aos reguladores. Como muitos estão focados em desenvolver produtos e serviços centrados em necessidades do consumidor, ou seja, estão diretamente empenhadas em solucionar problemas locais em cada área de atuação, acabam por possuírem ligação mais próxima com o público que os próprios bancos tradicionais.

Este compartilhamento de conhecimentos entre os reguladores e as *FinTechs* pode melhorar a percepção dos próprios reguladores sobre o público, como seus hábitos, comportamentos e desejos, o que, segundo o autor, ajuda na formulação de normas mais próximas da realidade deste público (SUJITPARAPITAYA et al., 2012). Esta proximidade com o público permite desenvolver regulações que contribuam para a construção de confiança do público com relação às plataformas utilizadas.

Sobre regulação e inovação, Treleaven (2015) e Thorsrud (2013) apontam que a regulação financeira sofre pressões de vários lados. Existe pressão política para a eliminação de excessos; o fato de que muitas empresas são reguladas em vários países ao mesmo tempo, o que gera muitos conflitos entre o que se pode e o que não se pode fazer, ou como se interpreta uma regra para determinada atividade ou inovação em diferentes países, e uma **regulação mais flexível** para novos entrantes e seu balanceamento com a inovação, seja em empréstimos, atividades P2P ou *crowdsourcing*.

Para Treleaven (2015), esta situação engloba tanto um desafio quanto uma oportunidade. O desafio está em tornar a regulação financeira mais transparente para as entidades envolvidas; e a oportunidade em “integrar os paradigmas da inovação em *FinTechs* com os objetivos dos formuladores da regulação”. Para o autor, é importante a **integração da comunidade acadêmica** na pesquisa sobre a formulação de regulação para *FinTechs*.

Muitos trabalhos têm sido publicados demonstrando as barreiras regulatórias à inovação, colocando a inovação no centro da discussão sobre a regulação de *FinTechs*. Muitas instituições financeiras, de acordo com Treleaven (2015) e Saksonova & Kuzmina-Merlino (2017), são desencorajadas a desenvolver inovações e ações de empreendedorismo principalmente pelo “tempo e custo de registros e atendimento a regulações”; e depois pelos riscos potenciais “caso não atinjam ou executem tudo o que está prescrito em suas respectivas regiões.”

Isto é especialmente oneroso para *startups*, quando precisam cumprir todos os requisitos antes de terem testadas e desenvolvidas suas inovações e seu modelo de negócio. No caso do presente estudo, isto é ainda mais crucial, pois muitas *FinTechs* nascentes começam como *startups* sem um aporte de capital considerável. (RELATÓRIO DE ECONOMIA BANCÁRIA, 2017).

Muitos trabalhos discutem a relação da inovação com o processo de regulação, e parece haver uma visão geral de que os dois temas ainda funcionam em direções opostas. Os trabalhos estudados apontam para a integração das novas formulações e regulamentos com o pensamento estratégico sobre inovação.

Para Zhang et al. (2019), a tecnologia tem dois lados: as inovações podem às vezes amplificar os riscos aos próprios consumidores, no sentido de permitir fraudes em larga escala, quebras na segurança de dados privados, e riscos cibernéticos em potencial. A tecnologia também pode, segundo Ferrarini (2017), deixar para trás clientes menos conectados ou com menos conhecimento.

Na impossibilidade de identificar o risco, o órgão regulador pode impedir a prestação de serviços financeiros por *FinTechs*.

Para muitos reguladores em economias emergentes, afirmam Zhang et al. (2019), criar um conjunto de ferramentas de regulação que possam englobar a inovação e sua velocidade é um desafio, especialmente em países que não dispõem de recursos e o pessoal capacitado, com as competências tecnológicas para compreender o ritmo de crescimento e desenvolvimento de *FinTechs*.

O quadro 7 apresenta em síntese os principais subtemas observados nos estudos aqui apresentados.

Quadro 7: Subtemas emergentes no estudo da regulação em *FinTechs*.

<b>Subtema</b>	<b>Principal autor</b>
Iniciativas de <i>Sandbox</i> emergentes em vários cenários; validação de inovações em <i>FinTech</i> depende destes ambientes;	Mention (2019),
Compartilhamento de conhecimentos entre os reguladores e as <i>FinTechs</i> como facilitador de criação de regulações mais consistentes e realistas;	SUJITPARAPITAYA et al. (2012).
Construção de confiança por meio do uso do sistema regulatório; (entre público e <i>FinTechs</i> );	SUJITPARAPITAYA et al. (2012).
Inovação inserida na regulação: destruição do estigma de que a regulação é um óbice à inovação;	SUJITPARAPITAYA et al. (2012).
Integração da comunidade acadêmica na pesquisa sobre a formulação de regulação para <i>FinTechs</i> .	Treleaven (2015)
Pressão política para a eliminação de excessos e diferentes interpretações da mesma regulação.	Treleaven (2015)

Fonte: O autor (2020).

Esta seção apresentou outros pontos importantes na discussão sobre a regulação em *FinTechs*; demonstrou sua importância e como estes aspectos podem enriquecer a discussão principal. Tal discussão é pertinente, uma vez que estes pontos podem servir de base a novas pesquisas na área ou mesmo enriquecer as conclusões deste trabalho. Os tópicos aqui abordados não são centrais ao tema da tese; tangenciam a realidade operacional e regulatória das *FinTechs*.

A próxima seção discute os principais critérios utilizados para a classificação de *FinTechs* e a importância de se realizar esta classificação. A partir disso, o estudo se afunila mais de forma a demonstrar e justificar qual é o recorte utilizado e qual o tipo de *FinTech* escolhido para este estudo.

#### 2.14 FINTECHS: CLASSIFICAÇÃO E RELEVÂNCIA

Ainda não há consenso sobre como categorizar *FinTechs*. Caciatori e Cherobim, (2020), apontam que a categorização de *FinTechs* ocorre de várias maneiras, seja por tipo de serviço oferecido, tipos de inovação, público destinatário e outras taxonomias mais específicas.

Schueffel (2016) buscou encontrar entendimento geral sobre *FinTechs*. Em vários trabalhos pesquisados por Caciatori & Cherobim (2020), emergem conceitos comuns sobre *FinTech*.

Entretanto, nem toda empresa que presta serviços financeiros é *FinTech*. Exige-se um conjunto de produtos e serviços tecnológicos, conforme descrito por Caciatori & Cherobim (2020).

Eickhoff et al. (2018) criaram sistema taxonômico de divisão de *FinTechs* em seis principais dimensões, a saber: tecnologia dominante, proposição de valor, canal de comunicação, consumidores, fluxo de receitas e produto/serviço oferecido. A classificação ou categorização das *FinTechs*, conforme observado, não está ligada apenas ao tipo de produto/serviço oferecido.

O estudo realizado por Puschmann (2017) abordou principalmente três dimensões. Neste caso, segundo Caciatori & Cherobim (2020), há a separação das *FinTechs* por tipo de inovação (disruptiva ou incremental), escopo da inovação (intra ou interorganizacional) e o objeto da inovação (modelo de negócios, produto/serviço, organização, processo ou sistema).

Quanto se discute o tipo de produto/serviço oferecido, os mais citados, de acordo com Caciatori & Cherobim (2020), são empréstimos/financiamentos, transferência de valores e seguros. Entre os artigos que utilizam esta estrutura estão os trabalhos de Wu (2017), Arner

et al., (2015) e Mittal & Lloyd (2016). Eickhoff et al. (2018) e Gomber et al. (2018) destacam a importância do ambiente no qual cada tipo de negócio está inserido.

Em face da complexidade e diversidade de serviços prestados por *FinTechs*, seu estudo precisa ser segmentado.

Desta forma, propõe-se a seguinte estrutura para o estudo das *FinTechs*: o conceito; a adoção de um critério de classificação de *FinTech*; e, por fim, a seleção de um tipo dentro desta classificação para tornar possível o estudo mais aprofundado, haja vista os vários tipos de abordagem de *FinTechs* presentes na literatura, conforme apresentado por Caciatori & Cherobim (2020).

As classificações dos serviços financeiros e das *FinTechs* pode ser influenciada pela regulação. De acordo com Caciatori & Cherobim (2020), estas empresas estão inseridas em um setor sujeito a riscos e crises, apresentando “menos barreiras para a entrada do que bancos convencionais”. Outro ponto a ser abordado é o de que as *FinTechs*, por operarem virtualmente, em muitos casos ultrapassam fronteiras ou legislações nacionais/regionais, o que torna ainda mais imperativo esta segmentação da natureza do produto/serviço prestado.

Embora a literatura discorra sobre a importância das cooperações e processos de interação como critérios de classificação de *FinTechs*, bem como tipos de inovação presentes nos serviços realizados, a reflexão sobre estas leituras mostra que o uso da classificação por tipo de serviço apresenta duas vantagens principais. Primeiramente, há maior pragmatismo, ao ir direto ao objeto ou atividade-fim das *FinTechs* pesquisadas; segundo, facilita o estudo da regulação específica, por regular a atividade-fim das *FinTechs* em estudo, o que no caso indica a atividade ou serviço prestado como unidade de análise.

Também, cooperações e processos de interação podem ser utilizados como critérios de análise; assim como as inovações presentes nos serviços realizados.

Neste trabalho é utilizado o conceito de Caciatori & Cherobim (2020), baseado em *FinTechs* como prestadoras de serviços. Tratá-las como tal facilita a análise de suas operações. Para os autores, as *FinTechs* usam novas tecnologias e novos meios de interação com seu público, e prestam os mesmos serviços bancários (utilizando como base a tecnologia da informação); ou novos tipos de serviços, criados exclusivamente pela possibilidade do uso de tecnologias remotas de interação entre os diferentes agentes.

Paralelo a isto, as *FinTechs* podem ser consideradas como “fragmentação” dos produtos ou serviços oferecidos pelos bancos, porque se especializam em serviços e públicos específicos.

Esta estrutura de diversificação pode alterar o prospecto competitivo destas empresas mas, tendo em vista esta segmentação das *FinTechs* na natureza do serviço prestado, a unidade de análise pode ser o serviço específico prestado, e não as *FinTechs* de maneira abrangente.

O uso desta abordagem por tipo de serviço permite cotejar o estudo das *FinTechs* com a regulação, no sentido em que esta, de forma geral, está voltada aos tipos de serviços ou atividades prestados por diferentes agentes do setor financeiro.

Desta forma, o Quadro 8 apresenta a classificação de *FinTechs* por serviço prestado, abarcando as principais tipologias de *FinTechs* no mercado.

Quadro 8: Classificação de *FinTechs* por tipo de serviço prestado

<b>Tipo de <i>FinTech</i></b>	<b>Descrição do serviço prestado</b>
<b><i>Crowdfunding</i></b>	Financiamento coletivo para vários tipos de atividades. Torna possível a interação entre uma grande quantidade de investidores e de captadores de recursos. Usado para projetos específicos.
<b>Investimentos</b>	Plataformas e aplicativos para intermediação de investimentos e aplicações de capital virtuais.
<b>Seguros</b>	Uso de meios digitais para identificar possibilidades de seguros de acordo com perfis de usuários.
<b>Pagamentos</b>	Um dos tipos mais comuns, oferece facilidades de pagamento remoto, representando um meio intermediador amplamente usado no varejo virtual.
<b><i>Blockchain</i></b>	Intermediação e administração de carteiras de moedas virtuais com certificação em blockchain, usado em transações de compra e venda de moeda virtual e outras transações.
<b>Empréstimos</b>	Administração de empréstimos, intermediando certificação e liberação de crédito, com uso de documentos digitais, formulários, taxa de juros e parcelas. Estas atividades podem ser realizadas por algoritmos, sem interferência de especialistas.
<b>Gestão Financeira</b>	Suporte na gestão financeira de negócios. Coleta e análise de dados, envio de informações à contabilidade, impostos e fluxo de caixa.

Fonte: Baseado em Caciatori & Cherobim (2020); Puschmann (2017).

### ***FinTechs* estudadas nesta tese**

A seção 1.2 (Justificativa) já apresentou o porquê de se estudar *FinTechs*, em especial as *FinTechs* de *Crowdfunding*. A próxima seção, 2.13, conceitua os tipos de Plataformas de *Crowdfunding*, o que irá permitir compreender porque esse trabalho seleciona as Plataformas de *Equity Crowdfunding* para estudar.



A Comissão de Valores Mobiliários demonstra interesse em estudar esta modalidade de serviços prestados pelas *FinTechs*, cujas operações aumentaram significativamente desde a publicação da ICVM 588/17.

Sendo um tipo de serviço recente, existe várias questões que precisam de um refinamento maior no aspecto regulatório, a fim de se melhorar as relações entre os agentes e aperfeiçoar o controle de forma a se evitar fraudes e outros riscos a investidores.

Além disso, a natureza dos serviços prestados pelas plataformas de *crowdfunding* se relaciona com as necessidades de capital de empresas de pequeno porte, principais captadoras de recursos nesta modalidade de investimento coletivo. Uma vez que a inovação em empresas de pequeno porte é um dos sustentáculos deste trabalho, é oportuno buscar compreender como estas relações ocorrem.

Por outro lado, a Teoria do Crescimento da Firma pode fornecer as bases para compreensão de como as próprias plataformas de *crowdfunding* e as empresas captadoras de recursos se estabelecem num mercado altamente competitivo, frente à competição com bancos incumbentes e outras empresas de maior porte ou já estabelecidas no mercado.

O acesso a informações padronizadas das Plataformas de *Crowdfunding* que se baseiam no modelo de “equity *crowdfunding*” também justifica esta escolha para o estudo. A CVM emite relatórios sobre todas as ofertas de captação de recursos que incluem participação societária de algum tipo; ou seja, os relatórios incluem o *Equity Crowdfunding*. Isso não acontece com as contribuições filantrópicas ou financiamento de produtos específicos de interesse do investidor; nem tampouco, com as operações de crédito empresarial, via *Crowdfunding*. Nos relatórios da CVM há inclusive a discriminação do tipo de papel e de participação a que o investimento dá direito no relatório de ofertas anuais encerradas de cada plataforma. (CVM, 2021).

Enfim, de forma a estudar mais profundamente o objeto desta pesquisa, a próxima seção estabelece os pontos relativos ao serviço de *crowdfunding*, iniciando pelo órgão regulador competente e suas atribuições (também já detalhado na seção 2.10), o conceito de *crowdfunding* e as iniciativas de *crowdfunding* em outros países.

## 2.15 AS FINTECHS DE INVESTIMENTO DO TIPO CROWDFUNDING

O *Crowdfunding*, ou, tecnicamente, um tipo de financiamento coletivo, está categorizado como um serviço quase que exclusivamente prestado por plataformas virtuais, as quais realizam a intermediação financeira entre os captadores de recursos e os investidores.

Este tipo de serviço, assim como outros serviços de intermediação financeira e outras tecnologias financeiras virtuais, são regulados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Já existe uma regulamentação detalhada sobre este tipo de serviço, a qual será apresentada nesta seção. Primeiramente, faz-se necessário apresentar o conceito do serviço escolhido nesta pesquisa.

### Conceito de *Crowdfunding*

*Crowdfunding*, ou financiamento coletivo, é uma alternativa de captação de recursos. Conforme Stanko & Henard (2017), se converteu em ferramenta de financiamento para negócios inovadores de pequeno porte.

Como um serviço de captação de recursos realizado virtualmente, o *Crowdfunding* torna possível a interação entre uma grande quantidade de investidores e de captadores de recursos, o que não seria possível sem a utilização de um intermediário digital remoto para a realização destas atividades.

Para Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2014), o conceito de *Crowdfunding* nasce com o *crowdsourcing*, mais amplo. Trata-se de uma oferta pública, em sua maior parte com o uso de ferramentas digitais, para a provisão de recursos financeiros seja pelo sistema de recompensas, doações simples ou produtos. Esta definição mais ampla ainda não considera o *equity crowdfunding* como uma alternativa de investimento, até mesmo em IPO.

A estrutura básica desta modalidade de financiamento coletivo compreende, segundo Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2014), três atuentes principais: a plataforma de *crowdfunding*, captadores de recursos e investidores.

A interação entre captadores e investidores é intermediada por uma plataforma eletrônica, segundo Stanko & Henard (2017), amparada por uma regulação que estabelece não apenas as regras e requisitos para registro de plataformas, bem como as exigências de captadores e investidores envolvidos.

Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2014), definem o *crowdfunding* como o “processo por meio do qual capital é levantado para um projeto, iniciativa ou empreendimento por meio de (muitos) relativamente pequenos investidores, pela internet”.

Os mesmos autores indicam que o *crowdfunding* é um esforço coletivo de muitos indivíduos que estabelecem uma rede e reúnem seus recursos para dar suporte a esforços iniciados por outras pessoas ou organizações. Isto é feito pela ou com a ajuda da internet. Projetos individuais e negócios são financiados com pequenas contribuições de um grande

número de indivíduos, permitindo aos inovadores, empresários e detentores de negócios utilizar esta rede social para levantar o capital para suas atividades.

DeBuysere et al. (2012) também apontam para a característica do *crowdfunding* como uma forma de captação de recursos de muitos investidores e, usualmente, pequenas contribuições. Em todos estes autores, pode-se observar a definição de *crowdfunding* como uma ferramenta de captação de recursos que, embora não seja regra, se utiliza de muitos investidores que aplicam pequenas quantidades de capital nos projetos de seu interesse.

Não é regra, pois existem exemplos de financiadores de maior porte em alguns projetos, especialmente na modalidade de “*equity crowdfunding*”.

Para Block et al. (2018), o *Crowdfunding* se converteu numa ferramenta de captação de recursos especialmente importante para o público de pequenas e médias empresas (PMEs), devido à visibilidade alcançada pela apropriação dos meios eletrônicos de publicação e divulgação de informações, atraindo interessados nos projetos desenvolvidos por pequenas empresas inovadoras. Sem esta estrutura, tais empresas teriam maior dificuldade em captar recursos, principalmente pelo fato de que não teriam a visibilidade necessária para encontrar investidores.

Como o *crowdfunding* é realizado por meio de plataformas de financiamento coletivo virtuais, coloca em evidência o poder do público e das redes sociais como participantes destes negócios inovadores.

Assim, ao buscar recursos diretamente com o público, ou, em termos coloquiais, a “multidão”, ou “*crowd*”, estas empresas conseguem alavancar seus projetos com maior fluidez e velocidade.

No entanto, mesmo dentro do conceito de *crowdfunding*, existem algumas diferenciações. Segundo Eldridge, Nisar & Torchia (2019), inicialmente o *crowdfunding* se voltava apenas a captação direta de doações, numa espécie de filantropia, ou mesmo investimento direto em projetos de interesse particular. Neste caso, para tais projetos se realizarem, era necessário haver apenas o interesse dos financiadores em um projeto: não necessariamente numa empresa *startup* ou em um fundo de investimento.

O aumento da complexidade do sistema de *crowdfunding*, segundo Eldridge, Nisar & Torchia (2019), ocasionado pelo aumento no volume de captadores, plataformas e investidores permitiu novas possibilidades de investimento e novas modalidades, trazendo maior complexidade ao sistema de financiamento coletivo, e, por conseguinte, maior necessidade de se regular a matéria.

Nesse quesito, segundo Stanko & Henard (2017), surgiu o “*equity crowdfunding*”, em que captadores são orientados diretamente ao financiamento no mercado, ou público<sup>3</sup>, de pessoas em geral. Em havendo resultado positivo dos empreendimentos, estas pessoas passam a ter direito a receber participação nos resultados da empresa em questão. Os papéis emitidos para lastro da operação de *crowdfunding* podem ser títulos conversíveis de dívida; ou seja, pagam taxa de juros e amortizam o principal, como um título de renda fixa. Mas, ao final do prazo, podem transformar-se em participação societária (*equity*) nas empresas investidas; tal qual acontece com os títulos híbridos.

Stanko & Henard (2017) apontam que o “*equity crowdfunding*” cresceu em anos recentes devido às possibilidades de reunião entre uma grande quantidade de investidores e de captadores de recursos, especialmente às empresas sem qualquer visibilidade ou possibilidade de operar em outros tipos de mercado.

O *equity crowdfunding* utiliza mecanismos econômicos e financeiros mais complexos para sua realização. Não apenas voltado a doações e pequenos volumes de recursos, ou financiamento de produtos de interesse particular, o *equity crowdfunding* permite a captação de volumes maiores de recursos em projetos inovadores, mas no qual se buscam retornos sobre os valores investidos.

De um serviço de doações ou contribuições *online*, o *crowdfunding* se converteu em ferramenta de investimentos e captação com volume de operações bastante elevado, e, portanto, propenso a fraudes e outros tipos de irregularidades, como a assimetria no acesso às informações.

O *equity crowdfunding*, assim, levanta uma série de questões de negócios e legais, não somente por parte das plataformas prestadoras de serviço, como dos investidores e dos captadores de recursos; bem como dos formuladores das regulações concernentes à matéria. Justamente por reunir e movimentar um grande volume de capital, o *equity crowdfunding* passou a ser alvo dos reguladores ao redor do mundo.

Como uma ferramenta de alavancagem de projetos inovadores, o *crowdfunding*, para Stanko & Henard (2017), se fundamenta no financiamento de pequenas empresas inovadoras, as quais buscam investidores com uma orientação social e que estejam próximos geograficamente (ELDRIDGE, NISAR & TORCHIA, 2019).

Eldridge, Nisar & Torchia (2019) demonstram que, em relação à realização de projetos inovadores, o *crowdfunding* proporciona um capital de conhecimento maior às

---

<sup>3</sup> A expressão público aqui não tem a conotação de “recursos públicos” advindos do governo. Está relacionada a expressão em inglês “going public” em português, “indo ao mercado captar recursos”

pequenas empresas, uma vez que uma grande quantidade de investidores interessados em um projeto pode trazer não apenas capital, mas informações, recursos e ideias que podem, potencialmente, serem uma fonte de criação de inovações para os captadores de recursos. A discussão se estende para a questão dos participantes como parte do público que divulga o projeto externamente.

Portanto, quatro pontos podem ser observados quanto ao *crowdfunding*: permite a captação de recursos diretamente com o público; segundo, permitem a execução de projetos inovadores únicos; terceiro: permitem a alavancagem de negócios de pequeno porte; e finalmente quarto, proporciona contato direto com o público potencial, conforme já discutido por Eldridge, Nisar & Torchia (2019).

O *crowdfunding* compartilha três características com outras fontes de financiamento à inovação:

1. *Crowdfunding* como financiamento público com captação direta no mercado para atividades produtivas (STANKO & HENARD, 2017);
2. Financiamento de pequenas empresas inovadoras (STANKO & HENARD, 2017);
3. *Crowdfunding* como possibilidade de expansão da inovação em pequenas empresas captadoras de recursos (ELDRIDGE, NISAR & TORCHIA, 2019).

Importante destacar que estas características não são exclusivas da modalidade *crowdfunding*, pois são compartilhadas por outras formas de financiamento à inovação, como editais de fomento à inovação; “investidores-anjo”; e fundos de capital de risco.

Portanto, não são características definidoras. Estão presentes porque ajudam a demonstrar que o *crowdfunding* é uma nova alternativa de financiamento de atividades de inovação que de alguma forma já eram realizadas em outras modalidades, embora algumas vantagens para negócios de pequeno porte e uso de tecnologias digitais tenham permitido uma expansão significativa em suas operações.

O *crowdfunding*, como ferramenta de financiamento coletivo, não é apenas suporte ao financiamento de produtos específicos de interesse de um público ou fonte de recurso para viabilização de um projeto. Em particular, o *equity crowdfunding* se converte numa alternativa de investimento mais rápido e fracionado para um público investidor amplo.

Apresenta a característica de atrair públicos não familiarizados com outras modalidades de investimento e, no outro lado do processo, o acesso de empresas de pequeno porte. A alavancagem de empresas de pequeno porte é uma questão pertinente, uma vez que estas empresas não conseguem acessar outros meios de financiamento, em grande parte dependendo de fundos e financiamento do governo. Assim, podem ficar dependentes de

recursos públicos, sem qualquer possibilidade de acesso a modalidades de financiamento privado, abertas a grandes empresas que podem negociar papéis no mercado financeiro mais amplo.

Sem qualquer tipo de aporte externo, estas empresas não conseguem capitalizar suas atividades, e acabam por fechar suas portas. É claro, ainda existe um desconhecimento sobre esta modalidade de financiamento coletivo. Embora seja importante destacar que existem outras fontes de financiamento a atividades de inovação em pequenas empresas. Ou seja, o financiamento privado destas empresas não é exclusividade do *crowdfunding*.

Assim, esse financiamento está presente não apenas em atividades nascentes, mas naquelas que dependem de captações coletivas de grande quantidade de pequenos investidores que não operam em outros mercados mais especializados de compra e venda de papéis.

A proximidade entre investidores e captadores de recursos permite a troca de informações entre estes agentes, de forma que a inovação em negócios de pequeno porte não ocorre apenas no financiamento de suas atividades, mas no capital intelectual e em como ele pode ser absorvido pelos captadores. Neste caso, há o *private equity*: o direito dos investidores de participação nas decisões da empresa está registrado em ata.

Deve-se deixar claro que nem todas as operações de *crowdfunding* permitem a participação dos investidores nas decisões da empresa. Isso depende da natureza do investimento realizado, o qual pode variar entre diferentes projetos; e da necessidade de os investidores terem registrado em ata este direito de participação. Neste caso, trata-se do *private equity*.

No entanto, como o serviço de *crowdfunding* é especializado em pequenas empresas, acaba por concentrar interesses regionais em pequenos negócios potenciais, que exigem um conhecimento mínimo por parte dos investidores sobre a empresa em que pretendem investir. Como a maior parte dos captadores de recursos são empresas de pequeno porte, não são conhecidas pelo público em geral.

Nestas condições, e sem o uso de inovações na tecnologia de informação, não haveria possibilidade de reunir uma grande quantidade de investidores e de pequenos captadores que apresentassem interesses mútuos.

Como inovação de serviço de investimento, o *crowdfunding* é mais um resultado da inovação tecnológica nos sistemas de informação e redes de computadores. Alguns serviços financeiros, como pagamentos, empréstimos, gestão financeira e seguros já haviam sofrido disrupções e adaptações pela entrada de prestadores de serviço virtuais que impactaram a concorrência com os serviços tradicionais.

Como reflexão adicional, o *crowdfunding* não seria um substituto às atividades de investimento tradicionais, mas um serviço complementar, que permite a agregação de muitos agentes em plataformas virtuais. Como tal, sofre críticas do sistema financeiro tradicional, devido a sua natureza mais aberta e, em certo sentido, menos regulada do que o sistema tradicional.

Segundo Eldridge, Nisar & Torchia (2019), o *crowdfunding*, portanto, não seria um concorrente direto de serviços de investimento tradicionais similares, pela própria forma como o serviço é prestado e pela reunião de um vasto público com interesses mútuos: primeiramente, o serviço só é tornado possível pela intermediação virtual; segundo, sistemas bancários tradicionais simplesmente não conseguem proporcionar a reunião de tantos agentes com estes interesses.

Para os autores, existe uma complementaridade entre os serviços prestados por plataformas de *crowdfunding* e outros tipos de investimento em *venture capital* e *private equity*. No caso do *crowdfunding*, a possibilidade para o sistema bancário tradicional concorrer com as plataformas já existentes seria a criação de suas próprias plataformas.

Como serviço de crescimento recente, o *crowdfunding* é matéria de discussão, presente também em outros tipos de serviços virtuais prestados por outras modalidades de *FinTechs*.

O regulador de serviços financeiros ainda está aprendendo com os próprios agentes no processo de *crowdfunding*, e ainda há uma preocupação do sistema bancário tradicional sobre como a falta de uma regulação detalhada afeta sua competição com estas *FinTechs* (STANKO & HENARD, 2017). Além disso, há sempre o aspecto dos riscos presentes para investidores e

Captadores. Na esteira desta discussão, a próxima seção trata da questão regulatória e de sua importância no estudo do *crowdfunding*.

Para consolidar o conceito de *crowdfunding*, é importante destacar seus tipos principais, que se dividem em dois grupos, não financeiros e financeiros:

No primeiro tipo, não financeiro, estão incluídas as modalidades de *crowdfunding* filantrópicas (doação) ou de natureza do interesse específico da comunidade que o financia. (RIJANTO, 2018). Na sequência, a definição de cada um deles:

- *Crowdfunding* de doação ou “*donation-based*”: como não há expectativas de retorno, esta modalidade consiste em captar recursos para projetos, de maneira geral, que tenham algum cunho social ou filantrópico, na comunidade, por meio da caridade e boa vontade dos doadores. Não tem finalidade econômica ou de alavancagem financeira, a menos

que o projeto alvo seja alguma empresa que administre projetos sociais de finalidade não lucrativos ou as chamadas “empresas sociais”. (RIJANTO, 2018).

- *Crowdfunding* de recompensa ou “*reward based*”: Este tipo, também de natureza não financeira, consiste em tornar viável a execução de um projeto de interesse de uma comunidade específica. Neste caso, se utiliza de valores mínimos de captação para viabilizar o projeto, que se concretiza geralmente na forma de algum produto de interesse desta comunidade, ou “recompensa”. Neste caso, existem faixas de valores de contribuição que, quanto mais altos, agregam outros tipos de recompensa ao produto principal. (FRYDRYCH et al., 2014).

No segundo tipo, *crowdfunding* financeiro, existem duas modalidades, o *crowdfunding* de empréstimo, muito similar ao chamado *P2P Lending*, ou empréstimo entre pares, e o *equity crowdfunding* (que envolve capital de risco). Em ambas, existe o financiamento de atividades produtivas para empresas, que captam recursos de pequenos investidores ou financiadores por meio de plataformas de financiamento. A diferença entre eles está nos direitos e obrigações de investidores e captadores.

O modelo de *crowdfunding* de empréstimo viabiliza, por meio de plataforma eletrônica, uma operação de crédito, com os elementos tradicionais: valor emprestado, taxa de juros, prazo de vencimento e garantias. Este empréstimo ocorre diretamente à pessoa ou negócio captador do recurso, e consiste num valor que será retornado ao credor com a definição de uma taxa de juros sobre o valor cedido. Segundo Kgoroadira, Burke e Van Stel (2019), os riscos e recompensas são bem mais modestos nesta modalidade. Esta modalidade é conceitualmente muito próxima do *P2P Lending*, ou empréstimo entre pares ou pessoas, detalhada na seção 2.6 deste trabalho.

Os recursos para viabilizar essas operações, *funding*, advêm de investidores que financiam diretamente cada uma das operações apresentadas pela plataforma, mediante a promessa de pagamento de juros e devolução do principal emprestado. A inovação está na realização dessa operação de modo direto entre credor e devedor, por meio de uma plataforma eletrônica.

Essas operações são descritas como “Sociedade de Crédito Direto” (SCD) e Sociedade de Empréstimo entre Pessoas” (SEP), e são regulamentadas pela resolução BACEN 4.656/18. No âmbito desta resolução a “SCD é instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos



financeiros que tenham como única origem capital próprio.” (4.656/18, Capítulo 3, artigo 3º, página 2).

A modalidade “*equity crowdfunding*”, envolve a participação societária, ou capital de risco, destacada anteriormente na presente seção.

A regulação de *Crowdfunding*: experiências no Brasil e no mundo

Conforme destacado, o *Crowdfunding* se converteu numa ferramenta útil para a captação de recursos para os negócios inovadores, destacando as empresas de pequeno porte, sejam elas micro, pequenas ou médias empresas.

Como uma alternativa de investimento e captação de recursos, o *crowdfunding* se distingue de outras modalidades de captação pela proximidade entre investidores e captadores. Como um serviço digital, permite o relacionamento de um grande volume de *stakeholders*, sejam estes investidores, plataformas de financiamento online e captadores de recursos.

As plataformas passam a tratar com um público bastante amplo e variado, e naturalmente que litígios aparecem entre os interesses das partes envolvidas. Segundo Eldridge, Nisar & Torchia (2019), a grande quantidade de operações realizadas em plataformas de *crowdfunding*, bem como a migração de um modelo simples de suporte filantrópico/recompensas para o investimento a fim de se obter participação em resultados financeiros, acentuou ainda mais a necessidade de se estabelecer normatizações que harmonizem estes interesses.

Para Moor & Kim (2016), esta harmonização de interesses é apenas um dos pontos de discussão da regulação, indo também no sentido de estabelecer regras e requisitos de registro e operação.

Tais normas devem observar, Eldridge, Nisar & Torchia (2019), além dos requisitos de registro das plataformas nos órgãos reguladores, a estrutura necessária dos investidores e captadores; o volume de capital mínimo a ser investido, e sanções e mecanismos de combate às fraudes e riscos de investimento.

E por se tratar de um tipo de serviço mais focado nas necessidades de capital de pequenos empreendimentos, sua regulação precisa levar em consideração as características e fragilidades deste tipo de negócio. O *crowdfunding* se torna mais importante quando se observa a importância das pequenas empresas na composição das principais economias do mundo. Segundo Moor & Kim (2016), as PME’s (pequenas e médias empresas) compreendem a estrutura de uma economia nacional, uma vez que representam a grande

maioria dos registros de empresas, e ainda representam uma parte considerável da renda produzida e do pessoal empregado.

A questão do desenvolvimento sustentado de pequenos negócios se torna, para Bruton et al. (2017), crucial para as políticas de desenvolvimento econômico em muitos países, devido aos resultados e impactos gerados por este tipo de empresa na economia.

Empresas de pequeno porte apresentam características que as diferenciam de grandes corporações; muitas destas características se traduzem em dificuldades para o levantamento de capital para a execução de suas atividades. Para Moor & Kim (2016), é difícil para pequenas empresas atrair fundos, uma vez que não é tarefa simples identificar se uma *startup* com ideias inovadoras, por exemplo, poderia se converter num modelo de negócio lucrativo.

O *equity crowdfunding*, já estruturado e regulado em muitos países, vem sendo estudado como uma forma alternativa para a oferta inicial de ações (IPO). Ao se caracterizar como Oferta Pública, desperta a atenção do regulador.

Segundo Moor & Kim (2016), antes do advento do *crowdfunding*, uma empresa precisava atender a um complexo sistema de registro, de forma a garantir suas atividades e convencer o público investidor. Tal registro tem custo elevado, inviável para a maior parte das empresas de pequeno porte.

As ofertas públicas sempre foram vinculadas a sistemas regulatórios que exigiam custos muito elevados. Esta é a razão pela qual, em muitos países, regulações de sistemas de oferta pública estão sendo abolidos (IOSCO, 2018) e substituídos pela modalidade de *crowdfunding*, de forma a proteger investidores, permitir o acesso de pequenos captadores aos recursos nas plataformas e expandir o mercado de *crowdfunding*.

Segundo Moor & Kim (2016), nos Estados Unidos, o JOBS (*Jumpstart Ours Business Startups*) permitiu que pequenos negócios usem o *equity crowdfunding* de forma a exercer controle sobre as ofertas públicas dentro do chamado “*Securities Act*”. A Comissão de Seguros e Trocas (SEC), órgão norte americano com atribuições similares à CVM, estabeleceu em 2013 as regras para a aplicação do “*Crowdfund Act*”, dentro do Jobs Act. Este instrumento estabeleceu as primeiras regras no âmbito da regulação de *Crowdfunding* naquele país. (SEC, 2013).

Este ato foi o primeiro a estabelecer as responsabilidades das plataformas intermediárias como barreiras para evitar fraudes e abusos, além de trazer toda a informação necessária aos investidores de forma a compreenderem os riscos inerentes de cada operação.

Segundo a própria SEC, existe, dentro deste ato, alguma duplicidade de interpretação quanto ao cálculo e aplicação de ativos e sua relação com o limite de investimento. Tal duplicidade foi corrigida dentro do âmbito do JOBS.

Na Europa, segundo Moor & Kim (2016), o Reino Unido lidera com o maior número de plataformas de *crowdfunding* registradas, contando com algo em torno de 30% do número total no continente; segue-se a França e a Alemanha.

No entanto, os pioneiros na regulação destes serviços são o Reino Unido e a Itália. Este último país implantou uma lei especial referida como o Decreto de Crescimento, com características similares ao “JOBS act” promovido pelos Estados Unidos. A regulação foi implantada em 2013.

Embora a Itália tenha menos plataformas de *crowdfunding* registradas que outros países no continente, como Reino Unido e Alemanha, o país é pioneiro na formulação de regulação sobre a matéria, servindo de modelo para vários outros países (MOOR & KIM, 2016).

Em 2013, a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), a autoridade reguladora de valores mobiliários na Itália, anunciou uma “regulação sobre o capital de risco para startups em portais online”, como o instrumento de regulação das matérias pertinentes em *equity crowdfunding*. (CONSOB, 2020)

A Itália permite que startups inovadoras levantem fundos de até 5 milhões de euros por oferta nas plataformas, dentro de um período de 12 meses, o que é significativo, quando comparado aos Estados Unidos (US\$ 1 milhão). Como característica a ser destacada, na Itália, diferentemente dos Estados Unidos, não há limites de investimento.

Bancos e companhias de investimento devem lidar com as operações de acordo com as regulações aplicáveis ou serviços de investimento, dentro do âmbito do MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), incluindo-se as avaliações. A isenção somente se aplica se o valor da subscrição for inferior a 500 euros, em investimentos por indivíduos. No valor total da subscrição, o valor não deve ultrapassar 5000 euros.

Segundo Moor & Kim (2016), a isenção ocorre, no caso de pequenas contribuições, porque a necessidade de se proteger investidores não profissionais dos riscos ligados ao investimento não é tão grande neste caso.

No caso italiano, as empresas podem abrir oferta pública utilizando várias plataformas ao mesmo tempo, o que é uma diferença clara com a regulação norte americana, que o proíbe.

Na Itália, o *equity crowdfunding* pode ser realizado apenas por meio de portais registrados na CONSOB. Desta maneira, uma empresa que deseja obter o registro de sua plataforma deve providenciar documentos detalhados de sua atividade, e cumprir os requisitos de profissionalismo e transparência, especialmente na publicação das ofertas, valores investidos e alguns dados dos captadores.

Os bancos e outras empresas de investimento que desejam implantar plataformas digitais de *crowdfunding* são automaticamente registrados numa seção especial no âmbito da CONSOB.

O chamado “*Growth Decree*” italiano somente permite o “*equity crowdfunding*” para empresas do tipo startup. *Startups* inovadoras devem atender a todos os requisitos, como por exemplo, estar envolvida no desenvolvimento, produção ou venda de produtos inovadores e que possuam alto valor tecnológico; a empresa deve ter no máximo 48 meses; localização do negócio em território italiano; o valor total da receita anual não deve ultrapassar 5 milhões de euros; não pode ser um produto de fusão, divisão ou transferência de titularidade do negócio. Outros pontos abordados pela resolução estão ligados a uma proporção mínima de valores investidos em pesquisa e desenvolvimento; pessoal com experiência em pesquisa; detenção de direitos de propriedade intelectual.

No entanto, o governo italiano garante benefícios fiscais aos investidores, estimulando a captação de recursos.

O caso italiano é ilustrativo da questão, não apenas porque serviu de modelo a outras regulações, mas porque é bastante exigente quanto aos requisitos necessários para os captadores. Para Moor & Kim (2016), isso se deve a preocupações com a proteção ao investidor, mas esconde uma fragilidade do sistema, onde as exigências se convertem em barreiras de acesso ao crédito.

Em outras palavras, o sistema italiano exclui grande parte de pequenas empresas com necessidade de capital, pois apenas as *startups* que possuam ideias com um conteúdo tecnológico ou inovador são abrangidas pela resolução. Conforme já observado, o *crowdfunding* se volta para as necessidades de pequenos empreendedores que precisam de capital, e com dificuldade em encontrar outras fontes. Mas as exigências de capital intelectual, direitos de propriedade e alto valor tecnológico dos produtos já pressupõe que estas empresas já tem capital significativo.

O FCA (*Financial Conduct Authority*, autoridade de conduta financeira do Reino Unido), anunciou sua regulação em 2014. O principal objetivo com relação ao *equity crowdfunding* é restringir os tipos de investidores aos quais as empresas podem enviar suas

ofertas públicas (FCA, 2020). A exigência é trabalhar com profissionais de serviços de investimentos, pessoas autorizadas a atuar no mercado como consultores ou investidores.

Além disso, também são autorizados a atuar com clientes que sejam certificados como investidores qualificados, com um patrimônio alto (FCA, 2020). O ponto mais recente emendado à regulação britânica é que o tipo de investidor passa a ser escolhido pela regulação geral, e não apenas pela aprovação individual de cada um.

A oferta pública para fundos de até 5 milhões de euros anualmente fica autorizada sem um prospecto. No entanto, a empresa que opera a plataforma de *crowdfunding* deve apresentar registro e autorização de funcionamento pela FCA (FCA, 2020).

No Brasil, o órgão que regula e normatiza este tipo de serviço é a CVM, já apresentado na seção 2.10 deste projeto de tese.

A Instrução CVM 588, de 2017, regula o *Crowdfunding* no Brasil. Portanto bem mais recente que as regulações modelo desenvolvidas em outros países. A Instrução 588 estabelece todos os requisitos e condições necessárias para registro das plataformas, bem como as necessidades de capital, obrigações e direitos das partes envolvidas nas transferências de valores mobiliários deste tipo. (CVM, 2020).

De acordo com a Instrução da CVM 588, é considerado *Crowdfunding* somente a atividade tributável caracterizada como “uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários”, cuja principal finalidade seja o financiamento de atividades produtivas visando o retorno ou participação para os investidores.

Portanto, já aqui se limita o escopo de análise da regulação de *crowdfunding* no âmbito brasileiro, ou seja, toda atividade que se enquadre como uma doação/filantropia ou retorno por meio de recompensa, bens e serviços fica excluído da regulação.

O *crowdfunding* está entre as matérias de interesse regulatório da CVM, com três elementos centrais na análise de sua regulação:

- a. os riscos para os investidores;
- b. as necessidades de capital produtivo;
- c. as possibilidades de fraudes nas plataformas de financiamento coletivo.

Desta maneira, há a preocupação da CVM com a proteção ao investidor, de um lado, e com a necessidade de capital das empresas de pequeno porte.

O estabelecimento de uma regulação para *Crowdfunding* deixa, como qualquer norma, brechas não previstas e falhas que podem, segundo Eldridge, Nisar & Torchia (2019), mais prejudicar do que auxiliar os empreendimentos e os investidores.

De acordo com Eldridge, Nisar & Torchia (2019), uma regulação específica sobre uma atividade de movimentação financeira jamais é um instrumento fechado em si mesmo; não é um ordenamento que consegue atender a todas as situações que ocorrem durante a execução das operações.

Pelo contrário, a regulação é um instrumento flexível, adaptável, constantemente alterado e corrigido conforme as operações são executadas. No âmbito da CVM, são lançados editais de consulta pública, cuja principal função é justamente propor ao público interessado mudanças na Instrução vigente.

Para a CVM, a principal fonte de informações são os próprios operadores das plataformas e as entidades envolvidas nas operações: em outras palavras, captadores de recursos, investidores e sindicatos de investimento.

### 3 METODOLOGIA

Este capítulo tem o objetivo de estabelecer o desenho de pesquisa e a metodologia do estudo. Conforme pontuado no referencial teórico, são três grandes temas abordados pela pesquisa: a Gestão da Inovação; a Teoria do Crescimento da Firma e a Regulação de *FinTechs*.

#### 3.1 ARCABOUÇO CONCEITUAL

De forma a realizar o enquadramento metodológico da presente pesquisa, deve-se partir do estudo da problemática e do problema de pesquisa apresentado no início desta tese.

Assim, deve-se estabelecer que “a pesquisa precisa ser fundamentada no estudo dos fatos que se utiliza do conhecimento como critério da verdade, é um processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos”. (GIL, 1993, p. 51).

Portanto, para se estabelecer os pressupostos científicos desta tese, deve-se recapitular a pergunta-problema:

Quais são as características apresentadas pelas entidades componentes do processo de *crowdfunding* à luz da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma?

Segundo foi estabelecido no problema de pesquisa, há uma lacuna de conhecimento relativo aos elementos presentes nas entidades atuantes dentro do processo de *crowdfunding*; seja esta lacuna relativa ao estudo destas entidades componentes, referente ao entrelaçamento das teorias aqui propostas para realizar essa análise, ou do uso de ambas as teorias no estudo desta modalidade de serviço.

Como foi explicado inicialmente, não existem estudos que abordem o fenômeno das entidades que atuam em *crowdfunding* sob a ótica da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma, caracterizando o ineditismo deste estudo.

Como Minayo (1993) indica, não existe um esgotamento na pesquisa científica, e portanto uma pesquisa apenas busca delimitar um tema, enquadrar um problema de pesquisa dentro de um recorte passível de verificação dentro de um contexto de pesquisa.

Assim, busca-se realizar a intercalação entre as teorias e os dados coletados para se gerar conhecimento, novas teorias ou possibilidades de investigação futura, sem nunca esgotar ou concluir em definitivo o tema; embora o fenômeno aqui estudado e a possibilidade de sua explicação com o uso destas teorias (Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma) seja algo novo dentro do campo de estudo da Administração.

Neste sentido, apresenta-se na sequência algumas delimitações desta pesquisa sob o âmbito metodológico, de forma a deixar claro ao leitor os recortes utilizados de forma a clarificar a delimitação desta pesquisa.

A construção da teoria precisa responder a algumas questões que possam delimitar o trabalho quanto aos conceitos, construtos e variáveis; bem como o recorte temporal que será utilizado. Além disso, existe a questão da delimitação geográfica, identificando o escopo do trabalho.

Outra questão relevante é o do aspecto dos relacionamentos, construções e associações que são realizadas entre as variáveis. Whetten (1989) aponta que a construção dos relacionamentos é parte da teoria, e ajuda a avançar o campo de pesquisa teórico. Neste caso, as teorias são definidas como eixos abstratos que descrevem, explicam, e melhoram a compreensão da realidade, e, em alguns casos, fornecem projeções sobre os caminhos futuros, indicando as bases para a ação.

Para Caciatori (2020) a teoria precisa criar as delimitações de forma a definir o nível de generalização do estudo e sua aplicabilidade. Gregor (2006) estabelece uma divisão com quatro principais atributos: análise, explicação, predição e prescrição. O mesmo autor também indica outros quatro elementos comuns a qualquer teoria: forma (representação); construtos; os relacionamentos que são criados entre eles; e escopo.

Gregor (2006) sistematizou cinco objetivos do aspecto teórico de um trabalho: (1) teoria para analisar; (2) teoria para explicar (como e porquê): trata-se da explicação sem se preocupar com as predições; (3) Predição: teoria utilizada para verificar tendências e comportamentos futuros; (4) Teoria para explicação e predição: uso de estudos de caso, survey e experimentos como parte dos métodos de pesquisa; (5) Teoria para a ação: define forma e função, métodos e conhecimento teórico.

Bacharach (1989) aponta para os dois objetivos da criação de relacionamentos entre teorias: organizar e comunicar. Para o autor, as proposições teóricas constituem os relacionamentos entre construtos e as hipóteses são os relacionamentos entre as variáveis. Assim, na visão do autor, variáveis são unidades observáveis, operacionalizadas de forma empírica; proposições são construtos abstratos.

Já as hipóteses são definidas como o elemento mais concreto e operacional nestas relações, construídas a partir de variáveis.



### 3.2 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

Esta seção descreve o enquadramento dos procedimentos metodológicos, os critérios de validação e o recorte do universo de pesquisa e critérios de escolha para a presente pesquisa. O primeiro ponto trata dos critérios de validação e aplicação da pesquisa.

#### 3.2.1 Requerimentos de validação em pesquisa qualitativa

Para qualquer pesquisa, é necessário utilizar métodos de validação externa e interna, de forma a minimizar algumas ameaças, aumentando assim a robustez dos procedimentos e dos resultados. Para tanto, este trabalho se baseia nas prescrições de Yin (2016), para mitigar as ameaças à validação da pesquisa.

Para o autor, um estudo confiável deve fornecer a certeza de que os dados foram coletados e interpretados de forma apropriada, de forma a que os resultados e conclusões reflitam e representem o universo estudado. Embora algumas formas de aumentar a credibilidade do trabalho possam ocorrer depois que a coleta de dados já foi feita, é importante considerar critérios de credibilidade já durante o desenho de pesquisa.

Para Yin (2016), um estudo com validade interna e externa consegue interpretar os dados de forma apropriada, de forma que as conclusões reflitam e representem a realidade estudada. Embora nenhum estudo se atenha à validação, pode-se fortalecer a validade de um trabalho evitando algumas ameaças ou desafios à pesquisa.

Maxwell (2013) destaca oito (8) pontos a serem atendidos para evitar às ameaças a uma pesquisa qualitativa:

Quadro 9: Primeira estratégia de validação

Estratégia de validação	Explicação
Envolvimento com o campo	Compreensão das situações específicas do campo, com a possibilidade de se realizar repetidas observações.

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Quanto a este primeiro critério de validação, esta pesquisa deverá ser capaz de ser repetida, com descrição detalhada de cada caso avaliado; busca-se, assim, tornar visível ao leitor a possibilidade de observações futuras dentro do mesmo campo de observação. Neste caso, a realidade pesquisada consiste nas Plataformas de *Crowdfunding* e nas empresas captadoras de recursos.

Este primeiro aspecto, no presente estudo, consiste em obter o máximo possível de informações qualitativas sobre as empresas captadoras e plataformas, buscando trazer maior proximidade e familiaridade com as entidades estudadas.

Quadro 10: Segunda estratégia de validação

<b>Estratégia de validação</b>	<b>Explicação</b>
Riqueza dos dados	Cobrir as observações de campo com dados detalhados e variados

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Neste segundo ponto, as observações, descrições e análises de campo devem ter aporte de informações abundantes e variadas, buscando destacar as principais características de cada caso avaliado. Como são empresas de setores diferentes, cada análise deve fornecer, inicialmente, informações específicas sobre a natureza do serviço prestado ou solução oferecida; num segundo momento, realizar o cruzamento das informações de cada unidade com as outras, de forma a se construir relacionamentos e associações entre as variáveis encontradas.

Quadro 11: Terceira estratégia de validação

<b>Estratégia de validação</b>	<b>Explicação</b>
Validação do respondente	Obter feedback das pessoas estudadas de forma a reduzir má interpretação dos dados

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Quanto a este terceiro ponto, não se trata de uma validação do respondente, mas dos documentos utilizados dentro do âmbito do Atlas.ti. A validação dos códigos e dos documentos se dá pela própria identificação destes códigos dentro dos materiais analisados, embora não tenha sido gerada uma matriz de co-ocorrência.

Quadro 12: Quarta estratégia de validação

<b>Estratégia de validação</b>	<b>Explicação</b>
Intervenção	Presença do pesquisador de forma a observar a reação dos participantes; se corroboram os dados do campo.

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Neste quarto ponto, os dados do campo são os próprios dados secundários; assim, não há maneira de se observar a reação dos participantes.

Quadro 13: Quinta estratégia de validação

<b>Estratégia de validação</b>	<b>Explicação</b>
Buscar evidências discrepantes e casos	testar explicações alternativas.

negativos	
-----------	--

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Em cada análise, podem ser descritas explicações diferentes ou alternativas que corroborem ou refutem as explicações iniciais; isto, segundo Yin (2016), pode enriquecer os resultados, sendo considerado como uma forma de validação. Na análise aqui realizada, estas explicações são testadas no momento em que são tecidos comentários a respeito das atividades realizadas pelas entidades (plataforma ou empresa captadora de recursos); a variação nos tipos de comentários e a forma como estas notas são construídas parte de diferentes interpretações do pesquisador e portanto consegue testar estas explicações alternativas possíveis.

Quadro 14: Sexta estratégia de validação

Estratégia de validação	Explicação
Triangulação	Coletar evidências convergentes de fontes diferentes

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Evidências de outras fontes de corroborem as evidências das primeiras fontes utilizadas. Como estão sendo estudadas plataformas de *crowdfunding* e empresas captadoras de recursos, o acesso a arquivos de mídia de terceiros pode fortalecer as evidências e informações obtidas nos websites das empresas. A natureza variada dos arquivos e bases de informações qualitativas permite enriquecer os resultados e corroborar, eventualmente, a primeira fonte de dados observada.

Quadro 15: Sétima estratégia de validação

Estratégia de validação	Explicação
Números	Uso de escalas ao invés de adjetivos

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

Uma vez que não serão utilizadas escalas de intensidade, sejam escalas Likert ou de outra natureza, esta estratégia não se aplica à presente pesquisa.

Quadro 16: Oitava estratégia de validação

Estratégia de validação	Explicação
Comparação	Comparar explicitamente os resultados em diferentes cenários, grupos ou eventos.

Fonte: Adaptado pelo autor (2021). Yin (2016).

De posse dos resultados, pode-se realizar comparativos destes resultados entre fontes de dados de diferentes tipos (como websites e arquivos de mídia); ou entre diferentes plataformas e suas empresas captadoras; comparação entre diferentes áreas de atuação também é relevante para tornar os resultados e a análise mais robusta.

Quanto à aplicabilidade desta pesquisa, existem duas principais. A primeira se refere às informações relativas às plataformas de *Crowdfunding*; e a segunda, com relação às empresas captadoras de recursos por meio de *crowdfunding* com a intermediação das plataformas.

Como este trabalho se propõe a estudar as características das entidades atuantes dentro das operações de *crowdfunding*, são geradas discussões sobre as informações fornecidas por estas empresas, utilizando como parâmetro os elementos de análise da Gestão da Inovação e a Teoria do Crescimento da Firma.

A primeira aplicação está ligada às Plataformas. Espera-se que a discussão enriqueça o conhecimento sobre como as plataformas operam, e como esta informações poderiam fornecer subsídios para auxiliar o regulador na formulação ou melhoria da regulação bigente.

A segunda aplicação se refere às empresas captadoras de recursos. Como serão analisadas as empresas captadoras que obtiveram os recursos, ou que atingiram o valor mínimo alvo de captação, trabalha-se com os casos de sucesso. Ou seja, com as ofertas públicas efetivamente bem sucedidas.

A análise das características e conteúdo de informação fornecida por estas empresas pode auxiliar na melhoria do prospecto de outras empresas que não tenham atingido os valores alvo de captação, ou outras empresas que porventura desejem buscar recursos através de *crowdfunding*.

### 3.2.2 Universo de pesquisa e critérios de escolha

Como Universo para esta tese, considera-se todas as plataformas de *Equity crowdfunding* (39 plataformas, segundo a CVM) e empresas captadoras de recurso em *equity crowdfunding* (254 empresas listadas para os quatro períodos avaliados), listadas pela Comissão de Valores Mobiliários, do exercício de 2017 ao exercício de 2020.

Conforme já descrito ao longo da metodologia, a fonte básica de acesso às plataformas e captadoras de recursos são os Relatórios de Ofertas Anuais encerradas, cuja publicação pelas plataformas de *crowdfunding* é obrigatória e sua listagem fica disponível no *website* da CVM. Com base no acesso destes relatórios, foi possível identificar todas as plataformas e captadores listados, de forma a se obter um universo de pesquisa. No Quadro 9, estão destacados o número de plataformas e captadores para cada ano de apresentação dos relatórios:

São 39 plataformas registradas no âmbito da CVM (2021), por meio de Atos Declaratórios (3 canceladas); (CVM, 2021). A relação de empresas captadoras para todos os períodos divulgada pela CVM pode ser verificada no Quadro 9:

Tabela 4: Relação total de empresas captadoras de recurso para todos os períodos.

	<b>Atingido</b>	<b>Não-atingido</b>	<b>Total de ofertas</b>
<b>2017</b>	4	0	4
<b>2018</b>	46	6	52
<b>2019</b>	66	23	89
<b>2020</b>	76	3b3	109
<b>Sub total</b>	192	62	254

Fonte: Autor (2021); sob CVM 588

O Quadro 9 detalha todo o Universo de empresas captadoras, tanto as que atingiram o valor alvo mínimo de captação, quanto as que não atingiram. Para efeitos desta pesquisa, serão utilizados quatro delimitações para os critérios de escolha para as unidades de análise, do nível mais amplo ao mais restrito, partindo da população de empresas que buscaram recursos e estão registradas nos relatórios da CVM:

- (1) Empresas que atingiram o valor alvo mínimo de captação;
- (2) Destas empresas, seleção daquelas que têm *website* disponível para acesso às informações, considerando o critério de acessibilidade e riqueza das informações, segundo Yin (2016).
- (3) Eliminação de duplicações ou repetições, em empresas que obtiveram recursos em mais de um ano consecutivo ou exercício.
- (4) Eliminação de empresas cujo site não mais exista, domínio tenha mudado, ou o acesso está negado ou com algum tipo de erro.

Com a aplicação destes critérios, restaram para o estudo **98 empresas captadoras**, para todos os períodos, com amplo acesso às informações. Essa é então o recorte, utilizando os critérios de escolha descritos. De forma geral, como a pesquisa é qualitativa, foi utilizado o critério de acessibilidade ou facilidade de acesso às informações secundárias, possibilitando maior riqueza nas informações e nas inferências que podem ser geradas a partir disso. (YIN, 2016).

### 3.3 ELEMENTOS DE ANÁLISE

O quadro 17 apresenta os elementos de análise para a Gestão da Inovação, baseados na seção 2.2 (Gestão da Inovação em MPE's) do estudo.

Quadro 17: Elementos de análise de Gestão da Inovação em MPE's

<b>Elementos de análise – Gestão da inovação em MPE's</b>	<b>Autores</b>
Estratégias de criação e manutenção de demanda	(BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019); (LÖFQVIST, 2017); (MANUAL DE OSLO, 2010); (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016); (CARVALHO e YORDANOVA, 2018).
Estratégia de inovação/especialização	(GANCARCZYK e GANCARCZYK, 2018); (EDWARDS, 2017); (MANUAL DE OSLO, 2010); (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016).
Flexibilidade de produção/adaptação	(EDWARDS, 2017); (BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019); (CARVALHO e YORDANOVA, 2018); ; (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015).
Tipos e abrangência da inovação	(BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019), (CARVALHO E YORDANOVA, 2018); (CHOI, LEE e HAM, 2016); (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015)
Análise do <i>core business</i>	(MANUAL DE OSLO, 2010); (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016).
Especialização produtiva	(EDWARDS, 2017); (CARVALHO e YORDANOVA, 2018); (CHOI, LEE e HAM, 2016); (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015).
Análise de risco/retorno	(GANCARCZYK e GANCARCZYK, 2018); (ROMÁN, GAMERO e TAMAYO, 2011); (BRADONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019), (CHAOCHOTECHUANG e MARIANO, 2016).
Limitação de recursos	(ROMÁN, GAMERO e TAMAYO, 2011); (CHOI, LEE e HAM, 2016).
Absorção e melhoria de práticas de concorrentes	(BRADONJIC, FRANKE E LÜTHJE, 2019), (CARVALHO e YORDANOVA, 2018); (KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015).

Fonte: O autor (2020).

Os elementos de análise da Teoria do Crescimento da Firma estão elencados no quadro 18. Os fundamentos conceituais estão nos subitens 2.2 (Teoria do Crescimento da Firma) e 2.3 (Elementos de análise da Teoria do Crescimento da Firma).

Quadro 18: Elementos de análise da Teoria do Crescimento da Firma

<b>Elementos de análise – Teoria do Crescimento da Firma</b>	<b>Autores</b>
Recombinação de recursos produtivos	(PENROSE, 1995).
Formas de alocação de recursos	(PENROSE, 1995); (NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014);
Uso de vantagens comparativas	(GARNSEY e HEFFERNAN, 2015); (NASSAR, KHALID e AL-MAHROUQ, 2014).
Especialização produtiva	(PENROSE, 1995); (NASSAR, KHALID e AL-

	MAHROUQ, (2014); (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019).
Identificação de limites de crescimento	(PENROSE, 1995); (GUARASCIO e TAMAGNI, 2019); (GREVE, 2017); (REZENDE, SALERA e CASTRO, 2015).
Evolução: fundação, crescimento, estabilização	(PENROSE, 1995); (ALMEIDA e PESSALI, 2017).

Fonte: O autor (2019).

Os elementos de análise da regulação de *FinTechs* estão relacionados no quadro 19, elaborados com base nos subitens 2.7 (A Proteção ao investidor como componente da regulação); 2.8 (O desafio da regulação em *FinTechs*); 2.10 (As modalidades de regulação em *FinTechs*) e 2.13 (Subtemas emergentes sobre a regulação em *FinTechs*)

Quadro 19 Elementos de análise da regulação em *FinTechs*

<b>Elementos de análise</b>	<b>Principais autores</b>
Risco associado à implantação de inovações	Zeutsche (2018)
Risco associado a fraudes	Zeutsche (2018)
Ameaças aos usuários dos serviços	Ferrarini (2017); Freji (2018)
Segurança nas operações e proteção ao investidor	Ruiz et al. (2018)
Previsão de sanções	Ruiz et al. (2018)
Mecanismo de compartilhamento de informações entre regulador e <i>FinTechs</i>	Sujitparapitaya et al. (2012)
Ambiente sandbox de proteção às inovações	Zhang et al. (2019); Zeutsche (2018)
Eliminação de duplicidade na interpretação das regras	Treleaven (2015)
Análise de brechas e excessos na regulação	Navaretti et al. (2018); Magnusson (2018)
Balizamento de assimetrias no acesso à informação	Rochet (1999)
Regulação e os limites de crescimento	Magnusson (2018)

Fonte: O autor (2020).

A repetição dos quadros 17 e 18, já apresentados no referencial teórico, serve para destacar ao leitor, os elementos utilizados na fase de análise dos dados. Portanto, constituem os elementos identificáveis dentro do conteúdo ou dos materiais coletados.

A base para a fase da coleta de dados são os relatórios anuais de ofertas encerradas, emitidos pelas plataformas de *Crowdfunding*. Neles, se podem obter as informações relativas aos dados da plataforma prestadora do serviço e as empresas que lançaram as ofertas públicas

na modalidade *crowdfunding*. Modelos destes relatórios anuais obrigatórios serão apresentados na sequência.

A título de ilustração, o Quadro 20 demonstra, por ano, as principais empresas listadas nos relatórios da plataforma Eqseed para os exercícios de 2019, 2018 e 2017, respectivamente.

Quadro 20: Captadores para plataforma EqSeed

2019	CAPTADOR	TIPO DE PRODUTO/SERVIÇO OFERECIDO
Valor mínimo de captação não atingido	TRIUNFEI.COM SERVICOS DE PUBLICIDADE E TECNOLOGIA LTDA	Página não encontrada
	ONYO DO BRASIL DESENVOLVIMENTO DE SOFTWARE LTDA	página difere do conteúdo descrito
	KOKAR - AUTOMACAO RESIDENCIAL E COMERCIAL LTDA	Soluções em automação residencial e comercial
Valor mínimo de captação atingido	WATERMELON AGENCIA DE DESENVOLVIMENTO LTDA	Investimentos em renda fixa
	DUE LASER MAQUINAS LTDA – ME	Máquinas de corte a laser
	MUTUAL INTERMEDIACAO DE NEGOCIOS PAGAMENTOS E COBRANCA LTDA	Soluções em acesso a crédito
	PEAK INVEST SERVICOS FINANCEIROS E DE TECNOLOGIA LTDA.	Soluções em acesso a crédito e empréstimos
	BYND SERVICOS DE TECNOLOGIA LTDA.	Solução de mobilidade corporativa
	Nama S.A.	Automatização e gerência de canais de atendimento
	Ulend Gestão Financeira Ltda	Plataforma de Peer to Peer Lending
	PROSUMIR APROVEITAMENTO ENERGÉTICO LTDA	Soluções em otimização do uso de energia
<b>2018</b>		
Valor mínimo de captação não atingido	SIRIUS M DO BRASIL LTDA	Serviços de segurança em comunicação
Valor mínimo de captação atingido	HOUSED SERVICOS GRAFICOS E DECORACAO LTDA – EPP	Colocação de papéis de parede
	ALLUGATOR SERVICOS DIGITAIS LTDA - ME	Assinatura de aparelhos eletrônicos
	DINDIN SOLUCOES FINANCEIRAS S.A	Internet banking



	KOKAR - AUTOMACAO RESIDENCIAL E COMERCIAL LTDA – ME	Soluções em automação residencial e comercial
	GREENANT DO BRASIL SISTEMAS DE INFORMACAO LTDA	Soluções em monitoramento de eficiência energética
	D3R COMERCIO DE BEBIDAS LTDA - EPP	<b>página não encontrada</b>
	PEGAKI TECNOLOGIA DE ENTREGAS LTDA. – ME	Consultoria comercial
	HORUS AERIAL SOLUTIONS HOLDING S.A.	Soluções de mapeamento com drones
	PROSUMIR APROVEITAMENTO ENERGETICO LTDA	Soluções em otimização do uso de energia
	IOUU TECNOLOGIA E SERVIÇOS FINANCEIROS LTDA	Serviço de intermediação financeira
	EqSeed LTDA	Própria plataforma de <i>crowdfunding</i>
<b>2017</b>		
<b>Valor mínimo de captação atingido</b>	Não há	
<b>valor mínimo de captação atingido</b>	Pegaki Tecnologia de Entregas LTDA	Consultoria comercial
	Peepi Tecnologia da Informação LTDA	<b>Página não encontrada</b>

Fonte: Relatórios CVM (2020); EqSeed (2020). Adaptado pelo autor.

Com base no Quadro 20, verifica-se a variedade de empresas captadoras para a plataforma de *crowdfunding* EqSeed, para os exercícios de 2017, 2018 e 2019. Embora a natureza dos serviços prestados ou produtos vendidos seja grande, a maior parte dos captadores são pequenas empresas, do tipo startup, que se concentram em soluções inovadoras.

Ao ler o conteúdo de suas páginas na *web*, é observado o uso da inovação como parte da estratégia de todas as empresas, novamente reforçando a possibilidade de se estudar as necessidades destas empresas na captação de recursos à luz da Gestão da Inovação em pequenas empresas.

### 3.4 JUSTIFICATIVA DE ESCOLHA DAS PLATAFORMAS DE *CROWDFUNDING* E CAPTADORES DE RECURSOS

Esta seção tem como objetivo apresentar uma justificativa para a escolha dos objetos de estudo: o serviço de financiamento coletivo na modalidade *crowdfunding* (em geral), e as próprias plataformas prestadoras do serviço e os captadores de recurso (estes em particular).

Dentro do âmbito de interesse da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre outras matérias, está a regulação do serviço de *crowdfunding*. Como pode ser observado na seção 1.2 (Justificativa), o aumento das operações de financiamento coletivo suscita um interesse do regulador em aperfeiçoar a regulação específica, a fim de conter abusos e fraudes, bem como outros riscos associados a esta atividade. Além disso, como já apontado por Freixas & Rochet (2018), a literatura específica sobre regulação de plataformas virtuais de financiamento coletivo na modalidade *crowdfunding* ainda é restrito, abrindo uma oportunidade de pesquisa.

Já a escolha das plataformas e dos captadores de recursos como objetos de estudo, isso está ligado às características que apresentam, e como estas podem ser contempladas pelos elementos teóricos presentes neste trabalho.

Isto se deve à adequação dos elementos teóricos a estas duas figuras (plataformas e captadores), e pela facilidade de acesso aos dados de ambos. O restante desta seção justifica a escolha dos dois participantes na proposta e sua associação com os eixos teóricos, excluindo-se portanto, neste estudo, a figura do investidor.

As plataformas que intermediam o serviço, conforme destacado por Caciatori & Cherobim (2020), coexistem com um sistema financeiro e bancário tradicional, com a existência de uma competição entre os dois modelos, tradicional e virtual.

Os serviços das plataformas de *crowdfunding* são novos, cuja regulação também é recente. Ocorre que existem pressões de bancos tradicionais que afetam de maneira geral todas as *FinTechs*, principalmente no que se refere à falta de regulação em diversos aspectos de suas atividades, o que não ocorre com os bancos tradicionais, cuja atividade é fortemente regulada. (ELDRIDGE, NISAR & TORCHIA, 2019).

Como um serviço recente, a maioria das plataformas de *crowdfunding* que operam no cenário brasileiro são empresas nascentes, e compreender como elas surgem e como coexistem com bancos tradicionais ajuda também estas plataformas a melhorar seus serviços e a possibilidade de expandirem suas atividades.

O estudo das plataformas de *crowdfunding*, ou seja, seu surgimento, crescimento e manutenção no mercado pode ser melhor compreendido à luz da TCF, fornecendo assim subsídios à melhoria da regulação no que se refere às plataformas de *crowdfunding*.

No âmbito dos captadores de recurso, ou seja, as empresas que buscam recursos de terceiros por meio da oferta pública intermediada pelas plataformas, há a associação com a Gestão da Inovação.

As empresas captadoras têm necessidade de capital, motivo de sua oferta pública nas plataformas. Quando se observa os relatórios, obrigatoriamente publicados anualmente pela CVM sobre as ofertas encerradas, tem-se que existe uma quantidade crescente de empresas captadoras a cada período de fechamento dos relatórios.

A captação de recursos por meio de *crowdfunding* ainda é recente, e os relatórios mais antigos de ofertas encerradas datam de 2017. Assim, conforme os relatórios se tornam mais recentes, não apenas o número de plataformas existentes aumentou, mas o número de empresas interessadas em captar recurso por meio desta modalidade também se expandiu.

Conforme apontado por Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2014), o foco principal do *crowdfunding* é a captação para empresas de pequeno porte, sem a estrutura necessária para participar de ofertas em outras modalidades ou operar como sociedades de capital aberto no mercado.

Além disso, a regulação da CVM sobre a matéria, representada pela Instrução ICVM 588/17, estabelece a função da Instrução como “dispor sobre oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de **sociedades empresárias de pequeno porte** (grifo meu) realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo” (ICVM 588, 2017).

Portanto, engloba empresas de pequeno porte, dentre as várias modalidades de constituição de empresas de pequeno porte estabelecidas pela chamada “Lei das PME’s”, ou Lei Complementar n.123/2006, a qual estabelece o enquadramento das empresas de pequeno porte, bem como a tributação e formação simplificada para empresas.

Dentro dos relatórios da Comissão de Valores Mobiliários, observa-se não apenas uma grande variedade de empresas, bem como de diferentes tipos de constituição jurídica destas empresas captadoras.

Existem plataformas de *crowdfunding* especializadas no setor de construção civil e imobiliário, enquanto outras dedicam-se a empresas variadas, sejam elas indústria ou serviços.

O anexo 27-II da ICVM 588 estabelece um modelo de relatório para a emissão da oferta pública de Valores Mobiliários pelas sociedades empresárias de pequeno porte, sendo

estruturado em duas partes. O primeiro documento fornece informações básicas sobre os captadores interessados no momento de lançamento das ofertas, conforme pode ser observado a seguir.

Figura 5: Estrutura de informações do início da oferta pública

<b>SOCIEDADE EMPRESARIA DE PEQUENO PORTE</b> Nome: CNPJ: Tipo societário: Endereço da sede: Nome do representante legal: Telefone para contato: E-mail: Página da sociedade na rede mundial de computadores (se houver): Receita bruta no último exercício social:
<b>DADOS DA OFERTA</b> Quantidade de valores mobiliários objeto da oferta: Descrição do valor mobiliário ofertado: espécie: classe: Preço unitário: R\$ Valor alvo máximo da oferta: R\$ Data de início da oferta: Identificação da Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo: Página da plataforma na rede mundial de computadores:

Fonte: ICVM 588 (2017). Adaptado pelo autor (2020)

A CVM exige dos captadores informações simples sobre a discriminação da empresa, como nome, tipo societário, CNPJ e página na internet. Quanto aos dados da oferta, são estabelecidos os dados sobre valores mobiliários da oferta, espécie de valor, valor alvo máximo e identificação da plataforma de Investimento Participativo a ser utilizada. Como pode ser observado, a quantidade de dados exigida neste primeiro documento é reduzida.

O segundo documento, constituído pelo relatório anual disponibilizado pela CVM, apresenta informações sobre as empresas captadoras, valores mínimos de captação atingidos e espécie de valor mobiliário. No âmbito do relatório de ofertas anuais encerradas da CVM, são apresentadas todas as empresas captadoras, por plataforma, conforme modelo de relatório apresentado na Figura 3. Além dos dados específicos de identificação da plataforma, são apresentados o número de empresas captadoras que atingiram o valor mínimo de captação e aquelas que não atingiram. Outros dados são apresentados, como a data de lançamento da oferta e a data de fechamento da oferta.

Figura 6: Modelo de relatório sobre as empresas captadoras nas ofertas públicas

<b>IDENTIFICAÇÃO DA PLATAFORMA</b> Nome: CNPJ: Página na rede mundial de computadores:
<b>RELATÓRIO ANUAL</b> Ano de referência: Nº de ofertas encerradas cujo valor alvo mínimo de captação foi atingido: Nº de ofertas encerradas cujo valor alvo mínimo de captação não foi atingido: Nº de ofertas em andamento: Nº de sócios: Nº de funcionários: Patrimônio líquido (R\$) :
<b>INFORMAÇÕES SOBRE AS OFERTAS ENCERRADAS CUJO VALOR ALVO DE CAPTAÇÃO MÍNIMO NÃO FOI ATINGIDO <sup>2</sup></b> Sociedade empresária de pequeno porte: CNPJ: Tipo societário: Tipo de veículo de investimento do sindicato de investimento participativo (se houver): _____ CNPJ: _____ Investidor líder do sindicato (se houver): _____ CPF: _____ Página da sociedade na rede mundial de computadores, se houver: Data de início da oferta: Data de encerramento da oferta: Quantidade de valores mobiliários objeto da oferta: Espécie: Classe: Preço unitário: R\$ Valor alvo máximo da oferta: R\$
<b>INFORMAÇÕES SOBRE AS OFERTAS ENCERRADAS CUJO VALOR ALVO</b>

Fonte: ICVM 588 (2017). Adaptado pelo autor (2020)

Como captadores de recursos para suas atividades nas plataformas de *crowdfunding*, estas empresas têm necessidades de financiamento de suas atividades que se devem a inúmeros fatores. Entre eles, a falta de recursos próprios e a impossibilidade de acessar outras formas de investimento no mercado. (MOOR & KIM, 2016).

Analisando todos os aspectos envolvidos na fundamentação teórica e nos elementos de análise específicos sobre Inovação em pequenas empresas presentes neste estudo, considera-se que a Gestão da Inovação pode fornecer subsídios para compreender o comportamento destas empresas captadoras de recursos. Como estabelecido na regulação específica ICVM 588, a matéria versa especificamente sobre oferta pública para sociedades empresárias de pequeno porte.

Apresentando características e necessidades particulares e diversas de grandes captadores no mercado, estas empresas participantes das ofertas públicas, em alguns casos

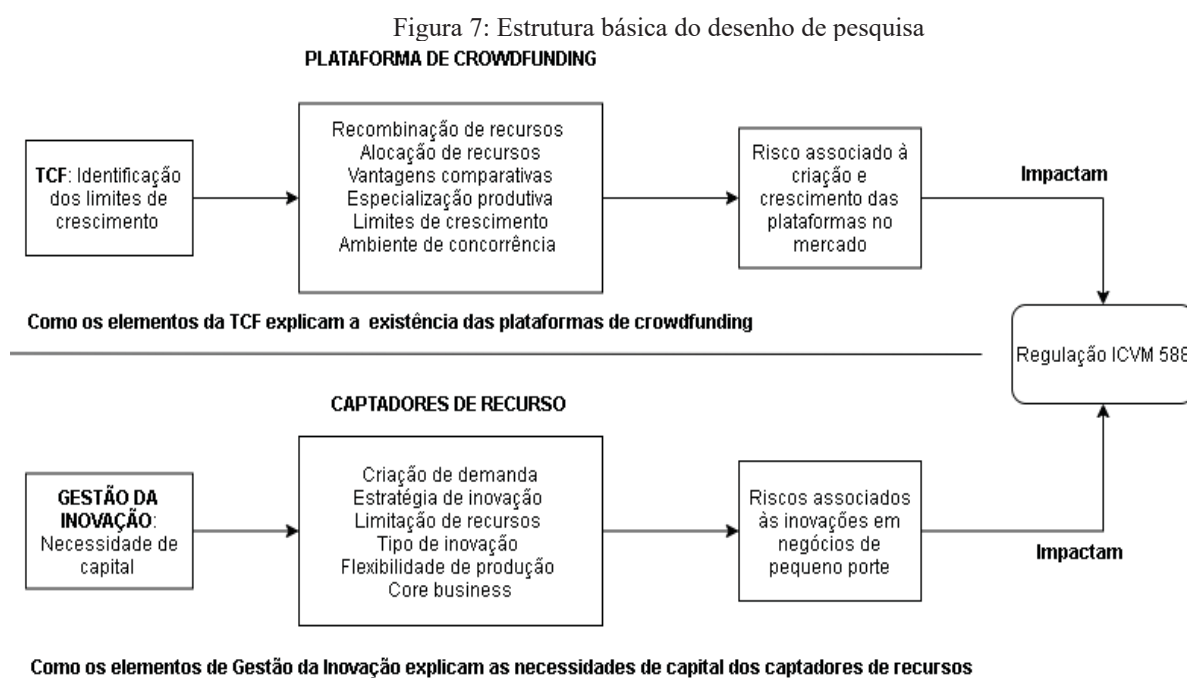
não conseguem atingir o valor mínimo exigido pela CVM, e portanto acabam por não conseguir obter o recurso.

É exatamente neste ponto que o modelo apresentado na Figura 2 justifica a associação entre estas empresas captadoras e a Gestão da Inovação em pequenas empresas: compreender a razão pela qual estas empresas buscam este recurso, e como a Gestão da Inovação pode fornecer informações de forma a que estas empresas aumentem sua visibilidade e conseqüentemente a probabilidade de obterem os recursos mínimos para aprovar a oferta pública.

Assim, este trabalho busca identificar os elementos de Gestão da Inovação e de Teoria de Crescimento da Firma nos participantes do processo de *equity crowdfunding*: neste caso, as plataformas que intermediam as operações e as empresas captadoras de recursos.

### 3.5 PROPOSTA DE DESENHO DA PESQUISA

O objetivo desta subseção é apresentar uma estrutura básica de análise para orientação do trabalho. Busca demonstrar de forma sintética como se pretende extrair informações das entidades no processo de *crowdfunding*, seguido de descrição de como se pretende operacionalizar a pesquisa.



Fonte: O autor (2020)

A criação da Figura 7 foi baseada em todo o referencial construído sobre os eixos teóricos, a contemplação do aspecto de risco e a regulação específica da matéria sobre *crowdfunding*, sendo, portanto, um material original criado para estruturação da pesquisa.

A Figura 7 resulta de leituras dos artigos reunidos no referencial teórico, seguida da identificação dos elementos comuns presentes na literatura selecionada. Isso já explica também como foram identificados os elementos de análise ainda no capítulo de Revisão de Literatura. Estes elementos são utilizados na fase de análise de dados, conforme está descrito na seção 3.5 desta tese. Os quadros referentes ao aspecto de risco consideram que a mitigação do risco é um dos objetivos da regulação pertinente.

A Figura 7 serve de parâmetro para a análise posterior, embora a Gestão da inovação não esteja necessariamente ligada à análise dos captadores de recurso; ou a TCF com as plataformas. Tanto a Gestão da Inovação quanto a TCF devem ser utilizadas tanto na análise das plataformas quanto na análise dos captadores de recurso. A estrutura apenas serve de referência para demonstrar os principais relacionamentos encontrados entre teorias e atuantes, sem esquecer o aspecto de risco e de formulação da regulação.

Já a Figura 8 detalha a estrutura desta pesquisa. De acordo com Belleflamme, Lambert e Schwiendbacher (2014), conforme destacado na seção 2.15 deste estudo, são três os atuantes em uma transação *equity crowdfunding*: as plataformas que oferecem o serviço, os captadores de recurso e os investidores/financiadores da atividade exercida pelos captadores de recurso. O fluxograma foi construído com base na fundamentação teórica e nas necessidades e questões destacadas pelos atuantes no *crowdfunding*, especificamente as plataformas em si e os captadores de recursos.

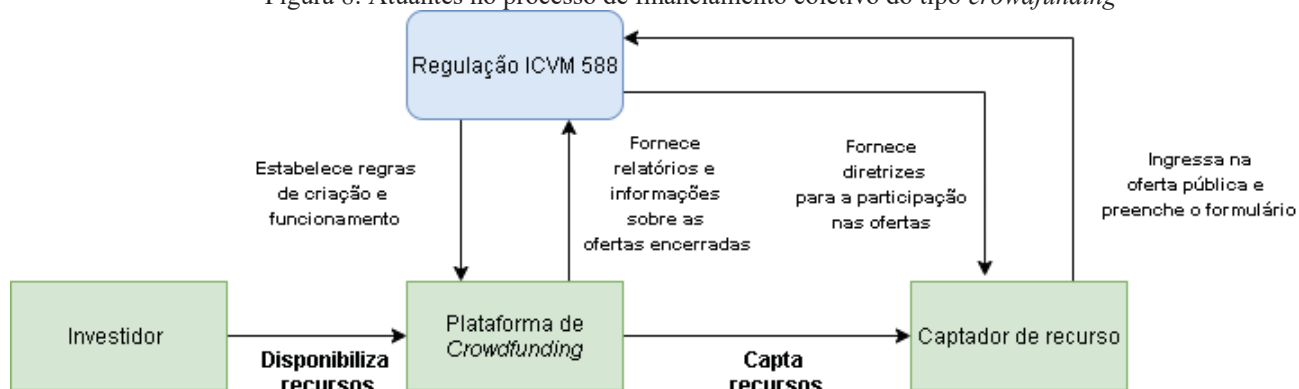
A regulação, perpassando todo o processo de funcionamento das plataformas e os requisitos para sua existência, impacta também sobre os parâmetros existentes para os captadores de recurso, neste caso, as empresas que entram nos editais de captação de recursos e cujas ofertas são intermediadas pelas plataformas de *crowdfunding*.

Neste caso, compreende-se a regulação como o elemento chave não só no funcionamento do processo como um todo, mas como o ambiente que impacta este processo. Como tal, recebe informações que são originadas pelas intermediações realizadas pelas plataformas, cujas atividades estão previstas na regulação. O fluxo de funcionamento de uma operação de *crowdfunding* é ilustrado na Figura 8, a seguir.

Assim, estabelecidos os parâmetros de criação e funcionamento das plataformas de *crowdfunding*, e das regras para criação de ofertas públicas oriundas das necessidades dos captadores de recursos, tem-se que a regulação funciona em dois sentidos (Figura 8), seja para

fazer observar as regras pertinentes aos envolvidos, seja para receber informações a respeito do que está sendo realizado.

Figura 8: Atuantes no processo de financiamento coletivo do tipo *crowdfunding*



Fonte: O autor (2020).

Portanto, na estrutura proposta, a regulação seria o elemento ambiental que funciona em outra camada, perpassando todo o processo. Dentro da proposta, a regulação é colocada como o elemento que recebe as informações sobre as intermediações entre a plataforma e os captadores de recurso. Neste caso, a regulação não seria um atuante direto nas operações de *crowdfunding*, mas o elemento que fornece estes parâmetros de funcionamento, bem como recebe as informações sobre o processo.

Como um elemento que impacta na execução das operações de *crowdfunding* e que é influenciado por elas, a regulação se preocupa com o combate aos riscos que podem estar associados às atividades realizadas: fraudes nas plataformas; riscos operacionais para os captadores e investidores. O regulador não analisa os riscos do negócio; esses são características desse tipo de investimento, a renda variável.



## 4 RESULTADOS DE PESQUISA

O processo de análise qualitativa, nesta tese, se baseia em dois grupos de documentos secundários: os **relatórios de ofertas anuais encerradas**, apresentados anualmente pelas plataformas de *crowdfunding* e divulgado pela CVM; os **websites das plataformas de *crowdfunding* e das empresas captadoras de recursos**; **arquivos da mídia** sobre as plataformas de *crowdfunding* e sobre as empresas captadoras de recursos. Estes arquivos de mídia são constituídos por matérias de literatura “cinza” que porventura possam ser encontrados dentro dos próprios websites das empresas captadoras de recursos.

A metodologia qualitativa a ser utilizada é a de análise de conteúdo, por meio de codificação dos elementos de análise. Os procedimentos demandam detalhamento do processo de coleta, pré-análise, codificação e seleção das informações qualitativas e quantitativas oriundas de ambas as fontes de informação citadas. Estes procedimentos estão explicados a seguir.

### 4.1 ANÁLISE DE CONTEÚDO

Este trabalho se propõe a analisar os relatórios de ofertas anuais encerradas e os documentos dos websites das plataformas de *Crowdfunding* por meio da análise de conteúdo. Como a maior parte das informações apresentadas sobre o prospecto de ofertas encerradas é de natureza qualitativa, a abordagem qualitativa é mais adequada para se avaliar a natureza dos serviços prestados pelas plataformas e captadoras de recursos, bem como seu relacionamento com os elementos de análise oriundos da base de dados teórica. (Miles et al., 2014).

A análise de conteúdo é um método que busca verificar padrões de discurso e linguísticos em grandes volumes de texto, verificando a frequência de determinados termos, conceitos ou mesmo frases inteiras. (Miles et al., 2014). O objetivo é extrair conclusões que possam responder à pergunta de partida e efetivamente construir conhecimento com amparo da literatura pertinente.

Segundo Bardin (2002) a análise de conteúdo permite a criação de codificações de forma a categorizar grandes volumes de dados em blocos de significado próximo.

Os códigos funcionam como unidades de referência para a associação com trechos de narrativas, ou citações, permitindo identificar conceitos aos quais estes trechos de material textual pertencem. Em suma, segundo Bardin (2002), códigos são os elementos básicos que permitem desenvolver a dimensão operacional de uma análise de conteúdo.

Considerando que grande parte das fontes dos dados nesta pesquisa é de natureza qualitativa, ou textual, a análise de conteúdo é apropriada para verificar padrões e elementos conceituais dentro destes materiais.

O processo de seleção e análise dos textos de várias fontes exige uma base teórica consistente, de forma a estabelecer o escopo, a coleta, a ordem, o refinamento e a exploração dos resultados. De forma a operacionalizar esta pesquisa, propõe-se a utilização da análise de conteúdo de Bardin (2002) e a codificação de Saldaña (2013).

De forma a evitar um viés por parte dos textos das empresas captadoras, busca-se analisar os textos e relatórios oficiais emitidos pela CVM e pelos websites das plataformas de *crowdfunding*. Os textos presentes em websites de empresas captadoras sobre as atividades que estas realizam podem trazer percepção subjetiva da natureza e da qualidade do serviço que prestam ou produto que vendem.

Ao analisar as informações nos sites das plataformas de *crowdfunding* autorizadas pela CVM e amparadas pela Instrução ICVM 588, é possível obter informações mais sintéticas, padronizadas e objetivas sobre os serviços prestados pelas empresas captadoras de recursos com ofertas de financiamento coletivo já encerradas.

Além de codificar e contar estes códigos busca-se analisar os significados implícitos nos excertos de texto e relatórios, confrontando estas informações com a teoria construída sobre Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma, bem como com a pergunta de pesquisa.

## 4.2 ESCOLHA DOS DOCUMENTOS

Segundo Caciatori (2020), existem dados escassos sobre inovações financeiras, sejam informações de ordem qualitativa ou quantitativa. Medidas alternativas podem ser usadas de forma a se extrair significado das informações disponíveis, uma vez que parte considerável das informações, como demonstrativos detalhados e análise de rentabilidade de ativos, estão restritos aos investidores em cada oferta pública.

Desta forma, o grande público não tem acesso a informações sobre detalhes de projetos de investimento, devido ao sigilo e/ou desinteresse da empresa em divulgar. No caso das plataformas de *crowdfunding*, os relatórios de atividades, cuja publicação é obrigatória, podem ser encontrados na página da CVM; são uma das principais fontes de informação disponíveis ao público pesquisador.

Van Der Boor et al. (2014) usou fontes primárias e secundárias para sua pesquisa, como relatórios de empresas, artigos da mídia, estudos de caso, documentos de investidores e

entrevistas com especialistas e outros pesquisadores. Além disso, como forma de reforçar esta justificativa, Von Hippel (2011) analisou websites dos cinco maiores bancos comerciais dos Estados Unidos.

Nesta pesquisa, são utilizadas fontes secundárias de informação por duas razões principais: a limitação de acesso a informações restritas a investidores e pessoal interno; e as dificuldades de acesso aos investidores; aos gestores das plataformas e das empresas investidas. A natureza da pesquisa demanda informações objetivas e não a percepção ou o sentimento dos agentes; o que inviabiliza a realização de entrevistas ou aplicação de questionários com representantes das plataformas de *crowdfunding* e das empresas captadoras. (CACIATORI, 2020).

Muitas informações estão disponíveis nos relatórios emitidos pela CVM, e nos sites das plataformas de *crowdfunding*. Estas informações são textos sobre a natureza dos serviços prestados e alguns detalhes sobre as ofertas encerradas, como valores de captação mínimo e máximo, tipo de investimento, rentabilidade alvo, prospecto, valor captado e valor da cota.

Quanto às informações de texto, apresentam detalhes sobre o mercado, natureza do negócio, *core business* e principais inovações e diferenciais presentes no pitch de cada empresa captadora de recursos. Para operacionalizar a pesquisa, é necessário estabelecer as variáveis que servirão de parâmetro para esta análise.

#### 4.3 OPERACIONALIZAÇÃO DA PESQUISA: CONCEITOS E ELEMENTOS

##### UTILIZADOS

Na sequência, são apresentados os agrupamentos de atividades, conceitos sintéticos utilizados e os códigos identificados em cada grupo de atividades. O Quadro 21 apresenta os códigos, conceitos e elementos para o eixo teórico “Gestão da Inovação em MPE’s”.

Os grupos de atividades já foram destacados anteriormente, para os dois eixos teóricos da análise (Gestão da Inovação em MPE’s e Teoria do Crescimento da Firma). Os conceitos são as unidades definidoras genéricas sobre um grupo de atividades específico. Já os códigos são as unidades básicas que permitem operacionalizar a pesquisa, associando-os aos fragmentos de texto (citações), dentro dos documentos analisados.

Os códigos foram gerados a partir da análise dos conceitos e da literatura específica para cada grupo de atividades. A dimensão operacional, os códigos, constituem os elementos conceituais básicos que definem cada grupo de atividades, construídos pela leitura dos conceitos e atividades descritas pelos autores. Utilizando-se uma lógica dedutiva, partiu-se da leitura dos artigos da literatura que foram selecionados para sustentar os temas. Partiu-se de

uma análise geral, buscando encontrar elementos mínimos que pudessem ser utilizados para a análise nesta pesquisa.

Quadro 21: Conceitos e elementos em Gestão da Inovação em MPE's

<b>Grupo de atividades</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>Conceito sintético</b>	<b>Elementos (códigos)</b>
<b>1- Estratégia de criação e manutenção da demanda</b>	BRAD ONJIC, FRANKE e LÜTHJE, 2019	Atendimento às necessidades da demanda/ criação de novas necessidades; marketing.	- público-alvo; (I1) - características do público-alvo; (I2) - Necessidades do público-alvo; (I3) - soluções oferecidas; (I4) - comportamento da demanda a longo prazo; (I5)
<b>2 - Estratégia de inovação/especialização</b>	GANC ARCZYK e GANCARCZYK, 2018	Organização de recursos materiais e humanos a fim de atender a necessidades de inovação;	- Gestão do conhecimento; (I6) - Gestão da criatividade; (I7) - Gestão de marca; (I8) - Gestão de patentes e direitos autorais; (I9)
<b>3 - Flexibilidade de produção/adaptação</b>	EDW ARDS, 2017	Estrutura interna flexível; rápida adaptação às flutuações e desejos da demanda.	- Processo de gestão; (I10) - Processo de produção; (I11) - Reserva de capital; (I12) - Estilo de liderança; (I13)
<b>4 - Tipos e abrangência da inovação</b>	CARV ALHO E YORDANOVA, 2018	Inovação de produto/processo, marketing ou organizacional. Incremental ou radical.	Classificação da inovação: (I14) - Produto; - Processo; - Marketing - Organizacional; - Incremental; - radical.
<b>5 - Análise do <i>core business</i></b>	MAN UAL DE OSLO, 2010;	Análise sobre a atividade principal realizada pela empresa.	- conjunto de atividades essenciais; (I15) - competências essenciais/internas; (I16) - principal solução oferecida aos clientes; (I17)
<b>6 - Especialização produtiva</b>	CARV	Apropriação	- produto/serviço central da

	ALHO e YORDANOVA, 2018	o de recursos produtivos em apenas ou produto/serviço.	empresa; (I18) - capacidades específicas; (I19)
<b>7 - Análise de risco/retorno</b>	ROMÁN, GAMERO e TAMAYO, 2011	Análise de investimentos em inovação.	- TIR; (I20) - Valor mínimo de captação; (I21) - Valor captado; (I22) - Valor máximo de captação; (I23)
<b>8 - Limitação de recursos</b>	CHOI, LEE e HAM, 2016	Economia de recursos para inovação.	- relação entre recursos utilizados/soluções oferecidas; (I24)
<b>9 – Benchmarking</b>	KESTING e GÜNZEL-JENSEN, 2015	Apropriação de melhores práticas do mercado.	- práticas absorvidas do mercado; (I25) - identificar empresas competidoras; (I26) - principais marcos de referências; (I27)

Fonte: O autor (2021).

Os códigos aqui destacados foram identificados por meio da leitura dos principais autores (destacados no Quadro 17), de forma a observar quais elementos operacionais estão presentes em cada grupo (vide Quadro 17). O objetivo é facilitar a associação entre os códigos e as citações ou trechos a serem destacados na análise da pesquisa. O Quadro 22 apresenta os conceitos e códigos para o eixo teórico “Teoria do Crescimento da Firma”.

Quadro 22: Conceitos e elementos em Teoria do Crescimento da Firma

Grupo de atividades	Autor(es)	Conceito sintético	Elementos (códigos)
<b>1 - Recombinação de recursos produtivos</b>	PENROSE, 1995	Realocação de recursos/administração de recursos para obtenção de diferentes resultados.	- processo de aprendizado; (TCF 1) - apropriação de conhecimentos e experiências; (TCF2)
<b>2 - Formas de alocação de recursos</b>	PENROSE, 1995	Estratégias utilizadas para obter o maior retorno possível sobre recursos utilizados;	- recursos disponíveis; (TCF3) - Aplicação de recursos em processos internos; (TCF4)
<b>3 - Uso de vantagens comparativas</b>	GARNSEY e HEFFERNAN,	Relação do custo oportunidade para se produzir determinado	- custo oportunidade; (TCF5)

	2015	item ou bem.	- Vantagens intrínsecas; (TCF6)
<b>4 - Especialização produtiva</b>	PENROSE, 1995	Apropriação de recursos produtivos em apenas um produto/serviço.	- produto/serviço central da empresa; (TCF7) - capacidades específicas; (TCF8)
<b>5 - Identificação de limites de crescimento</b>	GUARASCIO e TAMAGNI, 2016	Limites tecnológicos/humanos/financeiros de crescimento	- Tecnologia disponível; (TCF9) - Recursos humanos disponíveis; (TCF10) - capital disponível; (TCF11)
<b>6 - Evolução: fundação, crescimento, estabilização</b>	ALMEIDA e PESSALI, 2017	Histórico da empresa: narrativa da trajetória da fundação à estabilidade.	- Razão de existência; (TCF12) - Fundação; (TCF13) - Crescimento (TCF14) - Metas de crescimento/estabilização; (TCF15)

Fonte: O autor (2022).

O Quadro 23 apresenta os principais conceitos e códigos definidos para a Regulação em *FinTechs*.

Quadro 23: Conceitos e elementos em Regulação em *FinTechs*

<b>Grupo de atividades</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>Conceito sintético</b>	<b>Elementos (códigos)</b>
Risco associado à implantação de inovações	Zeutsche (2018)	Riscos ligados ao retorno e projeções de valores investidos em inovação.	- Análise de risco/retorno; (REG1) - Taxas de retorno; (REG2) - Projeções; (REG3)
Risco associado a fraudes	Zeutsche (2018)	Riscos de operações fraudulentas que podem impactar sobre os investidores, principalmente.	- Fraudes específicas; (REG4) - Histórico das plataformas e captadoras. (REG5)
Ameaças aos usuários dos serviços	Ferrarini (2017); Freji (2018)	Risco de as empresas não obterem retorno sobre o investimento e também de	- Operações fora do âmbito da CVM; (REG6) - Comunicação

		fraudes	deficiente; (REG7) - Taxas de retorno (REG8)
Segurança nas operações e proteção ao investidor	Ruiz et al. (2018)	Mecanismos de garantia das operações e garantias aos investidores.	- Cobertura de danos aos investidores pelas plataformas (REG9)
Previsão de sanções	Ruiz et al. (2018)	Estabelecimento de regras e punições/ matérias específicas para plataformas e captadores.	- Regras específicas para matérias específicas e conflitos internos; (REG10)
Mecanismo de compartilhamento de informações entre regulador e <i>FinTechs</i>	Sujitparapitaya et al. (2012)	Criação de mecanismo ou estrutura de comunicação entre órgão regulador e <i>FinTechs</i> .	- Fluxo de informações; (REG11) - Monitoramento de informações; (REG12) - Interpretação de informações; (REG13)
Ambiente sandbox de proteção às inovações	Zhang et al. (2019); Zeutsche (2018)	Ambiente de testes para inovações em <i>FinTechs</i> .	- Ambiente de testes para inovações; (REG14) - Componentes; (REG15) - Atividades realizadas no sandbox; (REG16)
Eliminação de duplicidade na interpretação das regras	Treleaven (2015)	Eliminação de trechos com dupla interpretação e simplificação de regras.	- Conteúdo das regras escritas; (REG17) - Análise por pares; (REG18)
Análise de brechas e excessos na regulação	Navaretti et al. (2018); Magnusson (2018)	Identificação de pontos não previstos na regra e outros excessos.	- Análise de conteúdo/previsão de possível duplicidade na interpretação. (REG19)
Balizamento de assimetrias no acesso à informação	Rochet (1999)	Compensação de diferenças no acesso às informações pelas diferentes entidades.	- Relação informação/retorno para cada entidade; (REG20) - Liberdade de acesso; (REG21)
Regulação e os limites de crescimento	Magnusson (2018)	Associação entre Regulação e TCF.	- Definidores de limites de crescimento; (REG22)

			- Previsão de limites de crescimento na regulação. (REG23)
--	--	--	--

Fonte: O autor (2022).

#### 4.4 ETAPAS DA ANÁLISE QUALITATIVA

Conforme Bhattacharjee (2012), a análise qualitativa baseada na análise de conteúdo pode ser separada em algumas etapas, a seguir detalhadas:

Etapa 1: Reunião dos documentos.

a) Relatórios de ofertas anuais encerradas. Os relatórios de ofertas encerradas podem ser encontrados no site da CVM<sup>4</sup>. A CVM disponibiliza todas as ofertas encerradas na modalidade de captação via *crowdfunding*, tanto as que atingiram o valor mínimo de captação, quanto as que não atingiram.

b) Informações qualitativas nas páginas (websites) das plataformas de *crowdfunding* e das empresas captadoras.

c) Informações e links para matérias da mídia, dentro destes *websites*. (principais jornais de circulação nacional especializados em economia);

Etapa 2: Separação dos documentos por plataforma e por ano.

Para facilitar a organização e a leitura, procede-se a separação de todos os documentos de acordo com a plataforma a que estão associados e ao ano a que se refere a oferta encerrada;

Etapa 3: Inserção dos documentos e dos códigos no software Atlas.ti versão 8.4.

A terceira fase consiste em realizar a inserção dos documentos encontrados e as codificações apresentadas nos quadros 1 e 2. Este processo é importante, para organizar todos os documentos e códigos; para, então, se proceder a próxima fase, a leitura dos documentos e marcação dos códigos.

Etapa 4: Leitura dos documentos em detalhe e atribuição dos códigos de acordo com sua presença nos conteúdos lidos.

<sup>4</sup> <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/crowdfunding> (acesso em 23 de junho de 2021)



O processo de leitura no Atlas.ti 8.4 é realizado de maneira sistemática e detalhada. O software ajuda a encontrar os padrões de conteúdo a partir dos códigos, mas a rotulação destes códigos no texto é feita pelo próprio pesquisador.

Assim, a rotulação dos trechos relevantes no texto é um processo subjetivo, que requer atenção para os conteúdos e seus rótulos. A associação entre os conteúdos nos textos e os códigos atribuídos é utilizada na análise dos dados e discussão final.

#### Etapa 5: Análise dos documentos

Esta fase é uma das mais relevantes para o desenvolvimento da tese. Utiliza como ferramenta de análise o software Atlas.ti versão 8.4. As fontes de informação são

- Os relatórios de ofertas anuais encerradas.
- Os websites das plataformas de *Equity Crowdfunding*.
- Os websites das empresas captadoras de recursos.
- Notícias da mídia (jornais virtuais, como O Globo, Carta Capital e Valor Econômico)

A análise considera os códigos dos quadros 14 e 15 mais citados dentro dos textos fornecidos pelas empresas que captaram recursos e pelas plataformas.

A partir da publicação da Instrução CVM 577, são apresentados relatórios anuais das empresas aportadas, em ofertas públicas fechadas, hospedadas em cada uma das Plataformas de *Crowdfunding* registradas. Portanto, a periodicidade de análise é anual, e estes relatórios constituem a principal fonte de informação, ou seja, são os dados secundários.

A análise foi construída de forma a identificar quais foram os códigos mais citados nos materiais textuais encontrados; desenvolveu-se a discussão a partir da observação destes códigos.

No total, foram estabelecidos previamente 27 códigos para Gestão da Inovação, e 15 códigos para a Teoria do Crescimento da Firma, totalizando 42 códigos nos dois eixos teóricos. No Quadro 24 são mostrados os códigos mais citados, considerando todos os textos analisados para todos os períodos analisados (2017, 2018, 2019 e 2020).

Para facilitar a análise, foi procedida uma separação por ano e empresas analisadas, ou seja, uma análise e discussão para as plataformas, e uma análise e discussão para as empresas captadoras.

Quadro 24: Código mais recorrentes nas citações encontradas

<b>CÓDIGO</b>	<b>TODOS OS PERÍODOS</b>	<b>CATEGORIA DE ANÁLISE</b>
<b>(I14) CLASSIFICAÇÃO DA INOVAÇÃO</b>	89	TIPOS E ABRANGÊNCIA DA INOVAÇÃO
<b>(I1) PÚBLICO-ALVO</b>	82	ESTRATÉGIA DE CRIAÇÃO E MANUTENÇÃO DA DEMANDA
<b>(I4) SOLUÇÕES OFERECIDAS</b>	53	ESTRATÉGIA DE CRIAÇÃO E MANUTENÇÃO DA DEMANDA
<b>(I8) GESTÃO DA MARCA</b>	47	ESTRATÉGIA DE CRIAÇÃO E MANUTENÇÃO DA DEMANDA
<b>(I3) NECESSIDADES DO PÚBLICO-ALVO</b>	35	ESTRATÉGIA DE CRIAÇÃO E MANUTENÇÃO DA DEMANDA
<b>(TCF12) RAZÃO DE EXISTÊNCIA/MISSÃO</b>	31	ANÁLISE DO CORE BUSINESS
<b>(I18) PRODUTO/SERVIÇO CENTRAL DA EMPRESA</b>	23	ESPECIALIZAÇÃO PRODUTIVA
<b>(TCF9) TECNOLOGIAS DISPONÍVEIS</b>	22	FORMAS DE ALOCAÇÃO DE RECURSOS
<b>(TCF6) VANTAGENS INTRÍNSECAS</b>	21	USO DE VANTAGENS COMPARATIVAS
<b>(I6) GESTÃO DO CONHECIMENTO</b>	13	IDENTIFICAÇÃO DE LIMITES DE CRESCIMENTO

Fonte: O autor (2021).

O Quadro 24 representa os 10 códigos mais citados, considerando todos os períodos. São 42 códigos para os dois eixos de análise (Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma). No entanto, ao realizar a associação entre os códigos e as citações destacadas nos textos, optou-se por apresentar os 10 códigos com a maior relevância, ou seja, os códigos que aparecem com maior frequência nas citações destacadas. Esta foi uma escolha do pesquisador, sustentando-se no argumento de que são os que apresentam as maiores frequências dentro das citações destacadas; o que traria maior quantidade de informações associadas para a análise posterior.

Dentre estes códigos, aqueles que têm percentual superior a 1% no total de códigos encontrados foram destacados no Quadro 24, e serão utilizados para a análise. O total de citações destacadas nos textos foi de 425 citações, às quais os percentuais dos códigos fazem referência. Ou seja, os percentuais consideram o percentual de citações associado a cada código. No caso, são apresentados os códigos mais presentes nas citações.

A construção da análise considera a discussão sobre os 10 códigos mais utilizados da seguinte forma, considerando uma abordagem mais ampla para uma mais restrita:

- Período/ano de coleta das informações;
- Código referenciado no texto analisado;
- Tipo de entidades analisadas para o período (plataformas de *crowdfunding* ou empresas captadoras de recurso);

Uma vez identificados e quantificados os códigos, a análise segue o corte longitudinal, pesquisando nas plataformas atuantes a partir de 2017, quando os relatórios começaram a ser publicados, até 2020. Em todas as análises, **P** é a sigla para **Plataformas**, e **CAP**, a sigla para **Captador de Recurso**.

#### 4.4.1 Análise 2017

Quadro 25: Plataformas de *Crowdfunding* e respectivas empresas que receberam aportes em 2017.

<b>2017</b>	
<b>Plataformas analisadas</b>	<b>Captadores de recurso analisados</b>
P1 EqSeed	CAP 1 Pegaki Tecnologia de Entregas LTDA
P2 Urbe.me	CAP 2 Peepi Tecnologia da Informação LTDA
	CAP 3 Rottaelly Incorporadora

Fonte: Autoria própria (2021); adaptado de CVM (2021).

Os próximos quadros (Quadros 26 a 35) demonstram os códigos mais utilizados, ou mais presentes nas citações. A análise dos (Quadros 26 a 35) se refere ao primeiro período analisado, ou seja, o ano de 2017, onde foram estudadas 2 plataformas e 3 captadores de recurso que efetivamente conseguiram atingir o valor mínimo de captação na oferta.

É importante ressaltar que alguns dos códigos mais utilizados ou identificados nas narrativas oferecidas pelas entidades avaliadas têm **proximidade conceitual entre si**; e portanto a aderência das empresas ao respectivo código não apresenta muita variação.

Ou seja, quando os conceitos de dois ou mais códigos são muito próximos, a descrição se torna muito similar. Esta separação se torna muito tênue, o que às vezes causa repetição. Para minimizar este efeito, buscou-se trazer informações de maneira sintética, uma vez que este processo foi repetido para os outros anos de avaliação (2018, 2019 e 2020).

Assim, os quadros sumarizam as atividades de cada entidade relacionada ao código, seguido de uma análise e discussão das informações encontradas.

## 1 - Classificação da Inovação (código I 14<sup>5</sup>)

O primeiro código, Classificação da Inovação, descreve a principal inovação oferecida pela entidade analisada, quanto aos tipos de inovação e à sua amplitude, se radical ou incremental.

Quadro 26: Classificação da inovação para as empresas do período 2017.

I14 CLASSIFICAÇÃO DA INOVAÇÃO	
PLATAFORMAS DE <i>CROWDFUNDING</i>	CAPTADORES DE RECURSOS
P1 – Inovação incremental de serviços. Crédito para o mercado imobiliário.	CAP1 - Incorporadora. Serviços para investidores e novas oportunidades de investimento no mercado imobiliário. Inovação incremental.
P2 – Inovação Incremental de serviços. Crédito para startups e oportunidades para pequenos investidores.	CAP2 – Inovação incremental de serviços. Utiliza espaços físicos ociosos em lojas físicas para retirada de produtos comprados virtualmente
	CAP 3: Identificação, engajamento e mobilização de clientes para transformá-los em canais de comunicação e vendas. Inovação incremental de serviços.

Fonte: Autoria própria (2021).

As plataformas de financiamento analisadas em 2017 foram duas, uma atuando especificamente com o mercado imobiliário, e a outra com o financiamento de startups. A inovação em ambas, de acordo com o serviço, consiste em fornecer oportunidades de investimento a pequenos investidores.

Embora sejam plataformas de *crowdfunding* no sentido amplo, em sentido estrito trabalham com públicos diferentes. Como tipo de inovação, de acordo com a literatura pode-se considerar como inovação incremental no serviço de investimentos e na forma de se organizar os investidores com os interesses dos captadores (incremental), embora haja diferença entre os dois públicos-alvo destas plataformas de *crowdfunding*.

Há algumas diferenças, mas para a CVM ambas são consideradas plataformas de *crowdfunding*. Tanto a EqSeed quanto a Urbe.me trabalham com pequenos investidores.

Desde então, a apresentação de relatórios com a relação de captadores que atingiram ou não os valores mínimos de captação devem ser obrigatoriamente divulgados no site da CVM, e são uma fonte valiosa de informação para a construção dessa proposta de análise dos dados.

<sup>5</sup> Vide Quadro 22.

Outro ponto a ser destacado é a presença de outras plataformas financeiras, mesmo de *crowdfunding*, como captadores de recursos dentro da plataforma Eqseed. Inclusive com a presença da própria EqSeed como uma das empresas captadoras. Neste caso, a plataforma de intermediação também usa seu próprio sistema para captar recursos no mercado, agindo como uma empresa captadora.

Segundo a própria plataforma, os investimentos nesta modalidade (*crowdfunding*), não têm qualquer garantia de retorno, e a liquidez é muito baixa. O retorno dificilmente ocorre antes de um período de quatro anos, ou antes que a empresa captadora seja comprada ou listada em uma bolsa de valores. Isso apenas reforça o fato de que as empresas, para conseguirem os recursos na captação, precisam oferecer soluções altamente inovadoras e com grande potencial de crescimento, devido aos grandes riscos oferecidos pela modalidade de investimento participativo do tipo *crowdfunding*.

Neste caso, o foco de seu negócio não é o produto em si, mas a agregação de valor na experiência, atendimento e forma de entregá-lo. Na observação das empresas captadoras nos relatórios da EqSeed, isso fica evidente. Todos os modelos de negócio que atingiram o valor de captação atraíram estes recursos apresentando claramente que tipo de solução inovadora oferecem. Compreender como estas empresas conseguiram estes recursos ajuda a entender porque algumas empresas aprovadas não atingiram o valor mínimo de captação.

A primeira financiada em 2017 é uma construtora (**CAP1**), cuja respectiva plataforma (**P1**) fornece créditos para o mercado imobiliário. Na análise das plataformas, observou-se que muitas estão focadas no mercado de construção civil: a necessidade de recursos de forma rápida levou as construtoras a buscarem esta alternativa de investimento com plataformas especializadas em atender a esta demanda.

A segunda empresa investida em 2017, (**CAP2**), na plataforma EqSeed, atua com a utilização de espaços físicos ociosos em lojas físicas para retirada de produtos comprados virtualmente. Em troca, oferece a divulgação do negócio “hospedeiro” em grandes redes de varejo virtual, fornecendo também consultoria comercial para pequenos estabelecimentos comerciais.

A terceira empresa financiada em 2017, (**CAP3**), é uma startup que auxilia no processo de divulgação e consolidação de marcas por meio da construção de relacionamentos de longo prazo com pessoas que se identificam com a marca do cliente. Esta possibilidade de criar uma maior proximidade entre clientes e colaboradores faz com que estes permaneçam mais tempo na empresa, gerando resultados mais consistentes.

## 2 - Público-alvo (I 1)

Segue, no Quadro 27, o público-alvo para 2017.

Quadro 27: Público-alvo para as empresas do período 2017.

II PÚBLICO-ALVO	
Plataformas de <i>crowdfunding</i>	Captadores de recursos
P1 – Pequenos investidores no mercado de construção civil.	CAP1 – Especuladores imobiliários, fundos de investimento imobiliário, cliente final.
P2 – Pequenos investidores em startups de setores variados.	CAP2 – Redes de e-commerce, proprietários de espaços físicos.
	CAP3 – Clientes e canais de comunicação

Fonte: Autoria própria (2021).

A análise de público-alvo (II) identificou públicos muito diversos para as plataformas e empresas analisadas em 2017. As plataformas consideram, em geral, investidores e captadores como seu público, embora a P1 esteja focada no mercado imobiliário. Uma característica importante das plataformas de *crowdfunding* é sua especialização em determinados mercados.

Se, de forma geral, estão focadas em pequenos investidores e captadores de recurso, de forma particular se especializam em determinados públicos, como é o caso do trabalho com construtoras e incorporadoras, demonstrando que estas empresas utilizam largamente o *crowdfunding* como uma forma de captação rápida no mercado.

A outra plataforma está focada em startups que captam recursos, de setores diversos. Quanto às empresas que captaram recursos, CAP1 trabalha com especulares e fundos de investimento; CAP2 com lojistas e proprietários de espaços físicos e CAP3 com clientes finais e canais de comunicação.

A identificação do público-alvo é fundamental, segundo Schumpeter (1982) . O nicho específico a que cada entidade atende ajuda na formatação do negócio e auxilia na especialização do trabalho. Nas empresas aportadas, auxilia na criação de um plano de negócio mais claro aos **investidores**, facilitando a compreensão do que a empresa espera atingir e como vai construir sua demanda.

Quanto às plataformas, esta especialização com relação ao público auxilia na identificação dos investidores e das empresas que buscam o recurso via *crowdfunding*, aumentando as chances de conseguir agregar mais projetos e consequentemente mais ofertas bem sucedidas.

#### - Soluções oferecidas (I 4)

Aqui, buscou-se identificar o produto/serviço principal de cada entidade e a solução oferecida.

Quadro 28: Soluções oferecidas para as empresas do período 2017.

<b>I4 – Soluções oferecidas</b>	
<b>Plataformas de <i>crowdfunding</i></b>	<b>Captadores de recursos</b>
P1 - Crédito para empresas da construção civil.	CAP1 - Espaços residenciais para compra/aluguel. Oportunidade de investimento imobiliário.
P2 - Aceleração de pequenos negócios inovadores.	CAP2 - Renda para comerciantes com espaços físicos ociosos em espaços comerciais. Fácil rastreio e retirada de produtos para clientes.
	CAP3 - Publicidade e gestão de imagem para clientes que desejam ser canais de comunicação e vendas.

Fonte: Autoria própria (2021).

O estudo das soluções oferecidas se confunde com o tipo ou classificação da inovação. No entanto, enquanto essa considera a análise conceitual do que é inovador em cada entidade, as soluções oferecidas destacam de maneira tangível qual é o produto/serviço oferecido.

No entanto, oferece uma perspectiva voltada à experiência do usuário do serviço: a solução oferecida compreende a identificação de um problema do público-alvo e qual é a solução a este problema. A abordagem parte do usuário ou público-alvo.

Quanto às plataformas, a primeira (P1), oferece crédito para empresas de construção civil. Portanto, é especializada em construtoras e incorporadoras; a segunda plataforma (P2), trabalha com captação de recursos para startups de setores variados. No caso das plataformas, a identificação das soluções oferecidas não escapa à natureza conceitual do que uma plataforma realiza. A especificação maior quanto à solução oferecida está nas empresas captadoras de recursos, as quais atuam em setores muito diversos.

A primeira empresa captadora (CAP1) atua diretamente com o público-alvo, ou seja, clientes que desejam comprar imóveis para especulação imobiliária ou outras finalidades; CAP2 oferece a oportunidade de renda extra para comerciantes com espaços físicos ociosos em lojas; ao mesmo tempo em que facilita o processo logístico de entrega de produtos para clientes finais utilizando estes espaços.

No caso, a solução de CAP2 é unir os interesses de lojistas (cessão de espaço físico ocioso para retirada de produtos comprados virtualmente) e de clientes que compram pela

internet (retirando seus produtos nos espaços físicos próximos a sua residência). Como startup, consegue unir dois interesses ao trabalhar com donos de varejo e clientes finais de produtos comprados virtualmente.

### 3 - Gestão da marca (I 8)

A Gestão de Marca descreve o posicionamento de mercado de cada entidade analisada quanto à imagem e mensagens visuais/textuais presentes nos materiais analisados; indica quais são os símbolos ou artefatos ligados à empresa. Este posicionamento é apresentado para as plataformas e para as captadoras de recursos.

Quadro 29: Gestão da marca para as empresas do período 2017.

<b>I8 Gestão da marca</b>	
<b>Plataformas de <i>crowdfunding</i></b>	<b>Captadores de recursos</b>
P1 – Uso de imagens para transmitir o conceito de financiamento imobiliário de forma clara e simples.	CAP1 – Venda de “sonhos”; transmite a ideia de uma empresa que se preocupa com a sustentabilidade.
P2 – Gestão voltada para atrair novos investidores da geração Y.	CAP2 – Busca criar a imagem de uma empresa que une interesses de comerciantes e clientes que compram pela internet. Voltado ao público jovem.
	CAP3 – “colaboração” com os usuários do serviço. Transmite a ideia de vender a possibilidade dos clientes aumentarem sua influência nos respectivos públicos-alvo.

Fonte: Autoria própria (2021).

A gestão de marca para P1 busca transmitir o conceito de financiamento imobiliário de forma a atrair o público-alvo (investidores e empresas captadoras), de forma clara e sucinta. A segunda plataforma (P2) tem uma linguagem e uma associação da marca com o público da geração Y, pessoas nascidas a partir da década de 1980, caracterizada pela busca de comodidade e utilização de serviços, mais do que a posse.

A gestão de marca de P2 está ligada ao conceito de uso de produtos e serviços, na experiência do usuário e não necessariamente com a posse de um produto; estes fatores são característicos das gerações mais novas. Esta linguagem voltada à experiência do usuário é um elemento que se repete em muitas narrativas, principalmente nos conceitos, marcas e modelos de negócio de empresas captadoras.

Nesta seara, a gestão da marca, para CAP1, se preocupa com a ideia do conteúdo de seu produto: a ideia da sustentabilidade ligada ao mercado imobiliário, à versatilidade dos



imóveis vendidos e à economia de energia e de recursos (conforme analisado no texto fornecido pela empresa).

A Gestão de marca de CAP2 se associa com a união de interesses de lojistas e clientes que compram virtualmente. CAP3 descreve sua marca como uma empresa que auxilia no aumento da influência de pessoas em espaços e redes sociais virtuais.

### 5 - Necessidades do público-alvo (I 3)

As necessidades do público-alvo estão ligadas à solução oferecida; identificação de problemas de nichos específicos de mercado, cujo atendimento e solução faz parte do modelo de negócio de cada empresa avaliada. Quanto às plataformas, atendem às necessidades de pequenos investidores e à necessidade de recursos de empresas de pequeno porte e startups.

Quadro 30: Necessidades do público-alvo para as empresas do período 2017.

<b>I3 – NECESSIDADES DO PÚBLICO-ALVO</b>	
<b>Plataformas de <i>crowdfunding</i></b>	<b>Captadores de recursos</b>
P1 – Investidores com pouco conhecimento e captadores (incorporadoras) com necessidades de recursos de forma rápida.	CAP1 – Necessidade ligada à compra de imóvel próprio; especulação financeira.
P2 – Investidores sem conhecimento e startups que precisam de financiamento rápido.	CAP2 – Lojas que desejam aumentar seu rendimento e clientes que desejam segurança na retirada de seus produtos comprados online.
	CAP3 – Necessidade de aumentar a influência ou a penetração de ideias a partir de usuários do serviço. Uso comercial ou não.

Fonte: Autoria própria (2021).

Quanto às necessidades do público-alvo, P1 busca auxiliar pequenos investidores sem conhecimento do mercado imobiliário; ou incorporadoras que têm necessidade de recursos de forma rápida. Já P2 foca em pequenos negócios inovadores que não conseguem captar recursos em outros canais.

CAP1, sendo uma construtora, foca na necessidade do público de aquisição de imóveis; ou com investidores que desejam especular no mercado imobiliário. CAP2 foca em lojistas que buscam alternativas de diversificar seu rendimento com o aluguel de espaços ociosos e clientes que buscam segurança na retirada de produtos; CAP3 foca em clientes que buscam aumentar sua influência em redes sociais, para uso comercial de seus usuários ou não.

## 6 - Razão de existência/missão (TCF 12)

A razão de existência/missão considera uma descrição “idealizada” daquilo que a empresa ou marca deseja transmitir ao público: em resumo, traz uma visão idealista da missão e objetivos que orientam o modelo de negócio.

Quadro 31: Razão de existência/missão para as empresas do período 2017.

TCF12 – RAZÃO DE EXISTÊNCIA/MISSÃO	
Plataformas de <i>crowdfunding</i>	Captadores de recursos
P1 – Auxiliar a construção de grandes empreendimentos imobiliários.	CAP1 – Realizar o sonho da moradia para milhares de clientes. Facilitar o processo de compra de apartamentos; aumentar a qualidade de vida dos clientes.
P2 – Reunir os interesses de pequenos investidores e pequenas empresas com ideias inovadoras.	CAP2 – Concatenar interesses de lojistas físicos e de compradores virtuais.
	CAP3 – Atender à necessidade de publicidade e capacidade de influenciar pessoas.

Fonte: Autoria própria (2021).

Quanto à razão de existência ou missão de cada entidade, P1 busca “Auxiliar a construção de grandes empreendimentos imobiliários”, focando no atendimento às necessidades de seu público. Observa-se que a razão de existência está ligada à solução oferecida, à necessidade do público alvo e ao tipo de inovação. A missão de cada empresa sumariza a natureza do negócio de forma mais ampla, quase idealizada, do conteúdo do serviço especializado.

P2 busca reunir interesses de pequenos investidores e captadores (startups), com foco em inovação, solução de problemas específicos e concatenação de interesses entre investidores e startups; o que acaba se confundindo com o próprio conceito de **plataforma de *crowdfunding*** já descrito neste trabalho.

Quanto às empresas captadoras, CAP1 descreve sua missão como “realizar o sonho de moradia e bem-estar para seus clientes”. O que mais uma vez se volta a uma característica de startups ou empresas inovadoras: a entrega de uma “experiência” ao usuário, mais do que a venda de um produto em si; neste caso, a experiência é a qualidade de vida do comprador do imóvel.

CAP2 busca aproximar lojistas e compradores virtuais. Segundo a empresa, o aumento das compras online fez com que muitos negócios locais fechassem ou reduzissem seus rendimentos. Por outro lado, verificou-se haver problemas de entrega de produtos para compradores virtuais. Portanto, CAP2 oferece a possibilidade de utilizar espaços físicos para

disponibilizar produtos comprados virtualmente, com o uso de uma plataforma virtual de gerenciamento destas atividades.

CAP3 atende à necessidade de influenciar pessoas e transmitir ideias; a missão da empresa é servir de base para a publicidade de pessoas que por alguma razão desejam aumentar sua influência e sua necessidade de aumentar o portfolio de seguidores.

## 7 - Produto/serviço central da empresa (I 18)

Aqui estão descritos os principais produtos ou serviços para cada entidade avaliada em 2017. A maioria das plataformas e captadores tem apenas um produto/serviço, altamente especializado e voltado a uma solução específica.

Quadro 32: Produto/serviço central da empresa para as empresas do período 2017.

<b>I18 – PRODUTO/SERVIÇO CENTRAL DA EMPRESA</b>	
<b>Plataformas de <i>crowdfunding</i></b>	<b>Captadores de recursos</b>
P1 – Serviço de financiamento coletivo para incorporadoras.	CAP1 – Serviço de construção, venda e aluguel de apartamentos residenciais e comerciais.
P2 – Serviço de financiamento coletivo para startups.	CAP2 – Serviços de aluguel de espaço físico para recebimento de produtos comprados virtualmente.
	CAP3 – Serviço de suporte para construção de imagem e publicidade de clientes/usuários.

Fonte: Autoria própria (2021).

Quanto ao aspecto de produto/serviço central, todos os negócios avaliados em 2017 estão focados em apenas um produto/serviço. P1 está ligada ao atendimento (financiamento coletivo) para incorporadoras; neste caso, focada especificamente em empresas que atuam no ramo imobiliário; P2 atua com financiamento coletivo para startups.

CAP1 Atua diretamente com a construção, venda e aluguel de apartamentos. Trabalha com os usuários finais do serviço, sejam clientes que desejam morar num novo imóvel ou especuladores imobiliários. CAP2 atua com serviços de aluguel de espaço físico para recebimento de produtos comprados virtualmente. CAP3 atua com a construção de imagem e publicidade para clientes/usuários.

## 8 - Tecnologias/conhecimentos disponíveis (TCF 9)

As tecnologias e conhecimentos se referem elementos físicos, necessários para a realização das atividades de cada entidade, bem como conhecimentos específicos para estas

atividades; confunde-se com a Gestão do Conhecimento quanto ao conteúdo abordado. No Quadro 33, está a síntese dos elementos de Tecnologia/Conhecimento mais citados em 2017.

Quadro 33: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2017.

TCF9 – TECNOLOGIAS DISPONÍVEIS	
Plataformas de <i>crowdfunding</i>	Captadores de recursos
P1 - Ferramentas de gestão de portfólio; controle de transações entre usuários; conhecimentos do mercado imobiliário.	CAP1 - Tecnologias de construção civil. Conhecimento sobre o mercado imobiliário e perfil de clientes.
P2 - Tecnologias da Informação; conhecimento do mercado de startups; sistemas de transação financeira virtuais.	CAP2 - Desenvolvimento de software. Programação, conhecimentos sobre gestão de espaços físicos e logística de entrega de mercadorias.
	CAP3 – Gerenciamento de redes sociais; conhecimento sobre difusão de ideias e mecanismos de publicidade.

Fonte: Autoria própria (2021).

Tecnologias e conhecimento se confundem neste aspecto, não apenas porque muitas empresas avaliadas atuam no setor de serviços, com boa parte de sua estrutura voltada a elementos intangíveis e sem produtos físicos identificáveis; mas também porque um dos conceitos de tecnologia está ligado ao conteúdo de conhecimentos oferecido.

Assim, identificar as tecnologias utilizadas pelas empresas avaliadas passa por identificar também os conhecimentos utilizados por elas, ou pelo menos alguns deles. P2 se utiliza de TI e conhecimento do mercado de startups. Aqui, foram identificados elementos físicos e conhecimentos; uso de sistemas de transações virtuais e gerenciamento de investidores e captadores e expertise para a realização destas atividades.

Isto condiz com o que já foi descrito no referencial teórico sobre o conceito de **plataforma de *crowdfunding***: o conteúdo de tecnologia/ inovação destas pode tanto se referir à natureza do serviço atendido ou conhecimentos aplicados em suas atividades; quanto à base física/tecnológica necessária para a realização destas atividades.

Para CAP1, há as tecnologias utilizadas para a construção civil e os conhecimentos sobre o mercado imobiliário. CAP2 utiliza o Desenvolvimento de software; Programação, conhecimentos sobre gestão de espaços físicos e logística de entrega de mercadorias. CAP3 atua com Gerenciamento de redes sociais; conhecimento sobre difusão de ideias e mecanismos de publicidade.

## 9 - Vantagens intrínsecas (TCF 6)

Segue uma descrição das vantagens competitivas para estas empresas, cujo conteúdo está ligado a conhecimentos aplicados nos respectivos mercados de atuação.

Quadro 34: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2017.

TCF6 – VANTAGENS INTRÍNSECAS	
Plataformas de <i>crowdfunding</i>	Captadores de recursos
P1 – Conhecimento do mercado imobiliário e dos processos de incorporadoras.	CAP1 – Conhecimento das necessidades de compradores. Conhecimento de mercado e de localização de imóveis.
P2 – Conhecimento sobre a lógica de financiamento e expansão de startups.	CAP2 – Conhecimento sobre necessidades de lojistas; compreensão da estrutura logística do e-commerce.
	CAP3 – Conhecimento sobre elementos mercadológicos; fatores de sucesso na gestão da imagem e portfolio.

Fonte: A autoria própria (2021).

Quanto às vantagens intrínsecas, observa-se um conteúdo ligado ao conhecimento/tecnologias utilizadas. Em resumo, aos elementos que oferecem algum tipo de vantagem a cada entidade avaliada. A P1 e P2, os conhecimentos específicos sobre os clientes que são atendidos.

No caso de P1, sobre o mecanismo de funcionamento do mercado imobiliário, e P2 sobre a lógica de funcionamento e expansão de startups. CAP1 têm vantagens com relação ao conhecimento de necessidades de compradores e especuladores imobiliários; sobre valorização e localização de imóveis.

CAP2: Conhecimento sobre necessidades de lojistas; compreensão da estrutura logística do e-commerce; proximidade geográfica de compradores e lojas com espaços físicos ociosos. CAP3 têm conhecimentos sobre elementos mercadológicos; fatores de sucesso na divulgação de ideias e publicidade virtual; bem como com gestão de imagem e portfolio de pessoas físicas em redes sociais.

## 10 - Gestão do Conhecimento (I 6)

Quanto ao código Gestão do Conhecimento, consideram-se todos os elementos intangíveis incorporados, com relação a conhecimentos intrínsecos à mão-de-obra ou a conhecimentos necessários a cada processo ou operação.

Quadro 35: Gestão do conhecimento para as empresas do período 2017.

<b>I6 – GESTÃO DO CONHECIMENTO</b>	
<b>Plataformas de <i>crowdfunding</i></b>	<b>Captadores de recursos</b>
P1 – Capital humano e conhecimentos sobre funcionamento do mercado imobiliário.	CAP1- Gestão de capital humano; necessidades humanas e localização física de imóveis.
P2 – Conhecimento sobre escalabilidade de negócios e expansão de negócios inovadores	CAP2 – Marketing, capilarização logística; transportes e comunicações.
	CAP3 – Gestão de imagem e de portfolio.

Fonte: Autoria própria (2021).

Para Gestão do Conhecimento, P1 atua na capacitação de capital humano e outros conhecimentos do mercado imobiliário; P2 com conhecimentos sobre a escalabilidade de negócios e expansão de pequenos empreendimentos inovadores.

CAP1 atua com gestão de capital humano; CAP2 com marketing e capilarização logística, transportes e comunicações. CAP3 com gestão de imagem e portfolio de clientes.

No caso de I6 (Gestão do Conhecimento), a proximidade conceitual com **TCF9 – Tecnologias/conhecimentos disponíveis** é evidente, e portanto o conteúdo é praticamente o mesmo.

#### 4.4.2 Análise 2018

O Quadro 36 apresenta as Plataformas de *Crowdfunding* e as empresas aportadas com acesso ao website/informações disponíveis para análise.

Quadro 36: Plataformas de *Crowdfunding* e respectivas empresas que receberam aportes em 2018.

<b>Plataforma de <i>crowdfunding</i></b>	<b>Empresa aportada</b>
BTR serviços de Plataforma Eletrônica	Viva Construções e Incorporações LTDA
BASEMENT SOLUÇÕES DE CAPTAÇÃO LTDA.	ZB SPORTS S/A
	EFG Saúde LTDA
	Phosfato Presentes e Fotografias LTDA
	Arco Participações S/A
	FAG Indústria e Comercio de Bebidas LTDA
	Onyo do Brasil Desenvolvimento de Software LTDA
	Choppup Tecnologia e Servicos LTDA - EPP
	Juritech Solucoes Inteligentes Online LTDA ME
	WOT Comercio de Bebidas e Alimentos LTDA -

	EPP
	SOLAR 21 COMERCIO E SERVIÇOS DE ENERGIA LIMPA LTDA.
	CatMyPet Comercio de Presentes LTDA
STARTME UP <i>CROWDFUNDING</i> LTDA.	RADIX INVESTIMENTOS FLORESTAIS LTDA - ME
EqSeed LTDA.	HOUSED SERVICOS GRAFICOS E DECORACAO LTDA – EPP
	ALLUGATOR SERVICOS DIGITAIS LTDA - ME
	DINDIN SOLUCOES FINANCEIRAS S.A
	KOKAR - AUTOMACAO RESIDENCIAL E COMERCIAL LTDA – ME
	GREENANT DO BRASIL SISTEMAS DE INFORMACAO LTDA
	D3R COMERCIO DE BEBIDAS LTDA - EPP
	PEGAKI TECNOLOGIA DE ENTREGAS LTDA. - ME
	PROSUMIR APROVEITAMENTO ENERGETICO LTDA
URBE. ME Serviços de desenvolvimento Urbano	CRM CONSTRUÇÕES CIVIS LTDA
	DOMUS POPULI EMPREENDIMENTOS E CONSTRUÇÕES
	HPR EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA
	NOVA ERA I RIO CLARO EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE LTDA
	T & T CONSTRUTORA LTDA
	ANTARES CONSTRUÇÕES E INCORPORAÇÕES SPE LTDA

Fonte: O autor (2022)

Em 2018 houve uma expansão significativa na quantidade de plataformas de *crowdfunding* e de captadores de recurso, sinalizando um amadurecimento do serviço e confiança das empresas captadoras nesta modalidade.

Muitas empresas captadoras são plataformas de *crowdfunding* ou *FinTechs* de outros serviços, bem como Construtoras, incorporadoras e fornecedores de soluções por meio de aplicativos. Na sequência, estão descritas informações destas empresas com relação aos códigos mais encontrados nos textos analisados.

Da mesma forma que em 2017, são apresentados os quadros com uma síntese de cada entidade quanto ao código em questão, seguido de uma breve descrição das informações encontradas.

### 1 - Classificação da Inovação (I 14)<sup>6</sup>

A Classificação da inovação considera o tipo de inovação (produto, processo, marketing ou organizacional); e o escopo (local, regional ou global). Como a maioria das empresas pesquisadas são prestadores de serviço com alto grau de conhecimento sobre especificidades regionais, a maioria são inovações de serviço; sendo empresas de pequeno porte, atuam em inovações em nível regional.

Embora deva ser mencionado que a definição dos tipos de inovação em cada uma seja difícil pela análise dos textos; devido à diferenciação ou fronteira conceitual entre elas ser muito tênue. Tal constatação já foi observada em 2017 e se repete em 2018.

Quadro 37: Classificação da inovação para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 – Inovação de serviço. Compra e venda de imóveis sustentáveis
CAP2 – Inovação de serviço . Compra e venda de imóveis com ecoturismo
CAP3 – Inovação de serviço . Serviço de golf e SPA
CAP4 – Inovação de serviço . Serviço/produtos pet shop para gatos
CAP5 – Inovação de produto. Cervejas artesanais.
CAP6 – Soluções tecnológicas para cervejarias artesanais. Inovação de serviço.
CAP7 – Plataforma de equity <i>crowdfunding</i> ;
CAP8 – Soluções habitacionais.
CAP9 – Inovação de serviço. Soluções habitacionais.
CAP10 – inovação de produto. Uso de Cannabis medicinal.
CAP11 – Construtora. Inovação em vendas/marketing.
CAP12 – Gerenciamento de documentos jurídicos e contratos.
CAP13 – Plataforma de <i>corwdfunding</i> . Inovação de serviços.
CAP14 – Gestão de saúde para pessoas idosas. Inovação de serviços.
CAP15 – Gerenciamento de entrega de refeições. Inovação de serviços.
CAP16 – Residencial/venda de imóveis sustentáveis. Inovação de serviços.
CAP17 – Assinatura de fotos. Impressão de fotos de redes sociais.
CAP18 – Venda de imóveis com compra programada. Inovação de serviços.
CAP19 – Outlet imobiliário. Imóveis focados em perfis específicos. Inovação de serviços.
CAP20 – Tecnologias de impacto social. Transparência de dados e informações. Inovação de

<sup>6</sup> Vide Quadro 22.



serviços.
CAP21 – Plataforma de <i>crowdfunding</i> . Inovação de serviços.
CAP22 – Serviços de energia solar por assinatura. Inovação de serviços.
CAP23 – Serviço de compra em vareja de supermercados à distância.
CAP24 – Casas de médio e alto padrão Padronizadas. Inovação de serviços.
CAP25 – Ferramentas avançadas de construção civil. Inovação de serviços.
CAP26 – Colaboração na produção de cervejas artesanais. Inovação de serviços.
CAP27 – Consultoria e gestão de investimentos. Inovação de serviços.

Fonte: O autor (2021).

Em 2018, algumas empresas captadoras de recursos são plataforma de investimentos do tipo P2P, reunindo empresas que procuram crédito com investidores que possuam dinheiro para empréstimos. Este modelo é mais eficiente que empréstimos tradicionais.

Estas empresas captadoras utilizam uma inovação na forma de se acessar o crédito simples. Realizado de maneira digital, o serviço de intermediação financeira ocorre instantaneamente, aumentando a comunicação e a proximidade entre investidor e investido. Esta proximidade permite maior confiabilidade nos processos e evita fraudes que normalmente ocorreriam em processos tradicionais.

A agilidade dos processos e a proximidade entre os participantes do processo aumentou o interesse nesta modalidade de intermediação financeira, e as plataformas despontam como representantes deste tipo de serviço no Brasil. Entre as soluções oferecidas, está o empréstimo com garantia em imóveis, indo até o crédito com taxas mais elevadas.

Estas *FinTechs* (*crowdfunding*) apresentam um modelo inovador sobre os grandes bancos, os quais não desejam assumir riscos elevados ao observar o aumento do desemprego em períodos de crise. Se a pandemia representou um aumento na demanda por crédito, ao mesmo tempo a restrição de empréstimos pelos bancos aumentou, associado ao risco de inadimplência.

O modelo inovador das *FinTechs* de crédito, está na questão da agilidade das operações em intermediação bancária, bem como o uso de mecanismos de garantia, ainda não muito comuns no mercado brasileiro. Dois grandes exemplos são a garantia com imóvel, e o uso de taxas de juros bem mais baixas que as dos bancos. Segundo a Infomoney (2020), as *FinTechs* que ofertam crédito no modelo P2P, estão conseguindo buscar soluções inovadoras de forma a minimizar os riscos de crédito, de forma a proteger os investidores e auxiliar as empresas em cenários de expansão na demanda por empréstimos e redução na quantidade de investidores.

Já na modalidade P2P, existe a possibilidade de crédito a custos menores, no caso do tomador que utiliza as plataformas digitais, além de reduzir consideravelmente a burocracia bancária tradicionalmente associada a uma transação de alto risco. Além disso, da mesma forma que o *crowdfunding*, como permite a capilarização no acesso a recursos, é possível que o investidor seja uma pessoa física que aplique um valor baixo, e o tomador, ou captador, normalmente, mas não via de regra, uma empresa de pequeno porte, em muitos casos uma microempresa. Para pequenos investidores, esta modalidade acaba sendo mais atrativa que a própria renda fixa, apesar do risco de inadimplência persistir.

CAP22 atua no setor de otimização do uso de energia. A empresa tem umas das propostas mais inovadoras entre os captadores de recursos em 2018, trabalhando com soluções em aproveitamento energético. Startup gaúcha, opera numa incubadora de projetos da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Iniciou suas operações em 2014, com a oferta de uma turbina redutora de pressão, convertendo o calor produzido em processos industriais em energia elétrica.

Existe mercado para este tipo de inovação, devido ao fato de que algo em torno de 20% das empresas utilizem sistemas térmicos. O calor, tratado como resíduo descartado nos processos industriais, acaba sendo um desperdício energético que não contribui para a eficiência operacional de sistemas industriais modernos.

Desta forma, a proposta de uso de uma turbina redutora permite a economia de energia oriunda de terceiros e o aumento da eficiência energética da própria planta industrial. Trata-se de uma inovação de processo, uma vez que o foco é a própria melhoria do processo industrial produtor de calor.

Segundo o SEBRAE (2020), a solução trata de uma microturbina a vapor, convertendo a energia térmica em energia mecânica, retornando ao processo.

A concepção deste projeto inovador ocorreu após um longo período de experiência no segmento de geração de energia, onde se observou um nicho de mercado inexplorado.

Este nicho, até então inexplorado, abriu a possibilidade de expansão e escalabilidade da empresa e permitiu o aporte de recursos dentro da plataforma. Tal nicho de atuação inclui indústrias de segmentos muito diversos, a maior parte das quais não têm, segundo o SEBRAE, sistemas de transformação de energia térmica em elétrica em seus processos.

Grande parte das empresas captadoras em 2018 atuam na oferta de serviços específicos, alguns com soluções para a área industrial. Há uma prestadora de serviços de mapeamento de áreas de cultivo utilizando drones, utilizando como modelo de negócio o

chamado *Drone as a service*, uma solução que torna possível um mapeamento cirúrgico e preciso de áreas de cultivo.

Esta startup oferece uma gama de serviços, do fornecimento de drones a serviços remotos de processamento de imagens. A tecnologia e inovação presente no modelo DAAS é, segundo a própria empresa, de sua propriedade. O objetivo final é a otimização de processos e a redução de custos operacionais.

Uma das principais soluções oferecidas pela empresa captadora é a “identificação, localização e quantificação das linhas e falhas de plantio”. Tal procedimento, realizado pelo mapeamento utilizando drones, evita algo em torno de 14% de perdas por amassamento/ha.

**CAP5** é uma cervejaria carioca que se propõe a vender uma experiência diferenciada em cervejas artesanais. Mais do que apenas vender seu produto, a empresa busca incorporar a cultura carioca na experiência de beber uma cerveja diferenciada.

Recentemente, **CAP5** passou por um processo de rebranding. Esta marca está associada a representações da cultura carioca, apresentando um amplo portfólio de cervejas, com diferentes níveis de complexidade e composição para atender a diferentes eventos de consumo.

Com o rebranding, a marca busca atingir públicos mais amplos, remodelando seus rótulos e buscando trazer uma proximidade e identificação maior com o consumidor, por meio da venda de uma experiência em consumo de cerveja, para diversas ocasiões. Neste caso, a proposta da cervejaria é vender cervejas de alta qualidade associadas às diferentes imagens da cidade do Rio de Janeiro, e não apenas como uma bebida para ser consumida em quantidade.

Segundo dados da ABRABE (Associação Brasileira de Bebidas) (2020), o consumo de cervejas especiais e/ou artesanais teve aumento de 35% em quatro anos no país, apontando para o potencial de crescimento e a expansão que as microcervejarias e cervejarias artesanais têm atualmente.

O reposicionamento da marca é representado pelo marketing divulgado recentemente pela empresa, em consonância com o rebranding e reestruturação dos rótulos. Este marketing associa a marca ao período de crise durante a pandemia, com a existência de um “novo normal”. Esta é a aposta da cervejaria para o período pós pandemia.

Num momento em que várias cervejarias têm buscado o equity *crowdfunding* para angariar recursos no mercado, **CAP5** conseguiu captar mais de R\$2.000.000,00 no mercado, tendo como objetivo deste recurso atingir o capital necessário para construir uma planta fabril na região central da cidade do Rio de Janeiro. Até então, a empresa utilizava o “modelo cigano”, usando plantas terceirizadas para a produção de suas cervejas.

A ideia de construção de uma planta própria traz várias vantagens à marca, o que não seria possível produzindo em plantas terceirizadas. Entre estas vantagens está a ideia de “cervejaria destino”. Consiste na presença de um ambiente de consumo e convivência dentro da própria planta fabril, agregando os clientes e investidores como parte da marca, ou, no jargão usado no meio do equity *crowdfunding*, de apoiadores engajados.

Desta forma, a marca consegue transmitir valores e experiência de consumo, associados às imagens que cada rótulo deseja passar. Juntamente com o produto, é vendida esta experiência intangível. No caso, a transmissão de uma cultura cervejeira ligada à cultura tradicional da cidade do Rio de Janeiro. Este é um conceito recente, e que tem sido divulgado em outros lugares, não apenas associado à cerveja.

## 2 - Público-alvo (I 1)

A seguir, a análise de público-alvo para o ano de 2018.

Quadro 38: Público-alvo para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP2 Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP3 Classe média alta/alta
CAP4 – proprietários/donos de gatos
CAP5 – Público apreciador de cervejas artesanais.
CAP6 – Produtores de Cervejas artesanais.
CAP7 – Investidores e captadores de recursos.
CAP8 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP9 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP10 – Pessoas com problemas neurológicos que buscam tratamentos alternativos.
CAP11 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP12 – advogados e pessoas da área jurídica
CAP13 - Investidores e captadores de recursos.
CAP14 – Pessoas da terceira idade que desejam atendimento especializado
CAP15 – Compradores de refeições online.
CAP16 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP17 – Usuários de redes sociais.
CAP18 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP19 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP20 – Público que atua em projetos de impacto social.
CAP21 - Investidores e captadores de recursos.
CAP22 – Empresas e pessoas que atuam em geração de energia solar.

CAP23 - Compradores de supermercado online.
CAP24 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP25 - Pessoas que desejam comprar ou investir em imóveis
CAP26 – Consumidores de cervejas artesanais
CAP27 – Investidores em fundos de <i>crowdfunding</i> .

Fonte: O autor (2021).

Quanto ao público-alvo das plataformas, são pequenos investidores com pouco conhecimento do mercado de investimento e captadores de recurso, com possibilidade de escalabilidade de seus negócios e oferta de soluções inovadoras; isso caracteriza a própria definição do conceito e público das plataformas de *crowdfunding* já descritos neste trabalho.

Quanto às empresas captadoras de recurso, há desde usuários finais de serviços de construção e do setor imobiliário; até consumidores de cerveja artesanal; outras empresas que precisam de soluções industriais bastante específicas; investidores e captadores de recursos (uma vez que existem algumas plataformas que também captam recurso na modalidade).

De todo modo, observa-se que todos os clientes ou público-alvo têm características similares, ao menos pelo que pode ser apreendido da leitura dos materiais: necessidades ligadas a problemas ou rotinas muito comuns, mas cuja solução oferecida é inovadora. Como se observa, e já identificado na literatura sobre o *crowdfunding*, não apenas o foco e escopo das plataformas é limitado, mas também o nicho de atuação das captadoras de recurso é bastante restrito.

O que, visto sob a ótica da literatura pesquisada, permite uma especialização do produto/serviço oferecido. O que se observa é que cada público é segmentado geograficamente e pelas características do próprio serviço. Como foco de atuação, cada empresa captadora do recurso considera estas especificidades de seu público e como engajar este público a consumir seu produto ou serviço.

### 3 - Soluções oferecidas (I 4)

As soluções oferecidas vão além de classificar a inovação, mas descrever o próprio serviço ou produto oferecido.

Quadro 39: Soluções oferecidas para as empresas do período 2018.

CAPTADORES DE RECURSO
CAP1 Venda de imóveis
CAP2 imóveis/ecoturismo
CAP3 Golf & SPA

CAP4 produtos/serviços para gatos
CAP5 Experiência no consumo de cervejas artesanais
CAP6 serviços de consultoria para cervejarias
CAP7 Facilitação do <i>crowdfunding</i>
CAP8 soluções habitacionais
CAP9 Soluções habitacionais
CAP10 Tratamento médico alternativo
CAP11 Imóveis
CAP12 Desburocratização jurídica
CAP13 Facilitação do <i>crowdfunding</i>
CAP14 Plano de saúde para idosos
CAP15 Facilitação na entrega de refeições.
CAP16 Imóveis sustentáveis
CAP17 Impressão de fotos de redes sociais
CAP18 Imóveis com compra programada
CAP19 Venda de imóveis em outlet
CAP20 Transparência em dados e informações.
CAP21 Facilitador de <i>crowdfunding</i>
CAP22 Economia de energia residencial e empresarial/industrial.
CAP23 Terceirização da compra em supermercados
CAP24 assessoria e consultoria em construção civil
CAP25 Ferramentas e tecnologias de construção
CAP26 colaboração na produção de cervejas artesanais
CAP27 Consultoria e gestão de investimentos

Fonte: O autor (2021).

Quando se fala em soluções oferecidas, normalmente cada entidade oferece apenas um produto/serviço ou alguns poucos. Como o serviço realizado é altamente especializado, o que se observa em geral é o foco em um tipo de público/solução. Muito embora várias empresas captadoras vendam algum tipo de produto, ou ofereçam algum serviço considerado comum ou tradicional, uma característica comum é a associação destes produtos/serviços com a experiência do consumidor potencial.

De forma geral, isso demonstra uma das características de negócios escaláveis e de empresas startups. Obviamente que existe um produto ou serviço oferecido, mas existe sempre questão da experiência do usuário. Neste sentido, a maioria das empresas captadoras descreve em seus websites o tipo de experiência que querem proporcionar ao usuário.

Esta experiência pode ir do “bem-estar” em morar num condomínio dito “ecológico”; experiência de colaboração na produção de cervejas artesanais; comodidade na retirada de refeições ou produtos de supermercado comprados virtualmente e assim por diante.

Em mais de um caso, observou-se a preocupação com o atendimento de uma necessidade psicológica dos usuários; facilitação ou intermediação de algum processo ou atividade rotineira já realizada; especialização e conforto no acesso a produtos ou serviços específicos; construção de parcerias e confiança por meio de colaboração em processos de produção de cerveja artesanal; experiências de consumo que associam estilos de vida específicos, ou produtos específicos, ambientes de socialização, além do consumo, e identificação de pessoas com interesses em comum.

#### 4 – Características do público-alvo (I 2)

As características do público-alvo consideram um conjunto de particularidades culturais e geográficas de cada segmento ou nicho de público avaliado, e é fundamental para a definição das estratégias de inovação e da identificação das necessidades de cada público.

Quadro 40: Características do público-alvo para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Jovens compradores de imóveis
CAP2 Jovens compradores de imóveis
CAP3 Público de classe alta/associados de clubes
CAP4 público urbano proprietário de gatos
CAP5 Público com paladar voltado para cervejas artesanais
CAP6 Microcervejeiros em início de produção
CAP7 Pequenos investidores e startups
CAP8 Jovens compradores de imóveis
CAP9 Jovens compradores de imóveis
CAP10 Pessoas não conservadoras que buscam tratamentos medicinais alternativos
CAP11 Jovens compradores de imóveis
CAP12 Jovens advogados
CAP13 Pequenos investidores e startups
CAP14 Pessoas idosas que necessitam de atendimento especializado.
CAP15 público jovem e urbano
CAP16 Pequenos investidores e startups
CAP17 compradores de imóveis
CAP18 Usuários de redes sociais/influencers
CAP19 compradores de imóveis

CAP20 Pessoas atuantes em projetos de impactos sociais
CAP21 Pequenos investidores e startups
CAP22 Empresas que desejam reduzir custos com energia
CAP23 Comodidade em compras no varejo de alimentos
CAP24 Pessoas que desejam acompanhamento em projetos de construção
CAP25 Pessoas que desejam acompanhamento em projetos de construção
CAP26 Pequenos produtores de cerveja/colaboração>competição
CAP27 Pequenos investidores com pouco conhecimento

Fonte: O autor (2021).

As características dos públicos avaliados variam muito, pois existem desde consumidores de produtos finais do varejo até indústrias que desejam melhorar seus processos, economizar recursos e adquirir know how sobre processos produtivos.

O que se pode apreender na forma como o marketing e a publicidade destas empresas é direcionado, é que o público-alvo destas empresas são pessoas de classe média/média alta da chamada “geração Y”. São pessoas preocupadas em soluções rápidas e inteligentes para problemas rotineiros. Normalmente, a publicidade atua na questão das experiências de consumo com os produtos/serviços que oferece: a venda de algo intangível.

A base de cada inovação pode ser um problema de rotina ou uma atividade simples. Mas a solução oferecida em si está ligada a uma experiência que traga bem estar, comodidade e em alguns casos, redução de custos ao cliente.

O público alvo tem como principal característica o consumo imediato de serviços com alto grau de experiência e comodidade. Portanto, são pessoas menos focadas na posse de bens, mas na experiência de consumo ou na solução imediata. É claro que os processos de inovação são estruturados, e o resultado para o cliente deve ser a satisfação de sua necessidade imediata. No entanto, mesmo em setores tradicionais, como é o caso da construção civil, o público deseja viver algum tipo de experiência.

Isso demonstra o porquê de sempre haver algo associado à experiência ou imaginação do cliente. No caso das construtoras, não são oferecidas apenas condições ideais de compra e financiamento de imóveis, mas a demonstração das características de imóveis sustentáveis, espaços ecológicos e que priorizem o bem estar e a convivência num local seguro e amplo, bem como os materiais sustentáveis que foram utilizados na construção. (CAP 1, ,2,8,9,11,17,19).

Os nichos são bem específicos, e o público alvo tende a buscar serviços altamente especializados para aquilo que desejam solucionar ou comprar, como é o caso da loja de



produtos/serviços para donos de gatos (CAP4); experiências de consumo de cervejas artesanais exclusivas (CAP5); pessoas que aceitam o uso da *cannabis* como tratamento terapêutico alternativo (CAP10); até pessoas que desejam aprender e compartilhar experiência na produção de cervejas (CAP26).

Como se observa, são pessoas com valores que refletem modelos de negócio não convencionais, ligados à experimentação e à vivência, características de gerações mais recentes menos preocupadas com a posse e mais preocupadas com o uso/usufruto de produtos ou serviços.

### 5 – Necessidades do público-alvo (I 3)

As necessidades do público-alvo destacam, dentro das características de cada público, a demanda sobre a qual cada empresa pode construir sua publicidade ou desenvolver sua inovação, bem como os problemas para os quais as empresas podem oferecer soluções específicas dentro de seu setor de atuação.

Quadro 41: Necessidades do público-alvo para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Comprar um imóvel a custo baixo
CAP2 Comprar um imóvel a custo baixo
CAP3 Desfrutar de um espaço de lazer/social
CAP4 Obter produtos/serviços especializados em gatos
CAP5 Buscar cervejas de qualidade superior
CAP6 Obter suporte na instalação e operação de microcervejarias
CAP7 Investir com pouco dinheiro e obter recursos e forma rápida
CAP8 Comprar um imóvel a custo baixo
CAP9 Comprar um imóvel a custo baixo
CAP10 Curar problemas neurológicos por meio de medicina alternativa
CAP11 Comprar um imóvel a custo baixo
CAP12 Desburocratizar o arquivamento de registros jurídicos
CAP13 Investir com pouco dinheiro e obter recursos e forma rápida
CAP14 Obter atendimento geriátrico especializado
CAP15 Comodidade na retirada de refeições compradas virtualmente
CAP16 Comprar um imóvel a custo baixo
CAP17 Imprimir e guardar fotos de redes sociais
CAP18 Facilitar o processo de compra de imóveis
CAP19 Obter a melhor proposta de imóvel de acordo com o perfil
CAP20 Beneficiar comunidades vulneráveis por meio de transparência de dados públicos e informações.

CAP21 Investir com pouco dinheiro e obter recursos e forma rápida
CAP22 Economizar custos com energia e otimizar o uso de energia
CAP23 Evitar o deslocamento para a compra em supermercados
CAP24 Suporte para projetos de construção civil
CAP25 Suporte para projetos de construção civil
CAP26 Público cervejeiro que deseja apoio/know how em seus processos de produção
CAP27 Pequenos investidores sem conhecimento especializado.

Fonte: O autor (2021).

Quanto à questão das necessidades do público, estão ligadas à solução oferecida, embora a necessidade seja o principal elemento identificador de uma questão a ser resolvida.

No caso das empresas pesquisadas, as necessidades foram identificadas com relação a atividades rotineiras que já são realizadas pelo público. Estas atividades podem ser tarefas de compra (de imóveis ou no varejo); atividades ligadas a processos industriais, aproveitamento energético e redução do consumo de energia até transações financeiras (como é o caso de pequenos investidores e captadores de recurso no *crowdfunding*, uma vez que existem plataformas que também atuam como captadores de recurso na própria modalidade).

Como frequentemente é abordado na Gestão da Inovação, algumas destas necessidades não são claramente ou conscientemente percebidas pelo público-alvo; são os fornecedores do serviço ou produto que a identificam e criam seu nicho baseado naquele problema específico.

## 6 – Razão de existência/missão (TCF 12)

A Razão de existência ou missão (TCF12) é um dos códigos utilizados e um dos mais recorrentes nos textos analisados, sintetizando uma visão ideal ou motivador do que cada entidade realiza. No Quadro 42, uma síntese da razão de existência/missão para as empresas pesquisadas.

Quadro 42: Razão de existência/missão para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Venda de imóveis/experiência de moradia
CAP2 Venda de imóveis ecológicos/ experiência de moradia
CAP3 Serviços de lazer de campo/ compartilhamento de momentos de lazer
CAP4 Produtos/serviços exclusivos para gatos/satisfação de gatos e seus animais
CAP5 Cervejas artesanais exclusivas/experiências com cervejas de qualidade
CAP6 Soluções de hardware e software para cervejeiros/proporcionar satisfação e sucesso a produtores de cerveja

CAP7	Facilitação de investimentos e captação/enriquecer a experiência de investimento
CAP8	Soluções habitacionais/pré-fabricados/satisfação para os donos de imóveis
CAP9	Soluções habitacionais/ satisfação em construções sustentáveis
CAP10	Tratamento alternativo/medicina alternativa/oferecer oportunidades de cura
CAP11	Venda de imóveis/oferecer satisfação para clientes
CAP12	Gerenciamento de arquivos jurídicos/auxiliar o setor jurídico
CAP13	Facilitação de investimentos e captação/enriquecer a experiência de investimento
CAP14	Gerenciamento de planos de saúde para idosos/satisfação na terceira idade
CAP15	Gerenciamento de refeições compradas online/oferecer comodidade aos compradores
CAP16	Venda de imóveis sustentáveis/oferecer espaços de conforto e sustentabilidade
CAP17	Assinatura de fotos/venda/permitir registrar momentos
CAP18	Imóveis com compra programada/satisfação em moradias
CAP19	Compra virtual/outlet imobiliário/conforto de comprar imóveis de forma remota
CAP20	Tecnologias para impacto social/trazer retornos e benefícios sociais à comunidade
CAP21	Facilitação de investimentos e captação/experiência de investimentos
CAP22	Modelos de energia sustentável (solar)/promover redução de custos com energia
CAP23	Compra e entrega de compras online/comodidade e bem estar a compradores
CAP24	assessoria e consultoria para construção civil/oferecer suporte a engenheiros e construtores
CAP25	Ferramentas de construção civil/ oferecer suporte a engenheiros e construtores
CAP26	Teste de novas receitas/cooperação cervejarias/experiências de compartilhamento
CAP27	Experiências com pequenos investimentos

Fonte: O autor (2021).

Quando se discute a missão de cada empresa, verifica-se uma conexão com o produto ou serviço oferecido ou a solução/experiência do consumidor. Em todos os casos analisados, o objetivo é promover a satisfação com a experiência associada ao consumo de um produto ou serviço.

Embora possam parecer objetivos com pouca clareza ou definição, a descrição do conteúdo oferecido por entidade demonstra uma preocupação com a satisfação, sempre associada a uma ação ou objetivo que deve ser alcançado.

## **7 – Produto/serviço central da empresa (I 18)**

No Quadro 43, uma síntese do principal produto ou serviço oferecido por entidade analisada.

Quadro 43: Produto/serviço central para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Venda de imóveis
CAP2 Venda de imóveis ecológicos
CAP3 Serviços de lazer de campo
CAP4 Produtos/serviços exclusivos para gatos
CAP5 Cervejas artesanais exclusivas
CAP6 Soluções de hardware e software para cervejeiros
CAP7 Facilitação de investimentos e captação
CAP8 Soluções habitacionais/pré-fabricados
CAP9 Soluções habitacionais
CAP10 Tratamento alternativo/medicina alternativa
CAP11 Venda de imóveis
CAP12 Gerenciamento de arquivos jurídicos
CAP13 Facilitação de investimentos e captação
CAP14 Gerenciamento de planos de saúde para idosos
CAP15 Gerenciamento de refeições compradas online
CAP16 Venda de imóveis sustentáveis
CAP17 Assinatura de fotos/venda
CAP18 Imóveis com compra programada
CAP19 Compra virtual/outlet imobiliário
CAP20 Tecnologias para impacto social
CAP21 Facilitação de investimentos e captação
CAP22 Modelos de energia sustentável (solar)
CAP23 Compra e entrega de compras online
CAP24 assessoria e consultoria para construção civil
CAP25 Ferramentas de construção civil
CAP26 Teste de novas receitas/cooperação cervejarias
CAP27 Gestão de pequenos investimentos

Fonte: O autor (2021).

Como produto/serviço central de cada empresa, observa-se a grande variação de tipos de produtos/serviços ofertados. Algumas empresas fornecem serviços de compra e venda de imóveis, enquanto outras são as próprias plataformas de serviços de *crowdfunding*.

Algumas empresas fornecem consultoria e assessoria em várias áreas, como arquivamento de processos e documentos jurídicos, gestão de investimentos, construção civil e produção cervejeira. Outras empresas facilitam a logística de entrega de mercadorias e

refeições compradas virtualmente; planos de saúde para o público idoso, pet shops para gatos e soluções de sustentabilidade para indústrias (Placas solares para geração de energia).

Portanto, existe muita diferenciação quanto ao principal produto ou serviço oferecido. Todavia, todas as empresas fornecem uma solução criativa e simplificada para problemas ou necessidades de rotina de seus usuários ou clientes.

## 8 – Tecnologias disponíveis (TCF 9)

Tecnologias disponíveis se refere a todo o conjunto de recursos tecnológicos e conhecimentos necessários para a realização das atividades das empresas. Considera-se como tecnologia, portanto, conhecimentos, procedimentos e artefatos utilizados como base para as atividades de cada organização.

Quadro 44: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Tecnologia de construção civil
CAP2 Tecnologia de construção civil
CAP3 Acomodações para lazer/campo
CAP4 Gerenciamento de vendas/software
CAP5 Tecnologias de processo de produção
CAP6 Hardware/software e inteligência de dados
CAP7 Hardware/software e inteligência de dados
CAP8 Tecnologias da informação/servidores
CAP9 Tecnologia de construção civil
CAP10 Tecnologia de manipulação de medicamentos
CAP11 Tecnologia de construção civil
CAP12 Software de gerenciamento de documentos
CAP13 Tecnologias da informação/servidores
CAP14 Software de gestão de planos de saúde
CAP15 Software de gerenciamento de entregas
CAP16 Tecnologia de construção civil sustentável
CAP17 Tecnologia de impressão de fotos
CAP18 Tecnologia de construção civil
CAP19 Software de vendas de imóveis dimensionados
CAP20 Software de gestão de documentos públicos
CAP21 Tecnologias da informação/servidores
CAP22 Tecnologia de geração de energia solar
CAP23 Gerenciamento de compras no varejo

CAP24 Software de gestão de construção civil
CAP25 Ferramentas e tecnologias de construção
CAP26 Tecnologias de processo cervejeiro
CAP27 Software de gestão de investimentos

Fonte: O autor (2021).

Algumas empresas trabalham com aplicações de uso doméstico e industrial. Em uma delas, o serviço oferecido consiste em conhecer de forma instantânea o consumo de qualquer equipamento elétrico. Por meio de um monitoramento remoto e online, a empresa se propõe a gerir o uso de energia e reduzir o consumo final total. Em sistemas de energia industriais, em que o consumo e o desperdício de energia são elevados, esta solução pode aumentar consideravelmente a eficiência do sistema e reduzir os custos com energia. A empresa ganhou o prêmio *Innovation Day*, promovido pela Engie.

Inicialmente, o foco da empresa era em pequenos consumidores do setor comercial, entre lojas, consultórios médicos e restaurantes. O planejamento futuro consiste em focar em indústrias e principalmente distribuidoras e Empresas de Conservação de energia. Desta forma, a empresa consegue fornecer informações dinâmicas sobre o consumo de eletricidade.

Esta ideia inovadora surgiu em discussões entre os sócios, sobre a questão da falta de informação específica sobre o perfil de consumo e histórico de consumo de energia, especialmente em assuntos ligados à sustentabilidade. A grande maioria dos consumidores não percebe o impacto real do consumo de energia em seu histórico de consumo. Um dos principais produtos da empresa é um sistema de inteligência artificial para identificar que tipos de produtos estão ligados à uma rede de energia. Um dos idealizadores deste sistema, sócio da empresa, realiza doutorado em processamento de sinais e inteligência computacional.

Com destinação dos recursos captados, a empresa aponta para um plano robusto de expansão.

“Entre outras metas, vamos investir no desenvolvimento de novas soluções de hardware e software. Também vamos buscar reduzir os custos de fabricação dos medidores em 25% e ampliar nossos canais comerciais para atingir a marca de 1.450 assinaturas medidores. São objetivos ousados, mas estamos preparados para isso”.  
(BITTENCOURT, 2020).

A empresa também oferece outras informações em tempo real sobre o consumo de energia. Isso torna possível identificar gargalos, facilitando a criação de planos de ataque a estes gargalos e aumentando a eficiência energética e financeira da empresa cliente.

Outra inovação é a possibilidade de fornecer informações sobre o melhor momento para venda de energia, pois esta é um ativo muito importante em grandes unidades que produzem energia em excedente.

Há também pelo menos uma empresa que trabalha com sistemas de automação residencial para controle e monitoramento remoto de equipamentos domésticos. Os sistemas oferecidos pela empresa funcionam em sincronização e suporte do Google Assistente.

A empresa vende dispositivos de controle para diferentes aparelhos, trabalhando principalmente com controle e acionamento de aparelhos de iluminação. Também fornece um aplicativo de controle de todos os equipamentos interligados ao seu sistema, substituindo outros controles e controles remotos de aparelhos domésticos.

A funcionalidade e inovação da empresa está na praticidade e controle sobre equipamentos domésticos realizado remotamente. O sistema permite um controle de equipamentos residenciais, configurando e programando o tempo de acionamento e desligamento de lâmpadas, ar condicionado, TV, sistemas de irrigação, bombas em piscinas, cortinas e vários outros dispositivos ou equipamentos.

O sistema permite o controle remoto de múltiplas residências em apenas uma conta no aplicativo; além de permitir uma quantidade ilimitada de usuários em cada casa. Uma das vantagens deste sistema é a instalação sem a necessidade de uso de fios ou adaptação da rede elétrica. Não são necessários dispositivos compatíveis - com assistentes de voz, de forma que aparelhos antigos podem ser adaptados para serem utilizados.

A grande maioria das empresas captadoras fornece algum tipo de solução inovadora para um público restrito: mesmo quando os serviços prestados são tradicionais, sempre existe a associação com a experiência do usuário em algum aspecto.

Embora de setores bastante diversos e apresentando uma expansão significativa no número de empresas captadoras, é possível verificar o uso de soluções incrementais para problemas específicos ou serviços bem estabelecidos.

Muitas inovações estão voltadas para o cliente final, outras têm foco em soluções industriais e construção, seja em consultoria, assessoria, gerenciamento de processos ou aproveitamento energético. Isso demonstra a possibilidade de escalabilidade que pode ocorrer em setores muito díspares.

Neste caso, a Inovação ocorre, de forma geral, como inovação incremental de serviços, muito embora em alguns casos esta seja de difícil identificação. De qualquer forma, a inovação consiste em fornecer soluções criativas para atividades rotineiras, sejam estas associadas à compra de imóveis e experiência de moradia; processos de produção industrial e

seu gerenciamento; organização de documentos; logística de varejo de alimentos e assim por diante.

### 9 – Vantagens intrínsecas (TCF 6)

As vantagens intrínsecas compreendem um conjunto de características das empresas que trazem algum tipo de superioridade ou que garante um monopólio temporário sobre alguma inovação. Neste caso, buscou-se identificar quais é a principal característica que pode ser descrita como uma vantagem, de acordo com os textos analisados.

Quadro 45: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Conhecimento sobre o mercado imobiliário regional
CAP2 Conhecimento sobre construções rurais
CAP3 Serviços exclusivos para classe média/alta/alta
CAP4 Produtos e serviços especializados em gatos
CAP5 Receitas de cervejas artesanais únicas
CAP6 Uso de software para controle de cadeia de produção
CAP7 Conhecimento sobre startups e investimentos
CAP8 Construções pré-fabricadas/sustentáveis
CAP9 Soluções habitacionais de baixo custo
CAP10 Conhecimentos farmacêuticos/aspectos jurídicos do uso medicinal da cannabis
CAP11 Tecnologias de construção civil
CAP12 Serviço especializado para o mercado jurídico
CAP13 Conhecimento sobre a lógica de financiamento e expansão de startups
CAP14 Serviço especializado no público idoso (regional)
CAP15 Entrega de refeições compradas online em lugares físicos
CAP16 Conhecimento sobre imóveis sustentáveis
CAP17 Impressão de fotos de redes sociais
CAP18 Conhecimento sobre perfis de compradores de imóveis
CAP19 Conhecimento sobre perfis de compradores de imóveis
CAP20 Conhecimento sobre o conceito de inovação social
CAP21 Conhecimento sobre a lógica de financiamento e expansão de startups (regional)
CAP22 Tecnologias exclusivas de produção e instalação de painéis solares
CAP23 Uso do isolamento social durante a pandemia como a chave do negócio
CAP24 Atendimento regional/consultoria de engenharia civil
CAP25 Disponibilização de ferramentas de construção (regional)
CAP26 Processos exclusivos de produção cervejeira
CAP27 Uso de ferramentas de marketing (endorsement)

Fonte: O autor (2021).



Como vantagens dos negócios pesquisados, encontram-se desde Ferramentas e conhecimento sobre a realização de determinados processos industriais (**CAP25**), uso de ferramentas de endorsement (**CAP27**); Conhecimento sobre o mercado imobiliário regional (**CAP1**): conhecimentos sobre características do público, relações de trabalho na construção civil e peculiaridades geográficas; Conhecimento sobre construções rurais (**CAP2**): compreensão das características e necessidades de produtores rurais; Serviços exclusivos para classe média/alta/alta (**CAP3**): Conhecimento sobre as características de públicos de alto poder aquisitivo e suas necessidades de lazer em ambientes urbanos; Produtos e serviços especializados em gatos (**CAP4**): Conhecimento de necessidades do público de capitais proprietários de gatos domésticos;

Receitas de cervejas artesanais únicas (**CAP5**): Detenção de receitas e processos industriais cervejeiros exclusivos. Uso de software para controle de cadeia de produção (**CAP6**): Desenvolvimento de software proprietário, conhecimentos de programação e de processos de produção na indústria cervejeira; Conhecimento sobre startups e investimentos (**CAP7**): conhecimentos de regulação e gestão de *crowdfunding*; Construções pré-fabricadas/sustentáveis (**CAP8**): Uso de materiais pré-fabricados e ecológicos na indústria da construção civil.

Como se observa, algumas empresas detêm conhecimentos técnicos sobre processos industriais ou sobre as características de um público/região específica, enquanto outros têm especialização em produtos para nichos de público muito específicos.

Soluções habitacionais de baixo custo (**CAP9**): conhecimento sobre necessidades habitacionais de público da classe C; Conhecimentos farmacêuticos/aspectos jurídicos do uso medicinal da cannabis (**CAP10**): conhecimento das propriedades farmacológicas e processos industriais de uso da cannabis com fins medicinais; Tecnologias de construção civil (**CAP11**): conhecimento sobre processos de construção; Serviço especializado para o mercado jurídico (**CAP12**): conhecimento sobre processos de arquivamento de documentos jurídicos; Conhecimento sobre a lógica de financiamento e expansão de startups (**CAP13**): gerenciamento de plataforma de *crowdfunding*;

Serviço especializado no público idoso (regional) (**CAP14**): conhecimentos sobre necessidades (regional) do público idoso; Entrega de refeições compradas online em lugares físicos (**CAP15**): conhecimento sobre logística de alimentos; Conhecimento sobre imóveis sustentáveis (**CAP16**): características de materiais e processos de construção sustentáveis; Impressão de fotos de redes sociais (**CAP17**): Conhecimento sobre processos de impressão de fotos de alta qualidade; Conhecimento sobre perfis de compradores de imóveis (**CAP18**);

Conhecimento sobre perfis de compradores de imóveis (**CAP19**); Conhecimento sobre o conceito de inovação social, e assim por diante.

Como a maior parte das empresas são de pequeno porte que atuam localmente, têm conhecimentos sobre especificidades geográficas e dos nichos de atuação locais; no caso de replicação destes serviços numa escala maior, haveria a necessidade de se conhecer necessidades mais amplas que possam ser extrapoladas para outros públicos, ou desenvolver modelagens que levem em consideração especificidades de outros locais.

As empresas podem ser pioneiras em seus ramos de atuação locais, o que não significa que não existam outras empresas que prestem serviços similares em outros locais. Mas cada modelo de negócio tem particularidades baseadas em algumas vantagens a nível local, e que carregam as características de negócios disruptivos e inovadores, criando uma espécie de monopólio temporário em seus locais/ramos de atuação. Isto é comum em todas as empresas analisadas, ainda que sejam de setores muito diversos, em termos de escopo e atividade/público-alvo.

## 10 – Gestão do Conhecimento (TCF 9)

Como Gestão do Conhecimento, compreende-se todo o corpo de conhecimentos explícitos e tácitos que compõem as empresas listadas, ou ao menos aqueles conhecimentos que puderam ser identificados nas leituras dos materiais. Estes conhecimentos estão registrados em forma de arquivos e processos (Tácito, documental); ou internalizados nas pessoas que realizam as atividades de cada entidade (conhecimento pessoal, aplicado durante a execução das atividades).

Quadro 46: Gestão do Conhecimento para as empresas do período 2018.

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>
CAP1 Conhecimento sobre mercado imobiliário regional
CAP2 Conhecimento sobre mercado imobiliário regional
CAP3 Conhecimento sobre necessidades do público classe alta
CAP4 Conhecimento sobre necessidades do público proprietário de gatos
CAP5 Conhecimento de processos de produção industrial de cervejas
CAP6 Conhecimento sobre cadeia de produção logística de cervejas
CAP7 Know how do mercado de <i>crowdfunding</i> /regulação
CAP8 Conhecimento sobre construções sustentáveis
CAP9 Conhecimento sobre mercado regional de construção
CAP10 Conhecimentos sobre interações positivas da cannabis em problemas neurológicos
CAP11 Conhecimento sobre mercado regional de construção

CAP12 Conhecimentos sobre arquivamento de processos jurídicos
CAP13 Know how do mercado de <i>crowdfunding</i> /regulação
CAP14 Conhecimento sobre necessidades do público idoso
CAP15 Conhecimentos sobre processos logísticos na entrega de alimentos e refeições
CAP16 Conhecimento sobre construções sustentáveis
CAP17 Gerenciamento de fotos/impressão
CAP18 Conhecimento sobre mercado regional de construção
CAP19 Conhecimento sobre mercado regional de construção
CAP20 Conhecimento sobre transparência de dados
CAP21 Know how do mercado de <i>crowdfunding</i> /regulação
CAP22 Conhecimentos de processos de produção e instalação de placas solares
CAP23 Logística de varejo de supermercados
CAP24 Projetos, assessoria e consultoria em engenharia
CAP25 Conhecimento sobre ferramentas de construção
CAP26 Processos de produção cervejeira/matérias-primas
CAP27 Conhecimento de marketing. Conhecimento sobre análise de investimentos.

Fonte: O autor (2021).

O conteúdo de Gestão do Conhecimento, na análise das empresas, é um pouco mais difícil de ser identificado, porque trata-se de elementos intangíveis e que em alguns casos se confundem com as tecnologias utilizadas ou vantagens intrínsecas de cada tipo de negócio, especialmente quando se trata de serviços especializados como assessoria em processos industriais ou uso de aplicativos para soluções específicas.

Em **CAP1** e **CAP2**, observa-se o conhecimento sobre o mercado imobiliário regional, indicando mais uma vez a importância das especificidades influenciando tanto as vantagens de determinados tipos de negócio; quanto os tipos de inovação e sua abrangência. **CAP3** está associado com o conhecimento sobre o público de classe alta e suas necessidades de lazer em espaços urbanos, enquanto **CAP4** se foca no conhecimento sobre proprietários de gatos e a necessidade deste público e seus animais.

**CAP 5** e **CAP6** estão focados na indústria cervejeira. O primeiro como produtor (conhecimento de ingredientes, processos industriais e logística de distribuição); o segundo como conhecedor da cadeia de produção e suporte técnico para outros produtores; **CAP7** Know how do mercado de *crowdfunding*/regulação : assim como as plataformas listadas em 2018, esta plataforma tem o conhecimento de *crowdfunding*, mais especificamente sobre necessidades de investidores e captadores e as especificidades da regulação.

**CAP8** Conhecimento sobre construções sustentáveis: economia de materiais, materiais certificados e de origem sustentada; economia de energia e materiais; **CAP9**, **CAP11**: Conhecimento sobre mercado regional de construção: conhecimento sobre particularidades do mercado de construção civil. **CAP10** Conhecimentos sobre interações positivas da cannabis em problemas neurológicos: além de procedimentos e aspectos jurídicos e de legalidade da cannabis para tratamento médico. **CAP12**: particularidades sobre arquivamento de processos jurídicos; enquanto outros atuam nas necessidades de públicos específicos com particularidades regionais (**CAP14**, **CAP15** e **CAP16**);

De forma geral, todas as empresas têm um conjunto de conhecimentos intangíveis, em alguns casos, difícil de ser valorado, ou mesmo identificado. O conteúdo transmitido aqui apenas expressa o que se conseguiu extrair das informações fornecidas;

A próxima subseção demonstra os resultados e a análise das empresas para o período de 2019, conforme os relatórios publicados pela CVM para o período, websites das empresas e informações de mídia.

#### 4.4.3 Análise 2019

Esta subseção sintetiza os resultados encontrados para as empresas aportadas nas plataformas de *Crowdfunding* para 2019, relacionadas no Quadro 47.

Quadro 47: Plataformas de *Crowdfunding* e respectivas empresas que receberam aportes em 2019.

<b>Plataforma De <i>Crowdfunding</i></b>	<b>Empresa Aportada</b>
Organismo Tecnologia De Informação Ltda.	Pegoraro Incorporadora Spe Ltda
Platta Serviço De Intermediação De Negócios	Projeto Compostar Curitiba Ind E Com De Compostagem Ltda.
Btr Serviços De Plataforma Eletronica E Consultoria – Blox	Prv Empreendimento Imobiliário Spe Ltda.
	Br Estudantes Empreendimento Imobiliario Spe Ltda
	Drops Motel Brasília Spe Ltda
	Terras Do Sol Empreendimentos Imobiliários Ltda
Basement Solucoes De Captacao E Registro Ltda.	Diaspora Experience Turismo Ltda
	Jeitto Meios De Pagamento Ltda
	Fag Indústria E Comercio De Bebidas Ltda
	7 Waves Do Brasil Ltda
	Allagi Engenharia Ltda.

	Classapp Sistemas Ltda
	Radix Investimentos Florestais Ltda
	Construtora M Castro Ltda.
	B.Drops S.A.
	Mais Mu Comercio De Alimentos E Bebidas Ltda
	Choppup Tecnologia E Servicos Ltda-Epp
	Gama Academy Treinamento Profissional Eireli Me
	F2 Incorporadora E Construtora Ltda
Start Me Up <i>Crowdfunding</i> - Sistemas Para Investimento Colaborativo Ltda.	Dr. C Servicos E Conteudos Informativos E Educacionais Ltda
	Petitebox - Serviços De Marketing Ltda
	Lady Driver H Tecnologia Ltda
	Zaply Tecnologia Ltda
	Glebba Servicos De Investimentos Part. Ltda.
	Apptite Inovações E Tecnologia Ltda.
Eqseed Ltda	Watermelon Agencia De Desenvolvimento Ltda
	Mutual Intermediacao De Negocios Pagamentos E Cobranca Ltda
	Peak Invest Servicos Financeiros E De Tecnologia Ltda.
	Bynd Servicos De Tecnologia Ltda.
	Ulend Gestão Financeira Ltda
	Prosumir Aproveitamento Energético Ltda
Inco Plataforma Eletrônica De Investimento Participativo Ltda	Spe Incorporação E Construção Villa Verdebh Ltda
	P1 Locações De Veículos Ltda
	Vamos Internet Telecom Ltda
	Vereda Engenharia Ltda
	Leve Locações As
	Construtora Segenco Ltda

Fonte: O autor (2021).

A sistemática de análise é a mesma para os anos anteriores e estão apresentadas a seguir:

## 1 – Classificação da Inovação (I 14)

Quadro 48: Classificação da Inovação para as empresas do período 2019

CAPTADORES DE RECURSOS
CAP1 Inovação de serviço. Serviço de coaching.
CAP2 Inovação de serviço
CAP3 Inovação de serviço. Tecnologias de impacto social.
CAP4 Inovação de serviço. Gerenciamento de campanhas publicitárias.
CAP5 Inovação de serviço. Aluguel de vestidos por aplicativo.
CAP6 Inovação de serviço. Entrega de refeições;
CAP7 Inovação de serviço. Canal de TV. Conteúdo para salões de beleza.
CAP8 Inovação de produto. Cachaça artesanal.
CAP9 Inovação de serviço. Carona para mulheres.
CAP10 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP11 Inovação de serviço. Comunicação pais/escola.
CAP12 Inovação de serviço. Gerenciamento de lixo orgânico.
CAP13 Inovação de serviço e produto. <i>Cannabis</i> medicinal.
CAP14 Inovação de serviço. Assessoria para motéis.
CAP15 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP16 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP17 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP18 Inovação de serviço. Plataforma de cursos online.
CAP19 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP20 Inovação de produtos para emagrecimento;
CAP21 Inovação de serviço. <i>FinTech</i> . Serviço de P2P lending
CAP22 Inovação de serviço. Transporte urbano para mulheres.
CAP23 Inovação de serviço. Locação de veículos.
CAP24 Inovação de serviço Construtora e incorporadora.
CAP25 Inovação de produto. Suplementos de leite e proteínas.
CAP26 Inovação de serviço. Locação de veículos.
CAP27 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP28 Inovação de serviço. Smart cities. Soluções em urbanismo.
CAP29 Inovação de serviço. Investimento em florestas plantadas.
CAP30 Inovação de serviço. Soluções para o agronegócio.
CAP31 Inovação de serviço. Construtora e incorporadora.
CAP32 Inovação de serviço. Terceirização de compras em supermercados.
CAP33 Inovação de serviço. Economia circular e reciclagem.
CAP34 Inovação de serviço. Fibra ótica.
CAP35 Inovação de serviço. Papéis de parede personalizados
CAP36 Inovação de serviço. Aluguel de dispositivos eletrônicos.

CAP37 *FinTech* de pagamentos, recebimentos e outras movimentações financeiras.

Fonte: O autor (2021).

Quase todas as empresas que captaram recursos em 2019 são prestadores de serviço, atuando em diferentes setores, com exceção de **CAP8** (cachaça artesanal); **CAP13** (*cannabis* para uso medicinal); **CAP20** (nanotecnologia e produtos para emagrecimento); e **CAP25** (Suplementos de leite e proteínas para atletas).

**CAP21**, por exemplo, é uma *FinTech* que fornece uma conta virtual para movimentações financeiras em geral. Inicialmente concebido como uma carteira digital, a ideia inovadora era a diminuição da burocracia de pagamentos e cobranças entre pessoas conhecidas, ou participantes de uma mesma rede.

Segundo a empresa, seu produto é uma “experiência financeira” de fácil acesso e uso. Entre os produtos atuais desta *FinTech*, estão a conta digital, o Cartão pré-pago e outras soluções financeiras para uso empresarial.

Entre os serviços oferecidos atualmente, está o pagamento de contas, recarga de celular, crédito na conta por meio de boleto e transferência bancária. Também existe uma conta de pagamento e um cartão pré pago Visa Internacional. Também existe um serviço de educação financeira para jovens que utilizam o aplicativo.

Entre as inovações de serviço oferecidas, destaca-se CAP36 com o aluguel de dispositivos eletrônicos. A proposta de CAP37 é disponibilizar o uso temporário, por meio de contrato, de diferentes dispositivos eletrônicos. Estes dispositivos vão desde aparelhos celulares (smartphones), até consoles de videogame e laptops.

A ideia inovadora aqui é a venda de uma experiência de uso, principalmente em itens de alto custo; cuja aquisição pode ser muito onerosa por parte da população mais pobre. Este modelo, conhecido como a economia da locação, tem tido crescimento expressivo em anos recentes e pode ser observado em diferentes mercados e produtos.

As iniciativas de aluguel na área de varejo apela às gerações mais jovens, preocupadas com o uso, ao invés da posse. Este modelo se associa à ideia de usar produtos de maior qualidade, e variados, do que gastar mais dinheiro e deixar de usar um item depois de um tempo, ou mesmo acumular este item e não ter lugar adequado para guarda-lo.

Um modelo de inovação inicialmente presente em aluguel de espaços físicos, casas, apartamentos e mesmo veículos (seja para uso temporário ou viagens rápidas). Agora, o varejo passou a adotar esta postura, oferecendo a experiência de uso por contrato, com valores, condições de uso e devolução e prazo pré estabelecidos.

Este tipo de inovação chama a atenção para o potencial de escalabilidade do modelo, onde pessoas podem ceder produtos para outras usarem, por valores fixos. Deste modo, a **CAP37** atraiu muitos investidores na plataforma EqSeed, que observaram o potencial de escalabilidade de um negócio que pode crescer sem incorrer em aumento de custos operacionais.

Modelos de inovação parecidos são observados em **CAP23** (aluguel de veículos customizados); **CAP5** (aluguel de vestidos por aplicativo); e **CAP22** (aplicativo de caronas operado por mulheres e direcionado para mulheres).

**CAP34** apresenta solução inovadora em papéis de parede para diferentes tipos de ambientes, desde o doméstico até o corporativo. No entanto, segundo descrição da própria empresa, seu foco é na experiência do consumidor, onde não apenas o papel de parede é vendido, mas a identificação do cliente com o tema deste papel de parede, expressando seus gostos e desejos para o ambiente onde deseja instalar seu produto.

Além disso, descreve claramente a qualidade de sua matéria-prima e de seu processo de produção. Pela descrição em sua página, os papéis de parede têm alta qualidade e o design é exclusivo, o que significa que a estampa pode ser definida por encomenda.

A empresa afirma possuir certificação de manejo sustentável, uma vez que seu produto é composto de celulose, com equipamentos de produção com alta eficiência energética e uso de tintas à base d'água, antialérgicas e sem cheiro. Entre as certificações em seu produto, estão: a FSC (*Forest Stewardship Counsel*); CE (*Compliant with European Community*); *Green Paper*; *Effectis (Experts in Free Safety)*; *EcoMark Certification*; *Reduced Environmental Impact*.

Com uma base de clientes ampla, possui em seu catálogo de apoiadores e clientes uma vasta gama de escritórios de arquitetura. Outras captadoras utilizam certificações específicas para demonstrar as inovações e a qualidade dos serviços prestados ou produtos vendidos, principalmente as construtoras, que trabalham com elementos de sustentabilidade como diferencial de seus negócios (**CAP10, CAP16, CAP17, CAP19, CAP24, CAP27, CAP31**).

**CAP4** oferece uma plataforma simples de ser utilizada, um aplicativo de comunicação corporativa interna com várias funcionalidades. A gestão de dados é simplificada, sem utilização de ferramentas complexas e longas curvas de aprendizado; a visualização dos dados é simples, de forma a obter o máximo resultado possível com os dados que trafegam entre os usuários.



Armazenamento de dados em nuvem, em acordo com a auditoria de dados. Os dados em nuvem e a privacidade de acesso traz eficiência ao trabalho, independentemente de onde este trabalho está sendo realizado, em home office ou no escritório.

Esta foi a única empresa a não conseguir o valor mínimo de captação em 2019, na plataforma EqSeed. Aparentemente, a página da empresa não apresenta dados suficientes para convencer os investidores, ou o número de startups que fornecem este tipo de serviço é muito grande. Talvez seu serviço não apresente nenhuma ideia suficientemente inovadora, ou a empresa

**CAP21** é uma *FinTech* ou plataforma de P2P Lending, que busca trazer inovações no acesso a crédito e alternativas de investimento no mercado nacional, de forma a gerar valor e oportunidades melhores a clientes.

Isso torna possível a atração de uma grande quantidade de pessoas, fragmentando os investimentos e agilizando o acesso dos tomadores de crédito. Segundo a descrição da própria empresa, investidores ganham mais e captadores pagam menos. A empresa aposta nos relacionamentos criados entre os participantes do processo, trazendo confiança e relações de longo prazo entre eles.

Com a transparência e facilidade das transações, este processo apresenta menos riscos e maior eficiência com relação aos empréstimos tradicionais. **CAP21** investe em tecnologias inovadoras, buscando aperfeiçoar seus algoritmos no sentido de melhorar a qualidade e a segurança nas transações financeiras que intermedia. Além disso, a empresa busca criar um mercado mais conveniente para os serviços bancários digitais, de forma a criar oportunidades com baixo custo.

Assim, espera-se construir maior confiança neste tipo de serviço, seja da parte de investidores ou de captadores de recursos. Também busca-se um reconhecimento pelos valores entregues, o uso de uma plataforma funcional e eficiente e a ética e transparência das operações realizadas, como observado em **CAP18, CAP26 E CAP33**.

No aspecto de empréstimos, a *FinTech* oferece operações com ou sem garantia; processo totalmente virtual e sem burocracia; transparência na cotação, sem taxas escondidas; Taxa de juros até 50% menores que o mercado; Parcelas que cabem no orçamento.

Quanto a investimentos, não existem taxas; espera-se um retorno de 16% a 50% a.a.; processo exclusivamente virtual; investimentos a partir de R\$2000,00; o próprio investidor aplica e recebe as parcelas mensais.

Outras empresas são atuantes em serviços diversos, como em Tecnologias de Impacto social (**CAP3**), ou inovação social; inovações de serviço diversas, como transporte

urbano para mulheres, plataformas de cursos (CAP18); serviços de investimento, ou assessoria de investimentos em setores específicos e acompanhamento de processos industriais, ou assessoria rural.

A grande maioria oferece inovações incrementais que atendem a nichos de mercado, ou são variações de serviços já consolidados, mas que segmentam o mercado regionalmente e/ou para públicos com características e necessidades específicas (jovens, mulheres, classes sociais mais baixas, público urbano; empresas e outros prestadores de serviços.

## 2 – Público-alvo (I 1)

Na sequência (Quadro 49), a descrição e análise de público-alvo para 2019.

Quadro 49: Público-alvo para as empresas do período 2019

CAPTADORES DE RECURSOS
CAP1 Pessoas que desejam atingir objetivos de vida. Busca por coaching.
CAP2 Startups que buscam ranqueamento.
CAP3 Pessoas que buscam turismo de cor.
CAP4 Empresas que necessitam de assessoria publicitária.
CAP5 Mulheres que desejam alugar vestidos.
CAP6 Pessoas que compram no varejo online.
CAP7 Salões de beleza.
CAP8 Consumidores de cachaça artesanal.
CAP9 Mulheres com filhos.
CAP10 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP11 Pais de alunos.
CAP12 Geradores de lixo orgânico em Curitiba.
CAP13 Pessoas que buscam tratamentos alternativos.
CAP14 Donos de motéis
CAP15 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP16 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP17 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP18 Pessoas que desejam fazer cursos online.
CAP19 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP20 Pessoas que desejam perder peso
CAP22 Mulheres que precisam de deslocamento seguro.
CAP23 Pessoas que desejam alugar veículos.
CAP24 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP25 Atletas e frequentadores de academias.
CAP26 Pessoas que desejam alugar veículos

CAP27 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP28 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP29 Pessoas que desejam investir em florestas replantadas.
CAP30 Agricultores e produtores rurais.
CAP31 Pessoas que desejam investir ou comprar imóvel.
CAP32 Pessoas que compram online
CAP33 Geradores de resíduos urbanos
CAP34 Pessoas que desejam instalar fibra ótica.
CAP35 Pessoas que desejam reformar a residência
CAP36 Pessoas que desejam alugar dispositivos eletrônicos.
CAP 37 Público que deseja serviço financeiro especializado (Classes C e D).

Fonte: O autor (2021).

O público alvo varia de empresas e outros prestadores de serviço até usuários finais, que desejam algum tipo de facilidade ou comodidade em suas rotinas. Foi observado, em 2019, que muitos captadores se prestam a serviços, ou identificaram problemas relacionados a questões de gênero, elementos sociais e de segurança.

**CAP3** oferece serviços de turismo para pessoas que querem conhecer a cultura negra, enquanto pelo menos dois serviços oferecem serviços de carona e transporte urbano para mulheres. **CAP9** oferece serviços de carona para mulheres e seus filhos, com exclusividade e operado apenas por motoristas mulheres, o que demonstra a preocupação com segurança e a exploração de um nicho de mercado bem específico (a preocupação de mulheres com a segurança no uso de aplicativos de carona); **CAP22** também é voltado ao serviço de carona para mulheres com a mesma finalidade.

Alguns serviços se repetem desde 2018, demonstrando que algumas empresas lançaram ofertas bem sucedidas em mais de um ano consecutivo. Observa-se a presença de *FinTechs*, voltadas para pequenos investidores e outros clientes que desejam serviço especializado regional, como **CAP21** (crédito e pagamentos para clientes que buscam operações seguras, segundo a própria plataforma); **CAP37** (*FinTech* de pagamentos e conta virtual para movimentações financeiras, voltada para as classes C e D).

Outras empresas fornecem algum tipo de serviço ou assessoria para processos de produção ou gerenciamento industrial, como **CAP30** (assessoria e gestão para produtores rurais, com o intuito de otimizar o uso de insumos na produção e maximizar a produtividade de lavouras); **CAP4** (empresas que desejam construir estratégias publicitárias específicas).

**CAP14** trabalha especificamente com gerenciamento e assessoria para donos de hotéis; enquanto **CAP2** elabora ranqueamento para startups que querem alavancar sua publicidade; **CAP35**, além de construtora, atua com assessoria para engenheiros.

Em algumas, há públicos preocupados com a destinação e tratamento de resíduos orgânicos (**CAP12 e CAP33**). CAP33 atua com o público consumidor final e com empresas que produzem resíduos orgânicos.

Outros serviços de assessoria incluem investidores em diferentes mercados, como **CAP29** (investimento em florestas sustentáveis e reflorestamento). Soluções financeiras são oferecidas para clientes finais e empresas, principalmente na área de pagamentos, recebimentos e outras movimentações financeiras.

### 3 - Soluções oferecidas (I 4)

O Quadro 50 apresenta as principais soluções oferecidas pelas empresas. Com comentários sobre as especificidades do negócio.

Quadro 50: Soluções oferecidas para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Coaching de objetivos de vida
CAP2 Pesquisa de mercado para startups
CAP3 Turismo de cultura negra.
CAP4 Análise de campanhas publicitárias.
CAP5 Aluguel de vestidos.
CAP6 Entrega de refeições.
CAP7 Canal de TV para salões de beleza.
CAP8 Cachaça artesanal.
CAP9 Aplicativo de carona para mulheres com filhos.
CAP10 Construtora e Incorporadora.
CAP11 Comunicação pais-escola
CAP12 Gerenciamento de lixo orgânico.
CAP13 <i>Cannabis</i> para uso medicinal.
CAP14 Assessoria para donos de hotéis.
CAP15 Construtora e imobiliária.
CAP16 Construtora e imobiliária
CAP17 Construtora e imobiliária
CAP18 Plataforma de cursos online.
CAP19 Construtora e imobiliária
CAP20 Nanotecnologia para produtos de emagrecimento.
CAP21 <i>FinTech</i> de crédito e pagamentos.

CAP22 Serviço de transporte urbano para mulheres.
CAP23 Locação de veículos personalizados.
CAP24 Construtora e imobiliária
CAP25 Suplementos de leite para atletas.
CAP26 Locação de veículos.
CAP27 Construtora e imobiliária
CAP28 Construtora e imobiliária. Gestão de controle de água e energia residencial.
CAP29 Florestal. Serviço de investimentos em florestas plantadas.
CAP30 Otimização de insumos agrícolas no campo.
CAP31 Construtora e imobiliária
CAP32 Terceirização da compra em supermercados;
CAP33 Economia circular, reciclagem.
CAP34 Instalação e planos de fibra ótica.
CAP35 Papéis de parede customizados.
CAP36 Aluguel de equipamentos eletrônicos.
CAP37 <i>FinTech</i> de pagamentos, recebimentos e outras movimentações financeiras.

Fonte: O autor (2021).

Algumas empresas trabalham com o público urbano, em em geral; enquanto outras prestam serviços a outras empresas ou profissionais em setores altamente especializados.

Os nichos de atuação dependem principalmente de características com necessidades a serem solucionadas, ou elementos definidores: região geográfica, cultura, costumes, e outros elementos não facilmente identificáveis, como desejos, formas de pensar e outros de caráter mais subjetivo.

A maioria dos serviços prestados lidam com soluções para problemas aparentemente identificáveis; problemas rotineiros que podem parecer factíveis ou claros para qualquer leitor ou observador; mas que uma análise mais profunda pode trazer questões mais sutis ou menos observáveis à primeira vista.

Em **CAP1**, por exemplo, a ideia principal está ligada à realização de objetivos profissionais, pessoais ou de vida. O escopo ou abrangência de cada solução oferecida difere de acordo com o público atingido: a escolha ou definição de qual são as necessidades de cada nicho ou público depende do estudo das características deste público, ou seja, a identificação de soluções para cada um destes públicos, assim, obedece a um padrão que leva em consideração as especificidades de cada empresa ou público.

Em **CAP4**, por exemplo, a solução está voltada a empresas que desejam expandir seu mercado ou carteira de clientes, pois a necessidade identificada é a avaliação de campanhas publicitárias, com resultados crescentes.

Em **CAP12**, foi identificado um problema com a compostagem de lixo em uma região específica, mais uma vez demonstrando a importância da compreensão de elementos regionais, geográficos ou culturais na definição de necessidades do público ou clientes potenciais.

Em **CAP20**, a solução oferecida lida com questões de emagrecimento, com o uso de conhecimentos científicos em nanotecnologia e outros processos.

Na maioria dos casos, é muito difícil diferenciar o problema da solução oferecida: como a análise é realizada a posteriori, parece factível a inovação ou tecnologia estar ligada àquele público ou demanda.

Mas soluções podem parecer aparentemente óbvias numa análise inicial, muito embora a análise posterior possa demonstrar que existem problemas localizados ainda não atendidos pelas empresas.

Em **CAP25**, a solução está associada ao público que executa atividades físicas, e que precisa de suplementos alimentares ou protéicos. Em **CAP26**, a solução é o atendimento de usuários de transporte urbano. Embora já existam serviços de transporte urbano, o que foi observado é o surgimento de serviços de transporte urbano voltados a públicos mais específicos, como mulheres (**CAP9 e CAP22**).

Em **CAP29**, são oferecidas soluções para acompanhamento de investimentos em setores ou nichos específicos (no caso, setor florestal); ou assessoria com a otimização de uso de defensivos agrícolas (**CAP30**); em várias empresas analisadas é oferecida a compra ou investimento em imóveis residenciais.

Outras soluções estão ligadas a problemas de ordem financeira (serviços financeiros, como em **CAP4, CAP21, CAP37**, onde se observa a identificação de problemas com transações financeiras, não atendidos por grandes bancos incumbentes, ou por falta de estrutura específica para aquele público, ou por falta de conhecimento de necessidades de um público regional.

Em suma, a maior parte das soluções se refere a serviços, ou inovações incrementais em serviços tradicionais. O que se percebe é uma especialização em públicos com necessidades pontuais ou de origem cultural ou geográfica. Assim, como já aventado neste pesquisa, isso não significa que serviços similares já não tenham sido desenvolvidos, mas que,

no âmbito das empresas captadoras de recursos por meio de *crowdfunding* no ano de 2019, existe uma especialização regional ou cultural em cada empresa ou entidade analisada.

#### 4 - Gestão da marca (I 8)

No Quadro 51, estão apresentadas as principais características de entidade quanto à gestão da marca.

Quadro 51: Gestão da marca para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Gestão de planejamento de vida
CAP2 Gestão de qualidade. Ranking de startups. Qualidade do serviço prestado.
CAP3 Gestão de impacto social e igualdade social
CAP4 Gestão de campanhas publicitárias
CAP5 Gestão de alugueis de vestidos
CAP6 Satisfação e comodidade na entrega de refeições
CAP7 Entretenimento para salões de beleza
CAP8 Gestão da experiência de consumo
CAP9 Qualidade e segurança no transporte (para mulheres)
CAP10 Gestão de imóveis de alto padrão
CAP11 Gestão de comunicação
CAP12 Gestão sustentável de resíduos
CAP13 Gestão de tratamento médico alternativo
CAP14 Gestão de marcas e conceitos em motéis
CAP15 Gestão de imóveis
CAP16 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP17 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP18 Intermediação de cursos online. Capacitação online em diversas áreas.
CAP19 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP20 Gestão de saúde e estética corporal.
CAP21 Gestão de pagamentos e combate a fraudes em transações financeiras.
CAP22 Segurança e comodidade para passageiros mulheres
CAP23 Facilidade no acesso a veículos de aluguel.
CAP24 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP25 Gestão de produtos para atletas
CAP26 Locação de veículos com qualidade e rapidez
CAP27 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP28 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP29 Gestão de investimentos florestais
CAP30 Gestão de negócios e serviços agrícolas

CAP31 Gestão de compra e venda de imóveis
CAP32 Gestão de serviços de compra em supermercados
CAP33 Gestão de resíduos e sustentabilidade
CAP34 Gestão de serviços de internet e fibre ótica de alta velocidade
CAP35 Gestão de serviços de acabamento em obras residenciais
CAP36 Gestão de eletrônicos para aluguel
CAP37 Gestão de pagamentos e outras soluções financeiras remotas.

Fonte: O autor (2021).

A Gestão de marca se confunde com a natureza dos serviços prestado, embora possa ser observado um composto “intangível”, ligado ou ao produto vendido/serviço prestado ou ao objetivo/atendimento de uma necessidade específica.

A Gestão de marca é mais difícil de ser observada, uma vez que nem todas as empresas fornecem informações claras ou detalhadas sobre este aspecto; embora isso possa ser identificado nos textos estudados.

Algumas empresas definem mais claramente um posicionamento sobre sua marca, enquanto em outras a Gestão de marca é mais perceptível no próprio serviço realizado.

CAP1 define sua gestão de marca como “Gestão de planejamento de vida”, o que é difícil de avaliar sem compreender qual é a natureza do serviço prestado, neste caso, serviço de coaching para planejamento de objetivos a longo prazo. CAP3 atua com projetos de impacto social, se definindo como uma empresa que gerencia negócios de impacto social, o que não fica muito claro seus objetivos.

Outras empresas, como **CAP 4, CAP5, CAP10, CAP11, CAP12, CAP13, CAP14, CAP 15, CAP16, CAP17, CAP18, CAP19, CAP20, CAP21**, têm Gestão de marca bem definidas, voltadas ao público que atendem ou serviço que prestam, enquanto outras (**CAP1, CAP6, CAP7, CAP9, CAP22 e CAP 23**) se definem de acordo com o objetivo ou missão na Gestão de Marca.

Com relação ao público, talvez seja mais fácil para investidores compreender a Gestão de Marca associando o produto/serviço com a missão ou necessidades de clientes, de forma a tornar mais fácil compreender o que cada empresa investida faz. Isto poderia aumentar as chances de estas empresas atraírem mais investidores.

### **5 – Necessidades do público-alvo (I 3)**

O Quadro 52 mostra as necessidades identificadas para o público de cada empresa aportada em 2019.



Quadro 52: Necessidades do público-alvo para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Planejamento de objetivos de vida
CAP2 Divulgar ranking da empresa ao público
CAP3 Conhecer o turismo negro e atividades de impacto social
CAP4 Desenvolver campanhas e estratégias publicitárias
CAP5 Alugar roupas e vestidos para eventos por aplicativo
CAP6 Comprar refeições com comodidade
CAP7 Entretenimento em salões de beleza
CAP8 Apreciar bebidas artesanais (cachaça)
CAP9 Segurança no transporte urbano (feminino)
CAP10 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP11 Estabelecer comunicação com a escola dos filhos
CAP12 Selecionar e dar destinação correta ao lixo orgânico urbano
CAP13 Pessoas que buscam tratamento alternativo para doenças neurológicas
CAP14 Suporte para instalação e operação de motéis
CAP15 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP16 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP17 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP18 Realização de cursos remotos e capacitação
CAP19 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP20 Emagrecimento
CAP22 Segurança no transporte urbano de mulheres
CAP23 Comodidade e segurança na locação de veículos
CAP24 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP25 Complementar alimentação para atividades de alto desempenho
CAP26 Rapidez e qualidade na locação de veículos
CAP27 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP28 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP29 Investir no mercado florestal (florestas nativas e reflorestamentos)
CAP30 Obter apoio no plantio e na otimização do uso de insumos na agricultura.
CAP31 Comprar casas ou investir em imóveis
CAP32 Comodidade na compra no varejo de supermercados.
CAP33 Disposição correta de lixo orgânico
CAP34 Acesso a internet de alta velocidade
CAP35 Personalização do acabamento e estética de ambientes (papéis de parede).
CAP36 Impossibilidade comprar aparelhos eletrônicos
CAP37 Necessidade de investir em negócios escaláveis com rapidez e eficiência.

Fonte: O autor (2021).

Em algumas empresas apontadas, foi possível verificar claramente qual foi a necessidade solucionada, enquanto em outras foi necessário realizar uma dedução por meio do tipo de serviço oferecido.

Mais uma vez, algumas necessidades estão ligadas a atividades rotineiras, mas que se apresentam como problemas devido a algumas especificidades do público ou do local onde a atividade é realizada: gerenciamento de lixo residencial orgânico é um problema diferente num espaço urbano ou num espaço rural; transporte oferece um risco para mulheres em espaços urbanos, sendo portanto uma questão de segurança.

Outros clientes são empresas que necessitam de serviços especializadas de consultoria ou assessoria na implantação e operação de serviços, como **CAP2** (serviço de ranking de para startups); **CAP4** (necessidade de criação de campanhas publicitárias); **CAP14** (necessidade de acompanhamento na operação de motéis); **CAP30** (apoio no plantio e otimização de uso de insumos agrícolas).

Outras necessidades buscam o atendimento a experiências de consumo com serviços e produtos: Relacionamentos e impacto do turismo negro (**CAP3**), experiência com o consumo de cachaça artesanal (**CAP8**); Experiência de moradia, compra de imóveis residenciais (**CAP10, CAP15, CAP16, CAP17, CAP19, CAP27, CAP28**); emagrecimento e atendimento a padrões de beleza (**CAP20**).

## 6 – Razão de existência/missão (TCF 12)

O Quadro 53 apresenta uma síntese da razão de existência/missão ou objetivos de cada entidade analisada.

Quadro 53: Razão de existência/missão para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Empoderamento, ajudar pessoas a atingir objetivos de vida
CAP2 Auxiliar startups em divulgar resultados
CAP3 Aproximar pessoas por meio do turismo de cor
CAP4 Auxiliar empresas a atingir o consumidor
CAP5 Trazer satisfação em roupas femininas
CAP6 Trazer comodidade na entrega de refeições
CAP7 Entregar entretenimento em salões de beleza
CAP8 Entregar experiência de sabores em cachaça
CAP9 trazer tranquilidade e segurança no transporte feminino
CAP10 Entregar qualidade em moradia
CAP11 Trazer visibilidade e participação de pais na educação dos filhos

CAP12 Satisfação na disposição de resíduos domésticos
CAP13 Trazer saúde e bem estar para pacientes com problemas neurológicos
CAP14 Auxiliar profissionais a gerir melhor seus serviços e clientes
CAP15 Entregar qualidade em moradia
CAP16 Entregar qualidade em moradia
CAP17 Entregar qualidade em moradia
CAP18 Proporcionar facilidade no acesso a cursos online
CAP19 Entregar qualidade em moradia
CAP20 Trazer satisfação e beleza aos consumidores
CAP22 Oferecer alternativas de transporte seguro para mulheres
CAP23 Proporcionar comodidade no aluguel de veículos
CAP24 Entregar qualidade em moradia
CAP25 Trazer saúde e bem estar a atletas
CAP26 Qualidade e rapidez no acesso a frotas de veículos
CAP27 Entregar qualidade em moradia
CAP28 Entregar qualidade em moradia
CAP29 Trazer segurança e conhecimento no investimento no setor florestal
CAP30 Oferecer apoio e proporcionar economia para o produtor rural
CAP31 Entregar qualidade em moradia
CAP32 Oferecer comodidade para comprar em varejo de supermercados
CAP33 Oferecer destinação para lixo residencial urbano
CAP34 Oferecer serviço de qualidade em fibra ótica
CAP35 Entregar qualidade e bem estar em decoração residencial
CAP36 Entregar experiência com o uso de eletrônicos
CAP37 Oferecer segurança em pagamentos e movimentações financeiras. Combater fraudes.

Fonte: O autor (2021).

Dentro do aspecto de Missão/objetivos, sempre existe a questão do atendimento da satisfação do cliente, ligado ao tipo de serviço que é prestado. Para todas as empresas aportadas em 2019, a missão ou objetivo está ligada a uma ação ou um objetivo. Em algumas, essa missão ou objetivo parece vaga e idealista. Em outras, há o detalhamento do objetivo ou serviço.

Apenas pela análise de missão ou objetivos não é possível determinar qual é a natureza do serviço prestado, e um detalhamento maior poderia fornecer maior visibilidade às empresas aportadas pesquisas, particularmente às empresas captadoras e aos potenciais investidores. Obviamente que muitas outras informações são necessárias, mas a missão ou objetivos poderia oferecer uma síntese mais detalhada de cada serviço prestado.

**CAP37**, por exemplo, é uma *FinTech* de pagamentos, embora isso não possa ser diretamente observado. Poderia ser um banco tradicional ou um serviço de assessoria jurídica. **CAP1** oferece “empoderamento”, atingimento de objetivos de vida. Não fica muito claro o que está sendo oferecido ou o objetivo aqui.

Por outro lado, **CAP34**, detalha seu objetivo ao indicar que “fornece fibra ótica e acesso à internet com qualidade”, o que fica muito mais claro e concreto ao investidor. Outras empresas apontadas, como **CAP 13** e **CAP25**, atuam com serviços e produtos associados à saúde:

Em **CAP13**, “fornecer possibilidades de tratamentos alternativos para problemas neurológicos”; embora não fique claro se a empresa pode vir a ter problemas legais ou sanitários - relacionados ao uso de *cannabis* para fins medicinais (o que poderia ser um impedimento para alguns investidores); e **CAP25**, oferecendo “saúde e bem estar” a atletas, sem descrever aqui que vende produtos derivados de leite especializados em ganhos de massa para frequentadores de academia.

## 7 – Produto/serviço central da empresa (I 18)

O Quadro 54 detalha a análise para o produto/serviço central da empresa para o ano de 2019.

Quadro 54: Produto/serviço central para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Plano de atividades e organização do tempo
CAP2 Serviço de publicidade para startups
CAP3 Pacotes de turismo com inclusão social
CAP4 Construção de estratégia publicitária
CAP5 Aluguel de vestidos
CAP6 Entrega de refeições pedidas por aplicativo
CAP7 Canais de TV para salões de beleza.
CAP8 Cachaça artesanal
CAP9 Transporte urbano para mulheres
CAP10 Casas e apartamentos
CAP11 Canal de comunicação com educadores e escolas
CAP12 coleta e gerenciamento de lixo orgânico
CAP13 <i>Cannabis</i> manipulada para uso medicinal
CAP14 Assessoria para empreendedores de motéis
CAP15 Casas e apartamentos
CAP16 Casas e apartamentos

CAP17 Casas e apartamentos
CAP18 Cursos remotos em plataforma
CAP19 Casas e apartamentos
CAP20 Produtos de emagrecimento
CAP22 Serviço de transporte urbano
CAP23 Locação de veículos
CAP24 Casas e apartamentos
CAP25 Suplementos de leite e proteínas
CAP26 Locação de veículos
CAP27 Casas e apartamentos
CAP28 Casas e apartamentos
CAP29 Consultoria em investimentos florestais
CAP30 Consultoria agrícola
CAP31 Casas e apartamentos
CAP32 Compra virtual em supermercados
CAP33 Reciclagem e coleta de lixo
CAP34 Internet e fibra ótica
CAP35 Papéis de parede personalizados
CAP36 Aluguel de aparelhos eletrônicos
CAP37 Serviço de intermediação de pagamentos.

Fonte: O autor (2021).

O produto/serviço central de cada entidade é mais fácil de ser visualizado que a própria inovação oferecida ou solução oferecida, embora possa se confundir com esta última. A grande maioria das empresas captadoras lida com serviços que atingem ou nichos específicos de público, regiões específicas, ou ambos.

Em algumas empresas aportadas há a clara definição de produto: **CAP8** (cachaça); **CAP10** (casas e apartamentos, **CAP13** (*cannabis* com finalidade medicinal); e novamente casas e apartamentos (**CAP15**, **CAP16**, **CAP17** e **CAP19**). No entanto, cada produto oferecido está acompanhado de alguma característica definidora especial: uma certificação de origem e produção, como na cachaça artesanal, uma ligação com sustentabilidade em materiais e espaços, ou construção, como no caso das incorporadoras e construtoras; Saúde e bem estar com uso de produtos naturais alternativos à medicina convencional (uso de *cannabis*).

Quanto às outras empresas, oferecem serviços; ou especialização de serviços tradicionais para públicos específicos, transporte urbano para mulheres (**CAP9** e **CAP22**); **CAP11** (comunicação entre pais e escolas, vendido como algo importante durante a pandemia

de Covid-19); **CAP5** (aluguel de vestidos por aplicativo); **CAP 12 e CAP33** (gerenciamento de lixo por aplicativo); e outros exemplos que trabalham com serviços de compras online e entregas de compras de supermercados e refeições para locais específicos (**CAP6, CAP32**).

Em algumas se observa serviços totalmente novos, não incrementais, como **CAP1** (Planejamento de objetivos de vida, coaching); **CAP2** (ranqueamento para startups); **CAP21 e CAP37** (*FinTechs*); *Smart cities*, construção e *Block Chain* (**CAP28**); aluguel de dispositivos e equipamentos eletrônicos (**CAP36**).

## 8 - Tecnologias disponíveis (TCF 9)

No Quadro 55, uma síntese das tecnologias disponíveis nas empresas participantes da análise para o ano de 2019.

Quadro 55: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Software de gestão de tempo
CAP2 Software de ranqueamento de startups
CAP3 Tecnologias de impacto social
CAP4 Conhecimento sobre estruturação de planos de marketing a longo prazo
CAP5 Aplicativo/programação de vendas
CAP6 Gerenciamento de pedidos por aplicativo
CAP7 Tecnologias para produção de conteúdo
CAP8 Tecnologias de processo de produção
CAP9 Programação, aplicativo de transporte
CAP10 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP11 Aplicativo de comunicação
CAP12 Tecnologias de tratamento de resíduos orgânicos
CAP13 Tecnologias de processo para manipulação de medicamentos
CAP14 Tecnologias de gerenciamento
CAP15 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP16 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP17 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP18 Programação de plataforma de cursos
CAP19 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP20 Nanotecnologia em produtos de emagrecimento
CAP21 Tecnologia de combate a fraudes e riscos de operações
CAP22 Aplicativo de transporte urbano
CAP23 Gerenciamento de locações de veículos
CAP24 Tecnologias de processo e materiais para construção civil

CAP25 Tecnologia de produção de suplementos para atletas
CAP26 Tecnologia de gerenciamento de frotas veiculares
CAP27 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP28 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP29 Tecnologia de gerenciamento de investimentos, interface virtual
CAP30 Software de otimização de uso de insumos agrícolas
CAP31 Tecnologias de processo e materiais para construção civil
CAP32 Aplicativo para gerenciamento de compras
CAP33 Tecnologias para tratamento de lixo orgânico
CAP34 Tecnologias de fibra ótica e internet de alta velocidade
CAP35 Tecnologia de produção de papéis de parede
CAP36 Tecnologia de gestão de dispositivos eletrônicos
CAP37 Tecnologia de gerenciamento de operações financeiras virtuais

Fonte: O autor (2021).

As tecnologias utilizadas dependem da natureza do serviço prestado. Em algumas empresas aportadas, é muito difícil identificar uma tecnologia, ou diferenciá-la de um conhecimento ou conhecimentos aplicados, principalmente quando são prestadores de serviço.

Como em outros anos da análise, algumas observações não ficam claras e dependem de uma dedução de acordo com o serviço realizado; assim, algumas tecnologias podem estar ligadas a Tecnologia da Informação, quando lidam com programação de aplicativos para gerenciamento de algum serviço, como ocorre em várias empresas aportadas; até tecnologias de processo no caso de produção industrial; como ocorre em **CAP8** (produção de cachaça artesanal); **CAP13** (manipulação de medicamentos a base de *cannabis*); **CAP20** (tecnologia de produção de produtos para emagrecimento); **CAP25** (suplementos a base de leite e proteínas para atletas).

## 9 – Vantagens intrínsecas (TCF 6)

No Quadro 56, uma síntese das vantagens intrínsecas ou competitivas de cada empresa aportada pesquisada.

Quadro 56: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Serviço inovador. Inovação radical.
CAP2 Serviço exclusivo para startups
CAP3 Inovação social; radical.
CAP4 Conhecimento de estratégias de marketing regionais

CAP5 Comodidade ao usuário, atendimento remoto.
CAP6 Comodidade ao usuário; entrega de refeições.
CAP7 Serviço exclusivo para salões de beleza.
CAP8 Processo de produção de cachaça único, artesanal.
CAP9 Atendimento exclusivo para mulheres
CAP10 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP11 Canal de comunicação com escolas.
CAP12 Mercado amplo: produção de lixo orgânico urbano.
CAP13 Uso de produtos naturais para tratamento médico
CAP14 Gerenciamento de hotéis
CAP15 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP16 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP17 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP18 Conhecimento sobre necessidades de usuários quanto a cursos remotos.
CAP19 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP20 Produtos naturais para emagrecimento
CAP21 Conhecimento das necessidades de investidores e captadores.
CAP22 Atendimento exclusivo para mulheres
CAP23 Conhecimento do mercado regional de locação de veículos
CAP24 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP25 Domínio de tecnologias de produção de suplementos alimentares e necessidades de atletas
CAP26 Conhecimento do mercado regional de locação de veículos
CAP27 Conhecimento do mercado regional de locação de veículos
CAP28 Conhecimento sobre <i>Block Chain; Smart Chain Cities</i>
CAP29 Conhecimento sobre o mercado florestal
CAP30 Conhecimento do mercado regional e de agricultura
CAP31 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP32 Comodidade para clientes de supermercado (compra remota).
CAP33 Conhecimento sobre processos de reciclagem. Grande volume de lixo residencial orgânico.
CAP34 Operações regionais em conectividade e instalação de fibra ótica.
CAP35 Personalização de papéis de parede.
CAP36 Conhecimento das necessidades do público de baixa renda
CAP37 Conhecimento sobre pequenos investidores e captadores. Regulação. (Regional).

Fonte: O autor (2021).

Com relação às vantagens intrínsecas das empresas aportadas em 2019, observa-se um aspecto de regionalidade forte. Alguns negócios são inovadores no sentido de introduzir algo totalmente novo no mercado, enquanto outros atuam com inovações e soluções incrementais para problemas ou demandas já identificadas por outras empresas.



No entanto, estas empresas conseguem identificar elementos regionais, nichos de público associados a características culturais, sociais ou econômicas, de forma a determinar quais são as necessidades deste público. Ou seja, a vantagem é a delimitação geográfica do serviço realizado.

Em alguns serviços, na análise de conteúdo das informações fornecidas pelas empresas, observa-se a associação entre o domínio de conhecimentos, técnicas ou tecnologias específicas com as particularidades de público atendido.

## 10 – Gestão do Conhecimento (I 6)

No Quadro 57, uma síntese da Gestão do Conhecimento identificada para as empresas apontadas em 2019.

Quadro 57: Gestão do Conhecimento para as empresas do período 2019

<b>CAPTADORES DE RECURSOS</b>
CAP1 Serviço inovador. Inovação radical.
CAP2 Serviço exclusivo para startups. Conhecimento sobre ranqueamento de empresas.
CAP3 Inovação social; radical.
CAP4 Conhecimento de estratégias de marketing regionais
CAP5 Comodidade ao usuário, atendimento remoto. Conhecimentos sobre atendimento remoto.
CAP6 Comodidade ao usuário; entrega de refeições. Atendimento remoto.
CAP7 Serviço exclusivo para salões de beleza. Conhecimento sobre entretenimento.
CAP8 Processo de produção de cachaça único, artesanal. Conhecimento de processo, tecnológico e humano.
CAP9 Atendimento exclusivo para mulheres. Conhecimento de público específico.
CAP10 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP11 Canal de comunicação com escolas. Conhecimento sobre necessidades de pais, alunos e professores
CAP12 Mercado amplo: produção de lixo orgânico urbano. Conhecimento de logística, coleta e tratamento de lixo orgânico.
CAP13 Uso de produtos naturais para tratamento médico. Conhecimento sobre farmacologia e processos industriais.
CAP14 Gerenciamento de motéis. Conhecimento sobre este serviço.
CAP15 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP16 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP17 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP18 Conhecimento sobre necessidades de usuários quanto a cursos remotos.
CAP19 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.

CAP20 Produtos naturais para emagrecimento. Conhecimentos sobre nanotecnologia.
CAP21 Conhecimento das necessidades de investidores e captadores.
CAP22 Conhecimento das necessidades do público feminino.
CAP23 Conhecimento do mercado regional de locação de veículos
CAP24 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP25 Domínio de tecnologias de produção de suplementos alimentares e necessidades de atletas.
CAP26 Conhecimento do mercado regional de locação de veículos.
CAP27 Conhecimento do mercado regional de locação de veículos.
CAP28 Conhecimento sobre <i>Block Chain; Smart Chain Cities</i> .
CAP29 Conhecimento sobre o mercado florestal.
CAP30 Conhecimento do mercado regional e de agricultura.
CAP31 Conhecimento sobre mercado regional de imóveis.
CAP32 Comodidade para clientes de supermercado (compra remota).
CAP33 Conhecimento sobre processos de reciclagem. Grande volume de lixo residencial orgânico.
CAP34 Conhecimento de operações regionais em conectividade e instalação de fibra ótica.
CAP35 Conhecimento de processos de produção de papéis de parede.
CAP36 Conhecimento das necessidades do público de baixa renda.
CAP37 Conhecimento sobre pequenos investidores e captadores. Regulação. (Regional).

Fonte: O autor (2021).

Sobre Gestão do Conhecimento, existe muita similaridade com as vantagens de cada entidade ou à própria inovação implementada. Alguns processos exigem conhecimento técnico ou tecnológico, outros lidam com conhecimento de mercado, público ou particularidades geográficas.

Alguns unem conhecimentos sobre processos, particularidades do público e programação de aplicativos; treinamento de pessoal e outros conhecimentos aplicados às peculiaridades de cada negócio.

De forma geral, Gestão do Conhecimento é um composto que engloba conhecimento tácito e explícito sobre o trabalho realizado, o conteúdo técnico e tecnológico de cada processo ou atividade e outros conhecimentos documentais associados ao público, nicho ou particularidades geográficas de cada região atingida.

#### 4.4.4 Análise 2020

Em 2020, todas as empresas apontadas oferecem algum tipo de inovação de serviço, com exceção de uma. O número de empresas apontadas estudadas é maior do que o observado em 2019. Mas o número de empresas pesquisadas é menor devido à dificuldade de acesso a algumas empresas: links quebrados, páginas inexistentes ou mudança de endereço eletrônico.

O Quadro 58 a seguir, apresenta uma descrição das plataformas e das respectivas empresas que captaram recursos, considerando o total de empresas aportadas. Importante destacar que nem todas apresentam páginas disponíveis, daí o número discrepante de empresas aportadas em 2020 (41); e de empresas aportadas efetivamente analisadas em 2020 (31).

Quadro 58: Plataformas de *Crowdfunding* e respectivas empresas que receberam aportes em 2020

<b>PLATAFORMA DE CROWDFUNDING</b>	<b>EMPRESA APORTADA</b>
Basement Solucoes De Captacao E Registro Ltda.	Vertigarden Serviços De Jardinagem
	Partyou Intermediações E Serviços
	Noknox Tecnologia Ltda.
	Nextale Produção E Distribuição Literária Ltda
Beegin Soluções Em <i>Crowdfunding</i> Ltda	Engravidia Reprodução Humana Ltda
Btr Serviços De Plataforma Eletronica Ltda	Yucca Pinheiros Empreendimentos Imobiliarios Spe I Ltda
Captable	Oak's Franchise Ltda - Epp
	Argi Sistemas Ltda (Pomartec)
	Inovapictor Consultoria Empresarial Ltda
	Skydrones Tecnologia Avionica S.A.
	Umbler Internet Ltda
	Livima Consultoria Imobiliária Ltda
	Alter Pagamentos Ltda
	Wuzu Serviços Digitais Ltda
	Serall Industria Nacional De Vedacoes Ltda
	Vulpi Contratação De Desenvolvedores Ltda
Mgk Software E Servicos Ltda (Leigado)	
Eqseed Ltda	Joycar Locadora Ltda.
	<i>Horus Aerial Solutions Holding S.A</i>
	Globalbot Tecnologia Ltda
Glebba	Integra Desenvolvimento Urbano Ltda
	Zitune Empreendimentos Imobiliarios Ltda
	Plaza Martin Empreendimentos Imobiliários Spe Ltda
Hurst Serviços De Investimento Coletivo Ltda.	Tca Intermediação De Negócios Ltda
Inco Investimento Participativo Ltda	Mmc Castelo Incorporações Spe Ltda
	Liga Empreendimentos E Urbanizacoes

	Ltda
Kria Investimentos Ltda.	Razor Do Brasil Ltda
Organismo Tecnologia Da Informação Ltda	Cubi Soluções Empresariais Ltda
	Everlog Do Brasil
Start Me Up <i>Crowdfunding</i>	Colmeia Tecnologia Ltda.
	Origem Comércio E Customização De Motos Ltda.
	Jil Alimentos Saudáveis Ltda.
	Aurra Serviços Especializados Ltda
	Trade Food Brasil Ltda.
	Escola De Ensino Endividualizado Ltda.
	Membran-I Intermediacao De Negocios Ltda
	Gauge Invest Tecnologia Em Investimentos Ltda
	Dr. C Serviços E Conteúdos Informativos E Educacionais Ltda
	Unail Tecnologia Ltda.
	Flapper Tecnologia S.A.
Wiztartup Tecnologia Ltda.	Fishtag Soluções Em Pescado Ltda
	Apptite Inovações E Tecnologia Ltda
	X Good Brains Tecnologia Da Informação
	Beepay Soluções Em Tecnologia.

Fonte: O autor (2022).

## 1 – Classificação da Inovação (I 14)

Na sequência (Quadro 59) uma síntese para a Classificação da Inovação extraída do período de análise 2020.

Quadro 59: Classificação da Inovação para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Inovação de serviço. Entrega de alimentos.	CAP 16 Inovação de serviço. Plataforma para venda de imóveis.
CAP 2 Inovação de serviço. <i>FinTech</i> de investimentos.	CAP 17 Inovação de serviço.. Venda de imóveis.
CAP 3 Inovação de serviço. Reprodução humana.	CAP 18 Inovação de serviço. I.A. para empresas.
CAP 4 Inovação de serviço. Venda de imóveis.	CAP 19 Inovação de serviço. Livros virtuais.
CAP 5 Inovação de serviço. Automação de	CAP 20 Inovação de serviço.. Plataforma

lojas.	para condomínios.
CAP 6 Inovação de serviço. Gestão de energia.	CAP 21 Inovação de produto. Comida mexicana.
CAP 7 Inovação de serviço. Auditoria de frete.	CAP 22 Inovação de serviço. Motos elétricas para aluguel.
CAP 8 Inovação de serviço. Aviação executiva.	CAP 23 Inovação de serviço. Gestão financeira para universitários.
CAP 9 Inovação de serviço. Tecnologias para ensino.	CAP 24 Inovação de serviço. Geoprocessamento para pomares.
CAP 10 Inovação de serviço. Administração de carteiras virtuais.	CAP 25 Inovação de serviço. Informática de alto desempenho para empresas.
CAP 11 Inovação de serviço. Processamento de imagens.	CAP 26 Inovação de produto. Vedações industriais de borracha.
CAP 12 Inovação de serviço. Registro de marcas.	CAP 27 Inovação de serviço. Fotografia aérea.
CAP 13 Inovação de serviço. Soluções para engenharia.	CAP 28 Inovação de serviço. Hospedagem de plataformas e sites.
CAP 14 Inovação de serviço. Compartilhamento de caronas corporativas.	CAP 29 Inovação de serviço. Serviço de beleza em domicílio.
CAP 15 Inovação de serviço. Gestão pecuária.	CAP 30 Inovação de serviço. Infraestrutura verde urbana.
	CAP 31 Inovação de serviço.. Recrutamento para a área de TI.

Fonte: O autor (2022).

Em 2020, todas as empresas listadas como captadores de recurso, às quais foi possível acessar as informações, oferecem inovações de serviço, com exceção de **CAP21**. As inovações de serviço apresentadas pelas empresas captadoras em 2020 estão voltadas ou ao público consumidor final, ou são aplicações industriais e/ou agrícolas muito específicas.

Como nos outros períodos analisados, observa-se a presença de construtoras e incorporadoras, que consolidam a ideia já discutida nesta tese de que elas buscam o *crowdfunding* como uma alternativa de captação de recursos de maneira rápida no mercado.

A menor presença de serviços destinados a um público final consumidor parece demonstrar que existe uma volatilidade e fragilidade em serviços e produtos não convencionais ao grande público. Contrariamente a isso, observa-se a consolidação de serviços e aplicações muito específicas para outras empresas, sejam elas da área industrial ou agrícola.

De maneira geral, empresas da área industrial e agrícola parecem apontar para necessidades mais urgentes e aplicações mais claras do que o público em geral; muitas empresas que se repetem ao longo dos anos avaliados como captadores são fornecedores de produtos e serviços para outras empresas, e não ligadas ao público consumidor final, com exceção da área de construção civil, a qual possui relevância em todos os períodos pesquisados.

Duas características principais se distinguem: a predominância de inovações de serviço e de modelos de negócio da área de construção civil (público final); e de fornecedores de serviço para aplicações industriais/agrícolas específicas (Tecnologias de processo, consultorias, assessorias ou monitoramento de processos de produção).

Quanto a aplicações ao consumidor final, observa-se a característica de nicho (localização geográfica, consumidores específicos, públicos urbanos); no entanto, no ano de 2020 quase todas as soluções e inovações são de aplicações para negócios e para melhoria de processos em indústrias/área agrícola.

## 2 – Público-alvo (I 1)

Segue síntese (Quadro 60), da análise de público-alvo para o ano de 2020.

Quadro 60: Público alvo para as empresas do período 2020

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>	
CAP 1 Consumidores de alimentos urbanos.	CAP 16 Pessoas que desejam comprar um imóvel.
CAP 2 Investidores em blockchain e criptos.	CAP 17 Pessoas que desejam comprar um imóvel.
CAP 3 Pessoas que desejam ter filhos e não conseguem.	CAP 18 Empresas que desejam otimizar processos e reduzir impacto ambiental.
CAP 4 Pessoas que desejam comprar imóveis.	CAP 19 Leitores.
CAP 5 Lojistas que desejam automatizar processos.	CAP 20 Condôminos e moradores urbanos.
CAP 6 Empresas que desejam melhorar seu desempenho energético.	CAP 21 Consumidores de comida mexicana.
CAP 7 Transportadoras que desejam otimizar fretes.	CAP 22 Público urbano que deseja transporte livre de emissões.
CAP 8 Executivos. Transporte aéreo executivo.	CAP 23 Universitários.
CAP 9 Alunos.	CAP 24 Fruticultores.

CAP 10 Investidores, administradores de carteiras virtuais.	CAP 25 Empresas e usuários que desejam otimizar gestão e monitoramento de dados.
CAP 11 Empresas agrícolas que desejam realizar mapeamentos aéreos.	CAP 26 Indústrias – vedações industriais.
CAP 12 Empresas que desejam realizar registro de marca.	CAP 27 Empresas agrícolas – mapeamento de áreas.
CAP 13 Projetistas e engenheiros que precisam de assessoria.	CAP 28 Empresas que desejam hospedar domínios ou sites.
CAP 14 Trabalhadores urbanos que desejam compartilhar caronas.	CAP 29 Consumidores finais – serviços de beleza em domicílio.
CAP 15 Pecuaristas que desejam otimizar sua produção.	CAP 30 Pessoas que desejam qualidade de vida em espaços urbanos.
	CAP 31 Profissionais de TI que buscam empregos.

Fonte: O autor (2022).

Na análise de público-alvo para 2020, observa-se o foco em empresas industriais e agrícolas; quando não, consumidores e públicos de áreas urbanas que necessitam de serviços como mobilidade urbana, experiências de consumo em domicílio, sejam produtos ou serviços.

Os resultados sobre o público em 2020 apontam para um impacto da pandemia de Covid 19, onde houve o foco em serviços domiciliares para públicos urbanos; experiências de consumo e compra de imóveis para este público; e novamente empresas com necessidades específicas, que serão discutidas nos próximos quadros e análises.

### 3 – Soluções oferecidas ( I 4)

O Quadro 61 segue demonstrando as principais soluções oferecidas em cada modelo de negócio.

Quadro 61: Soluções oferecidas para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Alimentos sustentáveis entregues em domicílio	CAP 16 Plataforma de compra e venda de imóveis
CAP 2 Soluções em criptomoedas	CAP 17 Venda de imóveis urbanos
CAP 3 Reprodução humana assistida	CAP 18 Inteligência artificial para gestão sustentável em empresas
CAP 4 Empreendimentos urbanos	CAP 19 Livros virtuais interativos e imersivos
CAP 5 Automação de lojas	CAP 20 Plataforma de gestão de condomínios

CAP 6 Gestão de energia eficiente	CAP 21 Experiência de consumo de comida mexicana/californiana
CAP 7 Simplificação de burocracia de fretes	CAP 22 Mobilidade urbana/motos elétricas
CAP 8 Aviação executiva ágil e rápida	CAP 23 Facilitação da vida financeira de universitários.
CAP 9 Mapeamento de prioridades de alunos	CAP 24 Georreferenciamento para fruticultura.
CAP 10 Importação automática de transações	CAP 25 Soluções de informática de alto desempenho para empresas.
CAP 11 Processamento de imagens aéreas de drones.	CAP 26 Vedações de borracha em manutenções industriais.
CAP 12 Integridade do patrimônio de empresas	CAP 27 Mapeamento de áreas.
CAP 13 Soluções integradas em engenharia	CAP 28 Configuração de hospedagem de sites.
CAP 14 Compartilhamento de caronas corporativas	CAP 29 Aplicativo para serviços de beleza.
CAP 15 Software de gestão de propriedades pecuaristas	CAP 30 Infraestrutura verde urbana.
	CAP 31 Plataforma para recrutamento de profissionais de TI.

Fonte: O autor (2022).

Com relação às soluções oferecidas em 2020, a maior parte está associada a experiências de uso de serviços ou ao atendimento de necessidades específicas de pessoas/empresas. Alguns serviços são inovações incrementais de serviços já existentes, trazendo algum elemento diferenciador, como facilitação e automatização de processos internos de gestão em empresas e processos de produção/manutenção. Alguns oferecem serviços para gestão de propriedades agrícolas; soluções em mobilidade urbana.

Algumas soluções são plataformas ou interface de gerenciamento para atividades diversas, como compra e venda de imóveis e recrutamento de profissionais de T.I. Nota-se a presença de prestadores de serviço focados no agronegócio e atividades correlatas, como pecuária. Outras soluções se voltam para otimização de processos internos de gestão, otimização do uso de energia e gestão sustentável.



#### 4 – Gestão da Marca (I 8)

Quadro 62: Gestão da Marca para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Sustentabilidade na produção e distribuição de alimentos.	CAP 16 Confiança e segurança na compra de imóveis.
CAP 2 Confiança em transações de criptos.	CAP 17 Conforto e confiança na compra de imóveis.
CAP 3 Confiança em reprodução assistida.	CAP 18 Economia compartilhada. Soluções inovadoras e disruptivas.
CAP 4 Empreendimentos imobiliários sustentáveis.	CAP 19 Proporcionar entretenimento com leitura interativa.
CAP 5 Confiança na automação de lojas.	CAP 20 Simplificação de processos em condomínios.
CAP 6 Eficiência e ciência de dados.	CAP 21 Trazer experiência de consumo e vivência da cultura mexicana/californiana.
CAP 7 Facilitar processos de gestão de transportes.	CAP 22 Mobilidade urbana com sustentabilidade e segurança.
CAP 8 Certificação Wyvern em aviação executiva.	CAP 23 Gestão fácil, segura, online para universitários.
CAP 9 Tornar o estudo mais eficiente e produtivo.	CAP 24 Automação e otimização de pomares.
CAP 10 Confiança no cálculo do I.R. e importação de transações.	CAP 25 Referência em customização de software para empresas.
CAP 11 Drones de alta performance.	CAP 26 Produtos de excelência para instalações industriais.
CAP 12 Identidade visual e nome de marca.	CAP 27 Fotografia aérea para mapeamento completo de propriedades.
CAP 13 Soluções integradas em engenharia e arquitetura.	CAP 28 Facilidade na hospedagem e gestão de sites.
CAP 14 Ferramenta de mobilidade eficiente e sustentável.	CAP 29 Comodidade em serviços de beleza domiciliares.
CAP 15 Segurança e agilidade em processos de gestão de propriedades pecuaristas.	CAP 30 Transformar espaços, trazendo saúde e bem estar a moradores urbanos.
	CAP 31 Facilidade para contatos entre profissionais de TI.

Fonte: O autor (2022).

A Gestão de Marca para as empresas aportadas no ano de 2020 se assemelha com a missão/valor de cada empresa, embora seja menos claro no texto, em alguns casos. As empresas buscam associar suas marcas com a necessidade/solução oferecida, ou com

características intangíveis para os clientes, como confiabilidade, segurança e praticidade nos processos realizados.

## 5 – Necessidades do Público-alvo

Quadro 63: Necessidades do Público alvo para as empresas do período 2020

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>	
CAP 1 Comprar alimentos remotamente	CAP 16 Necessidade de comprar imóvel.
CAP 2 Investir com segurança	CAP 17 Necessidade de comprar imóvel.
CAP 3 Pessoas que precisam de auxílio laboratorial para ter filhos	CAP 18 Necessidade de automatização de processos
CAP 4 Necessidade de compra de imóvel	CAP 19 Necessidade de interação com livros
CAP 5 Necessidades de automação de lojas	CAP 20 Necessidade de agilizar processos em condomínios.
CAP 6 Necessidade de melhorar performance energética	CAP 21 Experiências com outras culturas (cozinha mexicana/californiana).
CAP 7 Necessidade de agilizar processos de transporte	CAP 22 Necessidade de mobilidade urbana.
CAP 8 Necessidade de transporte executivo	CAP 23 Necessidade de organização de finanças universitárias.
CAP 9 Necessidade de melhorar desempenho escolar de alunos	CAP 24 Necessidade de mapeamento para fruticultores.
CAP 10 Necessidade: administrar carteira e IR	CAP 25 Necessidade de dimensionamento de software para processos gerenciais.
CAP 11 Necessidade de mapear áreas agrícolas.	CAP 26 Necessidade de manutenção industrial (vedações).
CAP 12 Necessidade de registrar marcas	CAP 27 Necessidade de mapeamento de área.
CAP 13 Necessidade de assessoria em engenharia e arquitetura.	CAP 28 Necessidade de hospedagem de sites.
CAP 14 Necessidade de reduzir custos com transporte.	CAP 29 Necessidade de serviços de beleza.
CAP 15 Necessidade de redução de custos em fazendas de pecuária.	CAP 30 Necessidade de bem estar em espaços urbanos.
	CAP 31 Necessidade de buscar empregos na área de TI.

Fonte: O autor (2022).

No Quadro 64, são apresentadas as necessidades do público-alvo, o que também não difere dos objetivos e gestão de marca das empresas em questão. A identificação destas

necessidades, assim como na Gestão de Marca, não é apresentada de forma objetiva pelas empresas, sendo necessário compreender que tipo de inovação ou solução cada uma oferece ao usuário dos serviços.

## 6 – Razão de Existência/missão (TCF12)

Quadro 64: Razão de Existência/missão para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Proporcionar comodidade e praticidade em refeições compradas virtualmente.	CAP 16 Trazer maior agilidade na negociação de imóveis.
CAP 2 Proporcionar confiabilidade em serviços de blockchain e criptomoedas.	CAP 17 Trazer maior agilidade na negociação de imóveis.
CAP 3 Permitir a realização do sonho de um filho para casais que não conseguem ter filho.	CAP 18 Revolucionar negociações B2B. (Business to Business).
CAP 4 Tornar possível a compra de imóveis de forma rápida.	CAP 19 Proporcionar entretenimento multimídia para leitores.
CAP 5 Permitir a lojistas atendimento ágil, 24h por dia. (automação de atendimento e processos).	CAP 20 Proporcionar segurança e agilidade em relacionamentos e processos em condomínios.
CAP 6 Auxiliar empresas na redução de custos com energia.	CAP 21 Proporcionar a experiência da cultura californiana/mexicana.
CAP 7 Facilitar processos de gestão de transportes.	CAP 22 Trazer mobilidade urbana com sustentabilidade.
CAP 8 Proporcionar segurança em missões de negócios.	CAP 23 Auxiliar universitários a gerir suas finanças.
CAP 9 Tornar o ensino mais eficiente e permitir a aprovação de alunos nos vestibulares.	CAP 24 Proporcionar controle de área para fruticultores.
CAP 10 Agilizar processos de gestão de carteiras.	CAP 25 Desenvolver soluções otimizadas em software corporativo.
CAP 11 Trazer informações seguras sobre mapeamento de áreas.	CAP 26 Auxiliar em processos de manutenção industrial.
CAP 12 Zelar pela identidade visual e nome de marca.	CAP 27 Gerenciar áreas com uso de drones para mapeamento de áreas.
CAP 13 Proporcionar soluções integradas em engenharia e arquitetura.	CAP 28 Trazer segurança em hospedagem de sites.
CAP 14 Proporcionar redução de custos em transporte urbano corporativo.	CAP 29 Trazer comodidade e praticidade em serviços de beleza.
CAP 15 Fornecer informações seguras sobre propriedades e indicadores zootécnicos.	CAP 30 Trazer saúde e bem estar para moradores de grandes centros urbanos.
	CAP 31 Segmentar e facilitar o acesso a vagas de emprego para profissionais de TI.

Fonte: O autor (2022).

Conforme observado nos outros anos, a missão de cada empresa se liga a objetivos intangíveis, visando a comodidade e o atendimento de necessidades específicas, embora em alguns casos pareça algo vago e difícil de estabelecer como algo plausível. Em 2020, não foi diferente. Somente com a análise da missão de cada empresa não é possível identificar o produto/serviço ou o tipo de inovação, sendo necessário combiná-la com os outros códigos avaliados; embora seja possível observar que a missão norteia o modelo de negócio de cada empresa.

O discurso sobre a missão, em alguns casos foi identificado diretamente nos textos analisados; em outros, foi extraído de outras informações sobre os objetivos corporativos, *pitch* ou modelos de negócio descritos, onde foi possível obter acesso a estas informações.

## 7 – Produto/Serviço central da empresa (I 8)

Quadro 65: Produto/serviço central para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Comida sustentável/refeições	CAP 16 Plataforma para venda de imóveis
CAP 2 Serviço de intermediação de blockchain	CAP 17 Serviço de compra e venda de imóveis
CAP 3 Serviço de reprodução humana	CAP 18 Plataforma digital/IA para empresas
CAP 4 Serviço de compra e venda de imóveis	CAP 19 Livros virtuais imersivos
CAP 5 Serviço de automação de lojas	CAP 20 Plataforma digital para condomínios
CAP 6 Serviço de otimização de energia	CAP 21 Comida mexicana/californiana
CAP 7 Serviço de gestão de transportes	CAP 22 Motos elétricas para aluguel
CAP 8 Serviço de aviação executiva	CAP 23 Serviço de gestão financeira para universitários
CAP 9 Serviço de suporte a alunos	CAP 24 Serviço de geoprocessamento
CAP 10 Serviço de administração de carteiras	CAP 25 Soluções de informática para empresas
CAP 11 Serviço de processamento de imagens	CAP 26 Vedações de borracha/manutenção industrial.
CAP 12 Serviço de registro de marca	CAP 27 Serviço de fotografia aérea/mapeamento de áreas.
CAP 13 Serviço de planejamento urbano e engenharia	CAP 28 Hospedagem de plataformas e sites.
CAP 14 Serviço de caronas corporativas	CAP 29 Serviço de beleza em domicílio

	Infraestrutura verde urbana.
CAP 15 Serviço de gestão de propriedades pecuárias	CAP 30 Infraestrutura verde urbana.
	CAP 31 Plataforma de recrutamento em TI.

Fonte: O autor (2022).

No ano de 2020, a grande maioria das empresas oferecem serviços, conforme já destacado nesta análise. Observando as páginas na web das empresas aportadas, verifica-se que, mesmo as empresas que vendem algum produto, oferecem experiências de consumo associadas a culturas, comodidades ou estilos de vida específicos.

Quanto aos prestadores de serviço, oferecem soluções para públicos urbanos ou para outras empresas, sejam empresas comerciais ou industriais, destacando uma diferenciação dos modelos de negócio com relação aos outros anos: em cada período, observa-se a concentração de empresas aportadas em serviços muito específicos, para públicos muito restritos.

Neste caso, ou há a diferenciação de serviços já existentes, ou a criação de novos tipos de serviços, em sua maioria associando processos automatizados, plataformas, algoritmos e aplicativos para gestão de empresas, ou intermediação de processos de compra e venda, administração de carteiras ou gestão financeira e de *blockchain*.

## 8 – Tecnologias disponíveis (TCF9)

Quadro 66: Tecnologias disponíveis para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Tecnologias de processo de produção sustentável.	CAP 16 Plataforma de negociação de imóveis.
CAP 2 Algoritmos, tecnologias de intermediação de transações em blockchain.	CAP 17 Tecnologias de construção civil.
CAP 3 Laboratórios e tecnologias de fertilização humana.	CAP 18 IA para empresas;
CAP 4 Tecnologias de construção civil.	CAP 19 Tecnologias digitais para livros interativos.
CAP 5 Tecnologias de automação de lojas; comunicação de lojas.	CAP 20 Plataforma de gestão de condomínios.
CAP 6 Tecnologias para Gestão de Energia eficiente.	CAP 21 Tecnologias de produção de alimentos/refeições.
CAP 7 Tecnologias para Gestão de fretes e cálculo de fretes.	CAP 22 Motos com motor elétrico.
CAP 8 Aviação executiva.	CAP 23 Tecnologia de plataforma de gestão financeira.

CAP 9 Tecnologia para mapeamento de necessidades e prioridades de alunos.	CAP 24 Tecnologias de geoprocessamento para fruticultura.
CAP 10 Tecnologias e plataforma para Gestão de carteiras e cálculo de IR.	CAP 25 Computadores de alta performance para uso empresarial e industrial.
CAP 11 Drones de alta performance; Câmeras de alta resolução.	CAP 26 Vedações de borracha/tecnologias para melhoria de processos industriais.
CAP 12 Tecnologias de análise e rastreamento para certificação de marca.	CAP 27 Tecnologias de fotografia aérea e mapeamento de áreas.
CAP 13 Tecnologias de engenharia e arquitetura.	CAP 28 Plataforma proprietária para hospedagem de sites e outras plataformas.
CAP 14 Plataforma de intermediação de caronas.	CAP 29 Aplicativo para atendimento a serviços de beleza em domicílio.
CAP 15 Software de gestão pecuária.	CAP 30 Tecnologias sustentáveis de infraestrutura verde urbana.
	CAP 31 Tecnologia para gestão virtual de cadastros de empregos em TI.

Fonte: O autor (2022).

A maioria das tecnologias utilizadas para os processos realizados pelas empresas aportadas em 2020 são plataformas e recursos de Tecnologia da Informação, associadas com a intermediação e gestão de processos entre diferentes interessados.

A tecnologia, ou tecnologias utilizadas em cada empresa não é tão simples de ser identificada, e a análise neste ponto pode ficar parcial: delimitar o que é uma tecnologia e como separá-la do conhecimento aplicado muitas vezes não é uma tarefa simples; ou separar algum artefato ou componente físico de uma tecnologia intangível.

De forma geral, aplicativos e plataformas utilizam de sistemas de informação e outras tecnologias de informação que dependem de servidores e computadores, mas também dependem de conhecimentos, programação e dimensionamento de software que tem grande conteúdo de conhecimento aplicado, não apenas com relação à programação utilizada, mas sobre qual é a solução oferecida ou problema dos usuários a ser solucionado.

Por exemplo, **CAP22** oferece soluções de mobilidade urbana com motos com motor elétrico. Neste caso, um motor elétrico é uma tecnologia sustentável facilmente identificada, mas a gestão do uso e acesso dos usuários envolve outras tecnologias, provavelmente alguma plataforma ou interface de acesso ao serviço. Construtoras e incorporadoras utilizam tecnologias de construção e engenharia, mas também de gestão de compra e venda de imóveis. Discutir se tudo isso pode ser considerado como parte das tecnologias disponíveis

pode ser válido para definir que tipo de inovação cada empresa realiza ou detém como propriedade.

Na maioria das empresas apontadas, com relação a tecnologias, portanto, existem elementos físicos, interfaces de intermediação de processos com usuários, e conhecimentos e tecnologias sobre as atividades/problemas a que elas se propõem solucionar.

## 9 – Vantagens intrínsecas (TCF6)

Quadro 67: Vantagens intrínsecas para as empresas do período 2020

CAPTADORES DE RECURSO	
CAP 1 Certificação de produção sustentável	CAP 16 Assessoria imobiliária por meio de aplicativo.
CAP 2 Pioneiro em serviços de blockchain	CAP 17 Conhecimentos sobre mercado imobiliário regional.
CAP 3 Equipamentos e técnicas de inseminação modernas	CAP 18 Soluções disruptivas em IA empresarial.
CAP 4 Empreendimentos e urbanização. Engenharia sustentável.	CAP 19 Interatividade na leitura de livros.
CAP 5 Aplicativo multicanal para automação de lojas.	CAP 20 Plataforma de Gestão de condomínios (radical).
CAP 6 Sistema de Gestão simples e intuitivo.	CAP 21 Comida mexicana/receitas originais do México e Califórnia.
CAP 7 Plataforma única para auditoria de fretes.	CAP 22 Atualização de software, rastreamento e telemetria em motos elétricas.
CAP 8 Certificação Wyvern (Aviação executiva).	CAP 23 Organização da vida financeira de universitários.
CAP 9 Serviço de suporte ao aluno (inovação radical).	CAP 24 Sistema de controle individualizado por planta (fruticultura).
CAP 10 Conhecimentos sobre gestão de carteiras e importação automática de transações.	CAP 25 Dimensionamento de máquinas de alto desempenho e software para empresas.
CAP 11 “Software rápido, seguro e intuitivo”	CAP 26 Produtos de excelência para manutenção industrial (vedações de borracha).
CAP 12 Classificação internacional de produtos e serviços.	CAP 27 Gerenciador de missões; uso de drones de última geração.
CAP 13 Conhecimentos sobre engenharia avançada e sustentável.	CAP 28 Simplificação na hospedagem de sites e plataformas.
CAP 14 Plataforma inovadora; serviço e inovação radicais.	CAP 29 Inovação em serviços de beleza; parceria com empresas e atendimento de funcionários.
CAP 15 Indicadores zootécnicos para	CAP 30 “convívio com a natureza”:

pecuária.	ambientes “verdes”; jardins verticais.
	CAP 31 Recrutamento online para TI (atendimento de nicho de mercado).

Fonte: O autor (2022).

Quando se observa as vantagens de cada tipo de negócio, há uma ligação com o tipo de inovação, com o nicho ou público; com a localização geográfica do negócio ou com uma combinação destes elementos. Por exemplo, alguns oferecem inovações radicais, ou seja, serviços completamente novos em regiões específicas; outros, inovações radicais para um público mais amplo; outros, serviços já existentes com características novas; outros, serviços tradicionais em regiões específicas (construtoras, incorporadoras e imobiliárias), o que depende de conhecimentos sobre público local.

Em outros termos, todos possuem vantagens de algum tipo, quanto ao público, abrangência de atuação, tipo de inovação e especificidade do serviço prestado. Deve-se destacar também que, em alguns casos, é difícil estabelecer o tipo de vantagem de cada empresa apontada, embora isso esteja ligado à própria inovação ou à especificidade do serviço ou produto.

## 10 - Gestão do Conhecimento (I 6)

Quadro 68: Gestão do Conhecimento para as empresas do período 2020

<b>CAPTADORES DE RECURSO</b>	
CAP 1 Conhecimento sobre produção sustentável	CAP 16 Conhecimento sobre assessoria imobiliária.
CAP 2 Conhecimento sobre blockchain e intermediação de criptomoedas.	CAP 17 Conhecimento sobre assessoria imobiliária e características do público.
CAP 3 Conhecimento sobre reprodução assistida e fertilização in vitro.	CAP 18 Uso de inteligência artificial para empresas.
CAP 4 Conhecimento sobre mercado imobiliário regional.	CAP 19 Conhecimento sobre necessidades do público leitor jovem.
CAP 5 Conhecimento sobre automação de lojas.	CAP 20 Conhecimento sobre necessidades de público morador de condomínios.
CAP 6 Conhecimentos sobre otimização do uso de energia por indústrias.	CAP 21 Conhecimento sobre culinária mexicana, cultura mexicana.
CAP 7 Conhecimento sobre formação e fretes e transporte de cargas; gestão de fretes.	CAP 22 Conhecimento sobre mobilidade urbana e manutenção de motos elétricas.
CAP 8 Conhecimento sobre transporte aéreo executivo.	CAP 23 Conhecimento sobre necessidades financeiras de universitários.
CAP 9 Conhecimento sobre prioridades e	CAP 24 Conhecimento sobre



necessidades de alunos pré-vestibulandos	georreferenciamento para fruticultura.
CAP 10 Conhecimentos tributários e sobre administração de carteiras.	CAP 25 Conhecimento sobre dimensionamento de software e máquinas para uso empresarial.
CAP 11 Conhecimento sobre operação de drones e tratamento e processamento de imagens.	CAP 26 Conhecimento sobre manutenção industrial.
CAP 12 Conhecimento sobre registro de marcas e concessão de registro a empresas.	CAP 27 Conhecimento sobre gerenciamento de missões de drones; operação de drones e processamento de imagens.
CAP 13 Conhecimento sobre engenharia e arquitetura.	CAP 28 Conhecimento sobre hospedagem de plataformas e sites.
CAP 14 Conhecimento sobre mobilidade urbana executiva.	CAP 29 Conhecimento sobre serviços de beleza.
CAP 15 Conhecimento sobre pecuária, maejos, taxas reprodutivas e indicadores zootécnicos.	CAP 30 Conhecimento sobre infraestrutura verde urbana.
	CAP 31 Conhecimento sobre gestão de TI.

Fonte: O autor (2022).

A Gestão do Conhecimento em 2020 abarca elementos variados, desde necessidades do público, até aspectos técnicos associados a processos industriais, gestão de lojas e empresas, indústrias; conhecimentos sobre gestão de propriedades rurais pecuárias.

A Gestão do Conhecimento é identificada juntamente com as tecnologias disponíveis e as vantagens de cada negócio, sendo difícil realizar uma separação clara ou trabalhar cada aspecto de maneira isolada. No entanto, enquanto as tecnologias agrupam artefatos e a base física de operação das atividades de cada empresa, a Gestão do Conhecimento traz apenas elementos intangíveis sobre as questões relativas a suas atividades.

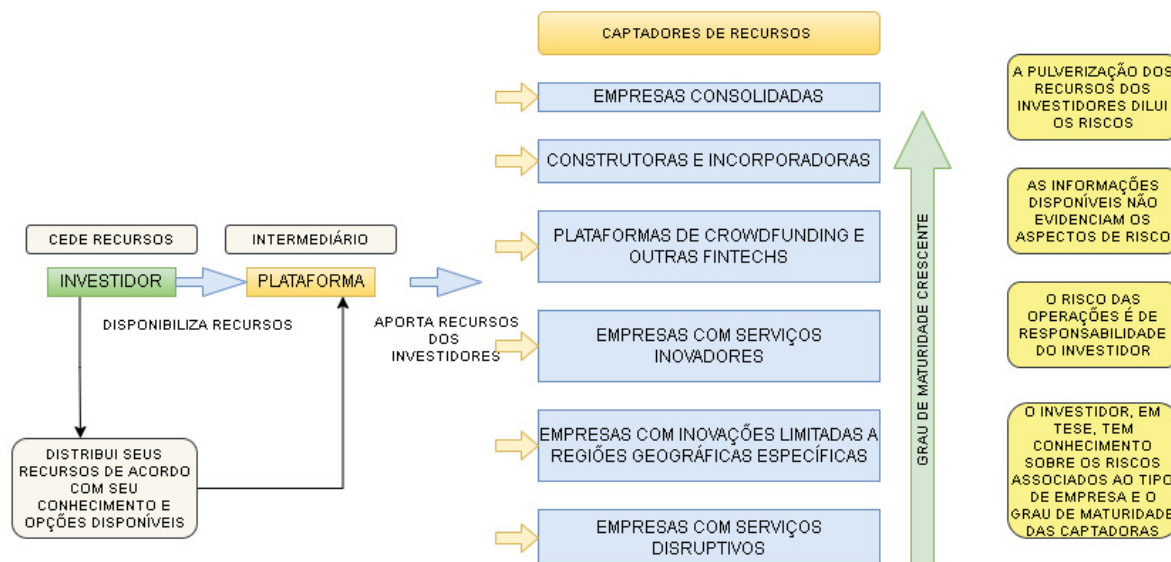
Não existem informações detalhadas fornecidas pelas empresas aportadas, que indiquem especificamente como a Gestão do Conhecimento é realizada ou quais são os principais conhecimentos disponíveis em cada uma. De forma geral, os conhecimentos envolvem os aspectos intangíveis da própria inovação, o conteúdo não físico das tecnologias aplicadas e outras questões relativos à necessidade de usuários e aspectos mercadológicos.

#### 4.4.5 Estrutura de Pesquisa e confronto com a Teoria

A Figura 9 apresenta uma estrutura, resumindo os elementos encontrados nos resultados dos quatro anos incluídos na pesquisa. Esta estrutura ajuda a compreender as

principais relações, observações do pesquisador e algumas conclusões que puderam ser obtidas a partir da análise dos dados qualitativos.

Figura 9: Estrutura básica dos resultados encontrados



Fonte: O autor (2022).

Dentro das relações obtidas, observa-se a variedade de modelos de negócio que buscam recursos por meio do *crowdfunding*. O estudo das empresas captadoras e os serviços que oferecem permitem concluir que existem negócios em graus variados de maturidade, porte e tipos de serviços prestados.

Como, dentro das informações pesquisadas e pela abordagem que foi utilizada não foi observado o aspecto de risco das operações, chegou-se à conclusão de que mais regulação não ajudaria o investidor a tomar decisões ou a protegê-lo do risco; mas que a pulverização de seus recursos em inúmeros projetos diferentes e o conhecimento do investidor sobre particularidades de cada negócio e a variedade de negócios e projetos disponíveis contribui para a mitigação ou minimização dos riscos que porventura possam estar associados a cada projeto.

Muito embora as informações disponíveis para o pesquisador não permitem concluir a presença de riscos; estes se fazem presentes. Como pode ser observado, a natureza da metodologia e das informações encontradas não contempla nem risco, nem a influência do regulador. Dentro das operações já realizadas, e dada a variação e quantidade de empresas captadoras, o risco das operações, em teoria, é de conhecimento do investidor e, portanto, a regulação atual é suficiente para protegê-lo de eventuais riscos (não associados ao risco de investimento em si ou da própria inovação, inerente a qualquer operação de investimento).

Utilizando como base a estrutura apresentada na Figura 9, onde foram demonstrados, de forma simplificada, os principais resultados encontrados na análise das plataformas e empresas captadoras, podem ser realizadas algumas associações com o conteúdo estudado no Referencial Teórico.

A diversidade de empresas captadoras de recursos evidenciada, indo desde empresas consolidadas até empresas com produtos e serviços disruptivos, corrobora duas grandes acepções da literatura: o porte e o tipo de negócio (setores tradicionais ou novos modelos de serviços) influenciam na estratégia de inovação, conforme bem estabelecido por Carvalho e Yordanova (2018). Outro ponto é que esta variabilidade de modelos de negócio e portes diversos demonstra diferentes graus de maturidade dos negócios estudados, o que aponta para a questão do posicionamento estratégico quanto ao tipo de inovação num ambiente de competição, visível nos trabalhos de Penrose (1995).

A grande quantidade e diversidade de modelos de negócios encontrados em *crowdfunding* indica as diferenças em ambientes competitivos e composição do público e da demanda, corroborando com os trabalhos de Kesting e Günzel-Jensen (2015); e de Vitoreli e Gobbo (2013). Estes últimos autores discorrem sobre a busca de novas fontes de lucro e pesquisa de fatores de crescimento, verificado na composição de negócios com especificidades locais, seja na própria inovação, ou na exploração de oportunidades de atendimento a demandas específicas sob o ponto de vista do recorte geográfico ou da identificação de necessidades para públicos bem segmentados em ambientes urbanos.

A diversidade dos modelos de negócio encontrados poderia sugerir a questão das ineficiências no acesso à informação e sua assimetria, descritos por Choi, Lee e Ham (2016); o que poderia suscitar estudos futuros para verificar este aspecto hipotético.

Em vários casos observou-se o desenvolvimento de estratégias de criação e manutenção da demanda, mesmo em setores tradicionais, como construtoras e incorporadoras, onde a apresentação das informações aos investidores e público consumidor atenta para elementos de diferenciação e de atendimento à qualidade de vida e experiências de consumo. Sobre estratégias de criação e manutenção da demanda, há os trabalhos semanais de Bradonjic, Franke e Lüthje, (2019); Löfqvist, (2017); e Chaochotechuang e Mariano, (2016).

Além disso, o uso de estratégias de inovação mais simplificadas e não disruptivas são estudadas por Gancarczik e Gancarczik, (2018), onde os autores argumentam que muitas empresas não precisam de grandes investimentos ou de inovações disruptivas, mas que conseguem sustentar a demanda com pequenas mudanças simplificadas que já trazem algum retorno comercial, como evidenciado por Schumpeter (1982). Esta é a realidade de muitas

empresas tradicionais nos setores de construção civil avaliadas, cuja análise de *core business*, segundo conceito destacado no Manual de Oslo (2010) e Chaochotechuang e Mariano, (2016), é o da compra e venda de imóveis, embora com uma estratégia de propaganda ligada à experiência do usuário (inovação de serviço).

Sobre os modelos de negócio disruptivos, e observando a característica de *startups* em sustentarem sua estratégia na inovação, conforme Carvalho e Yordanova (2018); isto pode ser identificado em parte considerável dos modelos de negócio estudados, onde o serviço ou produto oferecido possui alto conteúdo de conhecimento.

Alguns modelos de negócio apostam em modelos profundamente inovadores ao oferecer ao público algo não existente anteriormente, o que também se configura como uma abordagem sistemática de pequenos negócios, onde novos modelos de negócio recombina recursos já existentes de forma a produzir resultados novos e destacados. Estas questões foram amplamente debatidas nos trabalhos de Kesting e Günzel-Jensen (2015), e no clássico livro de Penrose (1995), onde a autora discorre sobre o uso dos recursos já existentes em recombinações.

Sobre esta disrupção e foco em atendimento de necessidades específicas, conforme visto em várias empresas captadoras prestadoras de serviço e nas plataformas intermediadoras (que focam em apenas um tipo de serviço financeiro, isto é, *Equity Crowdfunding*), foi encontrado um paralelo com os estudos de Edwards (2017); Carvalho e Yordanova (2018); Choi, Lee e Ham, (2016); e Kesting e Günzel-Jensen (2015), onde estes autores discutem a importância da especialização produtiva como criador de diferencial competitivo.

O uso destas especificidades de mercado e de características de segmentação do público e geográficas, além da exploração de vantagens de recursos internos, visível em várias empresas aportadas, corrobora os trabalhos de Garnsey e Heffernan (2015); e Nassar, Khalid e Al-Mahrouq (2014). Outrossim, estas características do mercado indicam, em muitos casos, seu uso como recursos de informação e conhecimento para a criação de inovações, o que é corroborado por Dahlander e Gann (2010), em seus estudos sobre a receptividade de ideias e estes processos de criação do conhecimento para a geração de demandas de inovação e criação de público.

Sobre o tamanho dos aportes e a questão das empresas que não alcançaram os valores mínimos de captação; bem como ao próprio acesso à modalidade de financiamento em *Equity Crowdfunding*, isto possivelmente poderia apontar para ineficiências no acesso à informação, segundo o conceito desenvolvido por Choi, Lee e Ham (2016). Em estudos

futuros, esta assimetria no acesso à informação poderia ser estudada nos tipos de investidores presentes nestas operações.

A própria estrutura apresentada na Figura 9 demonstra a composição das diferentes entidades interessadas no processo de *Equity Crowdfunding*, cuja interação produz o resultado final, isto é, realizar o aporte de recursos nos diferentes modelos de negócio envolvidos. Sobre a resolução de conflitos e conjunção de interesses entre diferentes entidades, ou *stakeholders*, muito é discutido no trabalho de Löfqvist (2017).

Nesta mesma seara, a realização dos aportes e a consequente aplicação destes recursos de investidores em negócios inovadores, intermediados pelas plataformas de *Equity Crowdfunding*, demonstra que esta inovação não é um processo isolado, mas, sim, estruturado, cuja execução envolve a concatenação de interesses de partes diferentes dentro de um fluxo de processo, conforme estudado por Edwards (2017).

Nesta linha, há uma interdependência de interesses cujo resultado, em última análise, é a aplicação de recursos que ora podem se converter em Inovação: tal processo se conclui com a obtenção dos retornos comerciais esperados e cuja avaliação só pode ser realizada *a posteriori*, conforme já explicado e definido por Schumpeter (1982) sobre o conceito de inovação e a sua indissociação do elemento econômico, comercial e competitivo.

Tal afirmação, num estudo das operações de crowdfunding, poderia se realizar em outros trabalhos, uma vez que analisar o sucesso dos aportes ou efetivamente sua conversão em retornos comerciais foge absolutamente ao escopo do presente estudo.

Por fim, em todas as empresas aportadas, observa-se a importância do uso de informações externas como recurso de inovação e sua conversão em oportunidades de mercado, conforme bem destacado por Tomaselli e Di Serio (2013) e Hyytinen, Pajarinen e Rouvinen (2015).

## 5 CONCLUSÕES

Este capítulo final do trabalho relata os principais resultados encontrados e conclusões emergentes. Para tanto, são resgatados os objetivos para identificar se foram atingidos. Também é retomada a pergunta inicial de pesquisa, buscando-se responder a partir de argumentos oriundos da literatura e dos resultados encontrados.

Ao final do capítulo, são apresentadas algumas limitações do estudo. Como o tema não se esgota nesta tese, também são apresentadas possibilidades de pesquisas futuras para a continuidade da discussão.

### 5.1 OBJETIVOS E PERGUNTA DE PESQUISA

Nesta seção, são resgatados os objetivos da tese, geral (Seção 1.3 desta tese) e específicos (Seção 1.4 desta tese), bem como a pergunta de pesquisa inicial.

#### 5.1.1 Objetivo Geral

Na sequência, é retomado procura-se responder o Objetivo Geral desta pesquisa, e desenvolve-se a discussão dos resultados encontrados:

**Verificar as características das entidades atuantes dentro de uma operação de financiamento coletivo intermediada pelas plataformas de *crowdfunding* à luz da Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma.**

A partir disto, foi gerada a seguinte Pergunta de Pesquisa:

**Quais são as características apresentadas pelas entidades componentes do processo de *crowdfunding* à luz da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma?**

Os resultados apontaram que foi possível identificar as características, de forma descritiva, das entidades atuantes dentro de uma operação de *crowdfunding*, ainda que de forma parcial.

A forma como a pesquisa foi conduzida, os métodos de coleta utilizados e o acesso às informações disponíveis focaram nas informações fornecidas pela entidade empresas aportadas; não foram levantadas informações junto aos investidores.

Outra justificativa para a exclusão dos investidores nesta análise é a grande quantidade de participantes em cada oferta pública nas operações de *crowdfunding*. Esse

público é externo às empresas, às plataformas e aos órgãos reguladores; portanto sua identificação é complexa, especialmente em função das regulações de sigilo bancário.

Dessa forma, este é o primeiro ponto que tornou muito difícil encontrar informações concernentes ao risco dos investidores, uma vez que estas entidades ficaram de fora da análise. Em outras palavras: tanto plataformas quanto empresas aportadas oferecem informações que podem ser extraídas como fonte secundária de dados: o mesmo não ocorre com os investidores.

A forma como a metodologia foi construída identificou diferentes características das entidades (referindo-se aqui às plataformas e as empresas captadoras); no entanto, não foi construído uma estrutura que tornasse possível a identificação do risco.

Conforme destacado na literatura sobre regulação de *FinTechs*, um dos aspectos mais importantes da necessidade de regulação e controle das operações realizadas por estas empresas financeiras virtuais (em particular, *crowdfunding*) é a mitigação dos riscos para os investidores, que podem sofrer onus em operações fraudulentas. Este aspecto não foi contemplado nesta tese, uma vez que o risco destas entidades (investidores), não pôde ser contemplado devido à exclusão desta figura na análise;

Desta forma, a presente tese não conseguiu evidenciar a necessidade de mais regulação, mesmo partindo do pressuposto de que mais regulação pode mitigar riscos de fraudes e ônus aos investidores. Além disto, destaca-se que é natural que *FinTechs*, investidores e captadores de recurso desejem maior liberdade para exercer suas operações, e, portanto, menos regulação. Caso contrário, em curto espaço de tempo, as *Fintechs* vão se deparar com os mesmos óbices para crescimento e maior agilidade dos grandes bancos, sem o poder econômico deles.

Três pontos foram observados para argumentar contra a necessidade de mais regulação:

- (1) a inexistência/não observância de riscos nas operações realizadas pelas plataformas e pelas empresas aportadas, ao menos de acordo com a metodologia utilizada para se coletar informações fornecidas por estas entidades;
- (2) a não-contemplação dos investidores como unidade de análise, devido à sua inadequação dentro da metodologia utilizada;
- (3) A diluição dos riscos dos investidores, devido à grande variedade de modelos de negócio, tipos de negócio ou plataformas disponíveis para investimento; argumenta-se que a pulverização destes investimentos diminui a necessidade de se elaborar novos dispositivos na

Instrução 588 para oferecer mais proteção aos investidores. Cada um destes pontos será destacado a seguir.

**(1) a inexistência/não observância de riscos nas operações realizadas pelas plataformas e pelas empresas aportadas.** A metodologia contemplada considera os elementos de análise de Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma. As informações disponíveis nas páginas da web e relatórios discriminam apenas as entidades “plataformas de *crowdfunding*” e “empresas aportadas”, deixando de fora a figura do investidor.

Não existem informações disponíveis para o público com relação aos investidores como unidade de análise, impossibilitando sua observação e justificada exclusão dentro desta tese. Os relatórios apresentados pela CVM apenas destacam os valores totais de captação atingidos, valores mínimos de captação exigidos e valores mínimos de investimento individual para cada oferta lançada, não trazendo este detalhamento de quem são os investidores, seus interesses e o quanto cada um investiu.

Argumenta-se que tais informações com relação a investidores são sigilosas, abertas apenas à própria CVM e às plataformas de *crowdfunding*. Os elementos de análise de Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma naturalmente não abordam diretamente os aspectos de risco e regulação.

Desta forma, pela escolha das entidades “Plataformas de *Crowdfunding*”, e “Empresas aportadas”, OU “Captadores de recurso”, e pelo próprio conteúdo dos eixos teóricos utilizados para a geração dos códigos, as informações sobre riscos não foram evidenciadas nos materiais coletados.

Isto não significa que não existam riscos associados à própria Inovação. Existem riscos inerentes ao investimento à inovação e ao lançamento de ofertas, como foi bem destacado em seção específica sobre Gestão da Inovação. Mas estes riscos não foram identificados nas informações fornecidas. Estas informações, dados secundários oriundos das páginas destas empresas, podem ser algo enviesadas, produzidas pelas próprias empresas.

Um dos argumentos desta tese, depois de se analisar as informações fornecidas e destacadas na seção 4.4 (Etapas da Análise), é a dificuldade na identificação dos riscos da inovação com a metodologia que foi utilizada. Mesmo considerando o detalhamento das informações fornecidas por entidades que querem atrair captadores de recursos (as plataformas); e entidades que desejam obter recursos e convencer os investidores da segurança e escalabilidade de suas operações.



Este aspecto de risco da inovação foge ao escopo desta tese, porque as informações disponíveis não permitem análises quantitativas, contemplando valores de investimentos, taxas de retorno e outros índices financeiros. Cabe destacar a necessidade de sigilo durante as fases de captação de recursos e desenvolvimento dos projetos, para garantir o sucesso das inovações desenvolvidas.

**(2) A não-contemplação dos investidores como unidade de análise, devido à sua inadequação dentro da metodologia utilizada.** Os investidores, sendo aqueles que esperam algum retorno sobre os valores investidos, figuram como a parte que está sujeita ao maior risco nas operações.

Existem algumas plataformas de *crowdfunding* que operam fora do escopo e da tutela da CVM e da Instrução 588; estas operações fora do âmbito da CVM não foram contempladas pela presente tese. Nesta seara, o risco das operações, principalmente para os investidores, é maior; se não há tutela legal ou presença do regulador, tais operações podem ser consideradas irregulares e sujeitas a fraudes para investidores.

Os mecanismos fornecidos pela CVM, enquadrando e conceituando uma plataforma de *crowdfunding*, suas responsabilidades e obrigações perante investidores e captadores; e os termos, direitos e obrigações de empresas que desejam captar recurso auxiliam nesta mitigação de riscos ao investidor; ao menos é este o objetivo principal do regulador. Isto foi discutido em capítulo prévio, sobre a necessidade da regulação e o papel dos órgãos do Sistema Financeiro como norteadores do processo, em geral, e da Comissão de Valores Mobiliários, em particular.

Argumenta-se que alguns modelos de negócio das empresas podem ser equivocados, ou que apresentam baixa barreira de entrada, permitindo o acesso de empresas com negócios potencialmente disruptivos ou inovadores. No entanto, nem sempre isso é verificado na realidade: muitas empresas aportadas podem não obter a escalabilidade desejada, e então podem ter dificuldade em honrar com seus compromissos com os investidores. Novamente é importante destacar a característica de investimento de risco, sempre evidenciada para o investidor. Os aportes em empresas, por meio de Plataformas de *Equity Crowdfunding* são caracterizados como Renda Variável, ou seja, o investidor deve ter ciência das possibilidades de ganho e de perda no negócio.

No entanto, a CVM prevê mecanismos de reembolso e de garantias aos investidores, embora ainda exista um risco associado a estas operações.

**(3) Diluição dos investimentos, baixo nível de conhecimento do investidor e valores baixos em cada aporte. “Especialização” de investidores capacitados em**

**negócios específicos, setores específicos ou plataformas que atuam com apenas empresas de um tipo ou com o mesmo modelo de negócio.**

O terceiro argumento contra a necessidade de mais regulação se refere à questão da diluição dos investimentos. Como observado na análise, a grande quantidade de empresas aportadas e modelos de negócio em diferentes setores permite uma pulverização dos investimentos, em tese diminuindo o risco ao investidor, que consegue mitigar estes riscos com tal pulverização.

Caso ocorra algum tipo de fraude ou perda, esta será pequena, devido ao pequeno valor investido em cada projeto. Como os valores exigidos para investidores não qualificados são baixos, com o *crowdfunding* é possível investir muito pouco em cada oferta; portanto havendo perda, esta será mínima.

Em muitas plataformas, existem modelos de negócio muito diferentes entre si; quando envolvem investidores não qualificados, não é exigido um nível de conhecimento elevado para o investimento. No entanto, existem algumas plataformas que se especializam em um determinado setor econômico ou produtivo.

Um exemplo evidente são as plataformas com aportes para empresas do ramo de construção civil; o *crowdfunding* se converteu em uma ferramenta de captação rápida e simples para empresas de construção.

Estas empresas não oferecem necessariamente algum tipo de inovação radical, apresentando projetos de construção tradicionais ou convencionais. Apenas algumas descrevem seus modelos de negócio como inovadores quando oferecem “construções sustentáveis”, ou “experiências de moradia sustentável” e “espaços verdes” como atrativos para clientes e potenciais investidores.

A conclusão é a de que o *crowdfunding* não é apenas utilizado para modelos de negócio disruptivos, mas como uma alternativa mais rápida e não burocrática de acesso a recursos por setores tradicionais, como é o caso da construção civil. De acordo com a metodologia usada nesta tese, a inovação está presente nos modelos de negócios apresentados, mas nem sempre são grandes modelos disruptivos.

Setores como a construção civil, em tese, oferecem maior segurança aos investidores devido aos projetos, incluindo planos financeiros e projeções financeiras de vendas, serem construídos em prazos maiores e com mais detalhes; além de ser um setor tradicional. Em empresas que oferecem inovações radicais, especialmente em serviços, é preciso demonstrar o potencial de escalabilidade do negócio.

As empresas que não atingiram os valores mínimos de captação não foram abordadas nesta tese, focando-se nos modelos de negócio que realmente receberam os aportes ao fim das ofertas. Ao se observar algumas das empresas que não captaram recurso, nota-se que os websites, em alguns casos, deixaram de existir.

Estudar as razões deste insucesso pode ser um ponto para estudo futuro. Possivelmente existem modelos de negócio ou empresas que constroem modelos ou projeções sem qualquer base financeira ou planejamento a longo prazo; muito provável que caiam numa falácia do sucesso “fácil”, observado em empresas com alto grau de inovação, menor especialização hierárquica e rotinas de trabalho não fixas. Esta é uma hipótese para trabalhos futuros.

Algumas empresas podem apostar em modelos aparentemente inovadores sem qualquer pesquisa ou informação do mercado a que desejam atender; e portanto, não conseguem se sustentar ao teste do mercado. No entanto, esta é uma possibilidade que pode ser contemplada em outras ocasiões, e é apenas uma hipótese baseada no que foi observado.

Outrossim, as informações disponíveis para este pesquisador podem não corroborar às informações repassadas para os investidores; devido ao acesso mais limitado ao material secundário oferecido por estas empresas.

### 5.1.2 Objetivos específicos

Nesta subseção estão detalhados os resultados obtidos a partir dos objetivos específicos propostos.

**- Cruzar os elementos de análise da Teoria do Crescimento da Firma e da Gestão da Inovação com as informações fornecidas pelas entidades atuantes nas operações de *crowdfunding*;**

Este objetivo foi atingido na seção 4.4, onde foram destacadas todas as plataformas e empresas com captações bem sucedidas. A fonte de informação é baseada nos relatórios extraídos do *website* da CVM. Tais relatórios contemplam quatro períodos, desde 2017 até 2020. Os relatórios são emitidos todo mês de março, referentes ao ano anterior. Conforme já destacado, não foi possível obter os resultados para o exercício 2021, devido às limitações de tempo e prazo desta pesquisa.

Na seção 4.4, foram catalogadas em quadros todas as empresas aportadas por ano (2017 a 2020), com uma breve descrição dos elementos e códigos mais encontrados com base na literatura de Gestão da Inovação e Teoria do Crescimento da Firma.

**- Extrair informações sobre as atividades realizadas pelas plataformas de *crowdfunding* e os captadores de recursos a partir dos elementos de análise propostos;**

Este objetivo foi atingido. A seção 4.4 (Etapas da Análise) destaca todas as informações extraídas em Websites e outros arquivos de mídia sobre as atividades realizadas pelas plataformas e pelos captadores de recursos.

A identificação de plataformas e empresas captadoras de recurso seguiu os Relatórios Anuais de Ofertas Encerradas, publicados anualmente pela CVM. A base para selecionar que tipo de informações seriam extraídas partiu dos elementos de análise e códigos gerados pela pesquisa, e as informações foram sintetizadas em forma de quadros e breves descrições na sequência de cada quadro. A análise e descrição destas informações obedeceu ao critério de ano de exercício das operações, publicadas pela CVM e disponíveis em seu *website*, desde 2017 até o último ano disponível à época das análises (2020).

**- Verificar como o ambiente regulatório se relaciona com as *FinTechs* de *crowdfunding* e captadores de recursos quanto às operações realizadas por estas entidades do sistema;**

Conforme destacado neste capítulo (Conclusões), as informações fornecidas pelas empresas aportadas e plataformas de *Crowdfunding* não fornecem subsídios que corroborem a necessidade de mais regulação para as operações realizadas, diluindo o risco dos investidores numa ampla gama de investimentos, devido à grande variedade de modelos de negócio contemplados nas ofertas públicas, como observado na seção 4.4 (Etapas da Análise).

Quanto aos códigos utilizados (oriundos da Gestão da Inovação e da Teoria do Crescimento da Firma), estes também não contemplam o ambiente regulatório, e portanto a metodologia contemplada nesta tese não permite identificar elementos regulatórios ou relativos aos aspectos de risco. Além disso, não foram estudadas as entidades “Investidores”; devido ao recorte utilizado na coleta de informações e ao acesso às informações disponíveis, ponto já destacado anteriormente.

Portanto, caso o objetivo seja reformulado para “Verificar SE o ambiente regulatório se relaciona com as operações realizadas por *FinTechs* e Captadores de recurso a partir dos eixos teóricos estudados; podemos afirmar que o ambiente regulatório, no atual estágio da legislação do país e normatização da CVM e Banco e Central é suficiente para garantir as operações. Em toda a documentação analisada nada foi verificado de reclamações entre as

partes, descumprimentos de objetivos de negócios propostos; ou ainda, mal uso dos recursos captados.

**- Descrever o papel da regulação quanto à mitigação de riscos a partir das informações coletadas e eixos teóricos propostos.**

Conforme discutido em seção específica sobre regulação, foi identificado que um dos principais objetivos da regulação é justamente a mitigação de riscos, em especial o risco aos investidores.

Um elemento importante a ser considerado é o portfolio de vantagens ou inovações oferecidas pelos modelos de negócio pesquisados. De forma geral, as inovações e soluções oferecidas pelas empresas aportadas estão ligadas aos clientes potenciais, e não aos investidores. Ou seja, oferecem soluções para problemas específicos, como visto na análise.

A apresentação das informações pelas empresas captadoras de recursos, na forma como são observadas pelo usuário ou pesquisador, não detalha todos os aspectos dos projetos presentes e futuros, ou destinação de recursos. Estas informações são mais generalistas e compreendem visões resumidas do que cada empresa realiza, e informações mais detalhadas não estão disponíveis. No entanto, isto não significa dizer que investidores não têm acesso a informações mais específicas sobre os projetos nos quais investiram; no entanto, não estão disponíveis para o público em geral.

Este tipo de informação pode ser útil para a tomada de decisão dos investidores, facilitando a pulverização de seus recursos em negócios com potencial real de crescimento. Argumenta-se que uma descrição mais clara do modelo de negócio e seu potencial de escalabilidade para os investidores possa trazer maior segurança ao crescimento do negócio devido ao maior aporte que poderia advir disso.

Esta é apenas uma inferência a partir da análise da variedade e maturidade de diferentes modelos de negócio que buscam recursos por meio do *crowdfunding*: a quantidade de modelos de negócio diferentes permitiria a pulverização dos investimentos, enquanto as informações mais detalhadas sobre as aplicações, destinações e projeções de cada projeto ajudam na escolha dos melhores projetos por parte do investidor, embora isso precise de uma investigação mais detalhada em outro momento ou estudo.

Neste caso, não seria a regulação que oferece maior segurança às operações: as empresas aportadas ou que lançam ofertas públicas em *crowdfunding* deveriam construir ou desenvolver um modelo que demonstre a clientes e investidores as potencialidades de crescimento de seu negócio. Aqui se justifica a necessidade de se definir público alvo, tipo de

inovação e soluções oferecidas. A partir das análises realizadas, observa-se que muitas informações estão simplificadas e não especificam quais projetos desejam financiar, o potencial destes projetos e alguma projeção mais concreta sobre o projeto. Isto poderia afastar potenciais investidores.

Uma descrição mais clara desse modelo deve ser capaz de se tornar escalável e factível para os investidores; bem como com os clientes. O aspecto de risco está envolvido no sentido de que cada modelo, em geral, mas não sempre, lança ofertas para convencer os investidores em primeiro lugar, e depois lança o negócio para atrair potenciais clientes. Isto ocorre em empresas ou *startups* nascentes. Outras são empresas consolidadas, ou em setores mais tradicionais e “factíveis” para potenciais investidores que não têm conhecimento sobre áreas que oferecem inovações radicais ou modelos mais agressivos.

Algumas empresas já estão estabelecidas, com uma carteira de clientes e um mercado formatado; para estas, possivelmente, a segurança das transações e o retorno para os investidores são, em tese, mais garantidos. É o caso para as construtoras e incorporadoras, cujo Mercado está estabelecido, o setor de atuação é tradicional, especializado, e já conhecido pelos investidores mais tradicionais.

Quanto aos negócios disruptivos ou modelos com alto grau de inovação, é necessário maior detalhamento da natureza do serviço a ser prestado. O argumento é de que algumas empresas podem estar vendendo ou oferecendo algo que pode não ter um apelo ao público, ou sem potencial de crescimento, ou mesmo plano de expansão e sustentação criado. Essa identificação ocorreu ao se analisar o conteúdo das informações prestadas e a natureza dos produtos/serviços prestados. Quanto ao primeiro aspecto (conteúdo), em alguns casos, as informações fornecidas eram insuficientes para se compreender quais eram os produtos ou projetos desenvolvidos pelas empresas.

Nas operações de *crowdfunding*, observa-se que ainda falta um amadurecimento e conhecimento sobre como as operações ocorrem, e que mais regulação pode diminuir ou prejudicar a confiança dos investidores em negócios que precisam de excesso de proteção, devido a uma potencial fragilidade de cada modelo de negócio disruptivo. Com as informações fornecidas, não é possível identificar estas fragilidades.

Daí a necessidade de informações mais detalhadas e projeções de retorno sobre os valores aportados. A simples análise de texto e conteúdo não pode identificar riscos e fragilidades de projetos de forma clara, sendo possível realizar apenas inferências. Em estudos futuros, ressalta-se a importância de desenvolver modelos e projeções financeiras para

projetos em *crowdfunding*, aumentando a confiança dos investidores e melhorando o prospecto de mais investidores.

Como observado na literatura sobre Gestão da Inovação, existe sempre o risco do negócio, ou do investimento em inovação. Em empresas com negócios disruptivos ou com inovações radicais, este risco é maior, em tese. Neste caso, tal risco não advém de uma possível fraude, mas do próprio risco do investimento em inovação. E como tal investimento provém do *crowdfunding* (pequenos investidores); são estes os maiores afetados. Embora deva ser destacado que o pequeno investidor está ciente dos riscos ao investir em *equity crowdfunding*: assume os riscos de uma operação de renda variável, embora informações mais detalhadas poderiam ajudá-lo a minizar estes riscos ao pulverizar seus recursos em vários projetos.

Mas, novamente, isto é contrabalançado pela pulverização dos investimentos em vários setores, diversos em escalabilidade, porte e natureza dos serviços prestados e inovações oferecidas. Portanto, mais regulação não ajudaria mitigar estes riscos: os riscos da inovação são inerentes destas operações; possivelmente uma melhor estruturação de um plano financeiro ou projeção de crescimento auxilie o investidor em sua decisão de investir.

O investidor está ciente de todos os riscos inerentes às operações de investimento em *crowdfunding*; no entanto, se as empresas que buscam recursos desenvolverem planos e projeções mais concretas sobre o que realizam, os investidores podem, ao pulverizar seus recursos, buscar identificar que projetos oferecem riscos menores e retornos maiores.

É claro, o investidor não precisa da tutela do regulador para aplicar seus recursos; precisa de mais informações que facilitem sua tomada de decisões em investimento em *crowdfunding*. É interesse da empresa captadora fornecer informações detalhadas para atrair mais investidores. Aqui, não se justifica mais intervenção do regulador sob o ponto de vista de legislar sobre obrigações de investidores, plataformas e captadoras, mas talvez em monitorar a qualidade e profundidade das informações fornecidas pelos captadores aos investidores sobre a natureza e as projeções de retorno de projetos.

Neste caso, o regulador apenas deveria prever maior detalhamento destes planos e projeções de crescimento, para auxiliar o investidor em suas decisões, e não criar mais mecanismos de proteção que em nada ajudariam no processo de tomada de decisão dos investidores. Não obstante, deve-se destacar aqui que a quantidade de informações à disposição do investidor na modalidade *crowdfunding* ainda é menor do que aquela disponível para o investidor de uma bolsa de valores, e que, mesmo o investidor em *crowdfunding* tendo conhecimento dos riscos e de posse das informações disponíveis, teoricamente tem menor

acesso formal a recursos e informações do que alguém que investe em ações por meio de bolsa de valores.

E este é outro ponto contra a necessidade de mais regulação. As ofertas de ações em bolsas de valores, mesmo sendo reguladas, apresentam variações de ganho de capital e de fluxo de caixa. No caso de Plataformas de *Equity crowdfunding*, como os investidores pulverizam seus investimentos em vários negócios de vários setores, sua preocupação maior é em como otimizar suas decisões e distribuir seus recursos, sabendo que existe um nível de risco calculado (em tese) associado a cada negócio investido.

Embora isto não seja o objetivo desta tese, é importante destacar a questão. Como é o investidor quem origina os recursos, faz o investimento e permite a execução dos projetos, é ele quem deveria ser o agente a analisar as informações. Não é função do regulador analisar os negócios envolvidos.

A falta de mais informações sobre os resultados das aplicações dos recursos obtidos por meio das plataformas não permitiu atingir o último objetivo, “**Propor um modelo de validação das informações fornecidas pelas partes atuantes no processo**”.

## 5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Esta pesquisa pode apresentar algumas fragilidades, advindas do uso da abordagem qualitativa: (1) a possibilidade de viés nas fontes secundárias de informação, nas próprias análises qualitativas e na quantidade de empresas efetivamente analisadas; (2) a possibilidade de não encontrar informações suficientes para corroborar os elementos de análise (códigos) dos quadros 13 e 14 desta tese; (3) a dificuldade no processo de construção de argumentos e discussão com relação às informações que serão obtidas baseadas nos códigos; (4) a questão de como relacionar os resultados com o objetivo da regulação específica sobre *crowdfunding* em **mitigar os riscos** associados a estas operações; ou seja, risco para as plataformas, os investidores e os captadores de recursos.

Existe grande quantidade de material de texto associado aos relatórios anuais de ofertas encerradas, às informações de plataformas e captadores e a outros arquivos com informações complementares.

Entretanto, este acesso livre esconde a primeira fragilidade: muitas destas informações são oriundas de páginas das empresas captadoras e plataformas; e, portanto, não há uniformidade na apresentação das informações entre as diferentes plataformas e empresas captadoras, podendo prejudicar a qualidade da análise.



Além disso, o recorte utilizado de 98 empresas captadoras avaliadas, ou seja, aquelas que efetivamente tiveram seus projetos de captação aprovados esconde um viés: a exclusão das empresas com projetos não aprovados ou valor mínimo de captação não atingido pode deixar de fora muitas informações qualitativas que poderiam enriquecer a pesquisa e trazer um quadro mais amplo das características dos negócios que buscam recursos na modalidade. No entanto, na presente pesquisa, todas as empresas aportadas cujo acesso foi obtido foram analisadas, o que é suficiente para o escopo deste trabalho.

Quanto à segunda limitação, mesmo com a existência de grande quantidade de material secundário sobre as plataformas e captadores, pode ser difícil identificar determinados códigos ou palavras específicas para corroborar os elementos de análise presentes nesta tese, devido a uma limitação da própria metodologia; prejudicando a qualidade da análise final.

Esta questão leva à terceira possível falha: poucos códigos identificados podem tornar difícil criar as interações entre os elementos para se desenvolver a discussão; neste caso, a própria análise pode ficar limitada pela falta de aderência entre os códigos e as informações secundárias exploradas no processo de coleta inicial.

Como o principal objetivo da regulação é mitigar os riscos; e como a metodologia utilizada não conseguiu identificar muitos riscos, seja pelo baixo nível de risco envolvido, pela natureza dos eixos teóricos utilizados ou pela ausência da figura dos investidores da análise, justifica-se que não há necessidade de mais regulação, sob o ponto de vista das informações fornecidas.

Portanto, ao não identificar o resultado dos investimentos realizados com os recursos aportados, não foi possível desenvolver o último objetivo específico; “**Propor um modelo de validação das informações fornecidas pelas partes atuantes no processo**”, uma vez que qualquer modelo ou estrutura depende de um grande número de variáveis não identificadas pelo presente estudo; devido aos eixos teóricos utilizados, à quantidade, qualidade e disponibilidade de informações para o pesquisador e pela não-identificação dos riscos, um dos principais componentes das operações em *crowdfunding*, particularmente no que se refere ao papel do regulador no processo.

No entanto, não é demais ressaltar: o investimento em plataformas de *equity crowdfunding* é considerado renda variável; portanto cabe ao investidor procurar informações sobre o negócio. Caso essas informações não estejam disponíveis, estejam incompletas, não permitam a análise do negócio, basta o investidor não realizar o aporte. A diversidade de plataformas disponíveis e de empresas captando recursos leva a uma saudável concorrência

entre as plataformas e as empresas, de forma que naturalmente as informações quanto à possibilidade de sucesso dos negócios serão cada vez mais detalhadas para atrair investidores.

Essa pode ser uma das principais contribuições dessa tese: ao esmiuçar as plataformas, as empresas e os negócios captando recursos, a tese mostra a diversidade de oportunidades de investimentos em projetos inovadores.

### 5.3 PESQUISAS FUTURAS

Primeiramente, a entidade “investidor” pode ser mais bem investigada por meio de pesquisas com coleta de dados primários junto a investidores das plataformas de *equity crowdfunding*.

Os impactos positivos e negativos da regulação podem ser investigados também por meio de pesquisas com coleta de dados primários junto às três entidades: plataformas, empresas e investidores. O estudo pode cotejar diferentes países e/ou diferentes tipos de investimento.

Em relação à análise dos negócios aportados, sugere-se o estudo para a criação de um modelo ou estrutura a ser apresentado aos investidores pelas empresas que desejam obter recursos; a criação de modelos que incluam projeções de retorno sobre o investimento, entrando na seara da análise de investimentos que utilize de índices ou ferramentas para fornecer informações mais concretas sobre a escalabilidade e os retornos esperados para cada projeto. Sugerem-se estudos quantitativos com o uso de modelos econométricos para verificar projeções de crescimento e análise de retorno sobre o investimento para ser oferecido aos investidores que aportam recursos; ou para facilitar sua tomada de decisão de investimento em uma oferta específica.

Outra sugestão é estudar que tipo de riscos estão envolvidos: o risco para os investidores e o risco da própria inovação para as empresas que buscam recursos por intermédio do *crowdfunding*.

Compreender o grau de maturidade de cada negócio pode gerar discussões relevantes. O trabalho identificou empresas consolidadas de setores tradicionais como captadores de recurso, num extremo; e modelos de negócio disruptivos ainda pouco conhecidos ou consolidados, em outro. Buscar compreender como isso é visto pelo investidor pode oferecer discussões produtivas. Neste sentido, pode ser desenvolvido um modelo de tomada de decisões de investimento em *crowdfunding*, identificando que fatores influenciam na decisão de investimento nesta modalidade e como isso pode ser aperfeiçoado.

Outra pesquisa é investigar se os projetos que não obtiveram recursos nas ofertas por meio de *Crowdfunding* conseguiram outra fonte de financiamento e foram implantados; ou mesmo estudar todo o universo de empresas que buscam captar recursos na modalidade; incluindo empresas aportadas e empresas não aportadas.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, F.; PESSALI, H. Revisiting the evolutionism of Edith Penrose's The theory of the growth of the firm: Penrose's entrepreneur meets Veblenian institutions. **Economia**. V. 18, n. 3, p. 298-309, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.03.002>>
- ANAGNOSTOPOULOS, I. *FinTech* and *regtech*: Impact on regulators and banks. **Journal of Economics and Business**, v. 100, p. 7–25, 2018.
- ARNER, D. W.; BARBERIS, J.; BUCKLEY, R. P. *FinTech*, *regTech*, and the reconceptualization of financial regulation. **Northwestern Journal of International Law and Business**, v. 37, n. 3, p. 373–415, 2017.
- ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P. The Evolution of *FinTech*: A New Post-Crisis Paradigm? **SSRN Electronic Journal**, v. 2, n. 2, 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 4.656, de 26 de abril de 2018. Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas. Brasília: BACEN. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=%2FLists%2FNormativos%2FAttachments%2F50579%2FRes\\_4656\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=%2FLists%2FNormativos%2FAttachments%2F50579%2FRes_4656_v1_O.pdf)>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2019. Brasília: BACEN. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB\\_2017.pdf](https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf)>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Cidadania Financeira 2019. RCF. Brasília: BACEN. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos\\_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira\\_BCB\\_16jan\\_2019.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira_BCB_16jan_2019.pdf)>.
- BACHARACH, S. B. Organizational Theories: Some Criteria for Evaluation. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 496–515, 1989.
- BACON, F. *Meditationes Sacrae*. Editora Wealth of Nation. Londres, 2015.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, LDA., 2002.
- BHATTACHERJEE, A. **Social Science Research: Principles, Methods, and Practices**. University of South Florida, 2012.
- BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A. *Crowdfunding*: Tapping the Right Crowd. **Journal of Business Venturing**. v. 29. n. 10.2139/ssrn, 2014.
- BETTINGER, A. *FINTECH*: A Series of 40 Time Shared Models Used at Manufacturers Hanover Trust Company. **Interfaces**, v. 2, n. 4, pp. 62- 63; 1972.
- BLOCK, J., COLOMBO, M., CUMMING, D., VISMARA, S. New players in entrepreneurial finance and why they are there. **Small Business Economics**, v. 50, n. 2, p. 239–250, 2018.

BRADONJICC, P.; FRANKE, N.; LÜTHJE, C. Decision-makers underestimation of user innovation. **Research Policy**. V. 48, n. 6, p. 1354-1361, 2019.

BRASIL. Lei Nº 12.865, DE 9 DE OUTUBRO DE 2013. Dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro. **Diário Oficial da União**. Brasília DF, 9 out 2013. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/112865.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112865.htm)>. Acesso em: 20 de agosto de 2020.

BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. Brasília DF, 7 dez 1976. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em: 06 de agosto de 2020.

BRASIL. Lei Nº 4.595, DE 31 DE DEZEMBRO DE 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial da União** Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm)>. Acesso em: 19/10/2020.

BRASIL. Lei Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**. Brasília DF, 15 dez 1976. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em: 24/03/2019.

BRASIL. LEI COMPLEMENTAR Nº 123, DE 14 DE DEZEMBRO DE 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. **Diário Oficial da União**. Brasília DF, 14 dez. 2006. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm)> . Acesso em: 06/10/2020.

BRUTON, G., KHAVUL, S., SIEGEL, D., & WRIGHT, M. New financial alternatives in seeding entrepreneurship: microfinance, *crowdfunding*, and peer-to-peer innovations. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 1, pp. 9–26, 2017.

BURNS, H. What is *FinTech*? Experts weigh in to define the emerging industry. **Charlotte Business Journal**. v. 3, n. 4, p. 15-29, 2015.

CACIATORI JR, I.; CHEROBIM, A.P.M.S. Academic production and Technological emergence in Finance: bibliometric study in *FinTechs*. **Innovation & Management Review**. v. 17 n. 2, p. 115-131. Emerald Publishing Limited, 2020.

CACIATORI JR., I. **Competitiveness of Incumbent, Digitalized, and Digital Banks: a Comparative Study of Financial Innovation in Brazil**. 2020. Tese. (Doutorado em Administração). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2020.

CARVALHO, N.M.; YORDANOVA, Z. Why say no to innovation? Evidence from industrial SME's in European Union. **Journal of Technology Management and Innovation**. v. 13, n. 2, 2018.

CHANG, Y.; HU, J. **Research on *FinTech* , Regtech and Financial Regulation in China**. , v. 3, n. 5, p. 369–377, 2020.

CHAOCHOTECHUANG, P.; MARIANO, S. Alignment of new product development and product innovation strategies: a case study of Thai food and beverage SMEs. **International Journal of Globalisation and Small Business**, v. 8, n. 2, 2016.

CHEN, M. A., WU, Q., & YANG, B. How Valuable Is *FinTech* Innovation? **Review of Financial Studies**, v. 32, n. 5, p. 2062–2106. 2019.

CHOI, B.; LEE, J.; HAM, J. Assessing the Impact of Open and Closed Knowledge Sourcing Approach on Innovation in Small and Medium Enterprises. **Procedia Computer Science**. v. 91, 2016.

CINGAPURA. **Singapore Monetary Authority**. 2021. Disponível em: <<https://www.mas.gov.sg/>>. Acesso em: 23/09/2020.

CVM. **Crowdfunding de investimento**. Evolução do mercado. Rio de Janeiro RJ, 2020. Disponível em : [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210405\\_crowdfunding.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210405_crowdfunding.pdf). Acesso em 28/04/2021.

CVM. INSTRUÇÃO CVM Nº 588, DE 13 DE JULHO DE 2017. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Rio de Janeiro RJ, 2017. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>.

CVM. Relatório Anual de Ofertas Encerradas. 2021. Rio de Janeiro RJ. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/crowdfunding>>.

CUYA, M. L. La disrupción de las startups *FinTech* en el mundo financiero. **Departamento Academico de Ciencias de la Gestion - PUCP**, v.3, s.d, p. 1–12, 2016. Disponível em: <[http://repositorio.pucp.edu.pe/index/bitstream/handle/123456789/70687/La\\_disrupción\\_de\\_las\\_startups\\_FinTech\\_en\\_el\\_mundo\\_financiero.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.pucp.edu.pe/index/bitstream/handle/123456789/70687/La_disrupción_de_las_startups_FinTech_en_el_mundo_financiero.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>.

DAHLANDER, L.; GANN, D.M. "How open is innovation?", **Research Policy**, n. 39, pp.699–709, Elsevier, 2010.

DAVIS, K.; MURPHY, J. Peer-to-Peer Lending: Structures, Risks and Regulation. **The Finsia Journal of Applied Finance**, n. 3, p. 3–37, 2016.

De BUYSERE, K.; GAJDA, O.; KLEVERLAAN, R.; MAROM, D. **A framework for European crowdfunding**. v. 1, 2012.

DERMINE, J. Digital banking and market disruption: a sense of déjà vu? **Banque de France**, n. 20, p. 17–24, 2016. Disponível em: <[https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-20\\_2016\\_04.pdf#page=17](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-20_2016_04.pdf#page=17)>.

DISTANONT, A.; KHONGMALAI, O. The role of innovation in creating a competitive advantage. **Kasetsart Journal of Social Sciences**. Disponível online: Agosto de 2018.

EDWARDS, T. V. SME Innovation: a case study. **International Annual Conference of the American Society for Engineering Management**, ASEM 2017; Huntsville; EUA; outubro 2017.

EICKHOFF, M.; MUNTERMANN, J.; WEINRICH, T. What do *FinTechs* actually do? A Taxonomy of *FinTech* Business Models. Thirty Eighth International Conference on Information Systems, South Korea 2017. Anais... . p.1–19, 2018.

ELDRIDGE, D.; NISAR, T.M.; TORCHIA, M. What impact does equity *crowdfunding* have on SME innovation and growth? An empirical study. **Small Bus Econ.** v. 56, pp. 105–120. 2021.

EQSEED. 2021. Disponível em: < <https://eqseed.com/>>.

ESTADOS UNIDOS. **Comissão de Seguros e Trocas.** U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). Disponível em: < <https://www.sec.gov/>>. Acesso em: 29/11/2019.

EY. Financial regulation of *FinTech*. **The Journal of Financial Perspectives**, v. 3, n. 3, 2015.

FERRARINI, G. Regulating *FinTech: Crowdfunding*. **European Economy, Banks, Regulation and the real sector - *FinTech* and Banking. Friends or Foes?**, p. 121–142, 2017. Disponível em: <[https://blog.iese.edu/xvives/files/2018/02/EE\\_2.2017.pdf](https://blog.iese.edu/xvives/files/2018/02/EE_2.2017.pdf)>. .

FRAME, W. S.; WHITE, L. J. Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action? **Ssrn**, v. 42, n. 1, p. 116–144, 2002.

FREIXAS, X.; ROCHET, J.-C. **Microeconomics of Banking**. 4<sup>a</sup> ed. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, 1999.

FREJI, A. A regulatory innovation framework: How regulatory change leads to innovation outcomes for *FinTechs*. **The Rise and Development of *FinTech***, v. 2, p. 23–42, 2018.

FRYDRYCH, D.; BOCK, A.J.; KINDER, T.; KOECK, B. Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based *crowdfunding*. **International Journal of Entrepreneurial Finance**. v. 16, n. 3. Pp. 247-269. 2014.

FSB. **Financial Stability Board**. 2021. Disponível em: < <https://www.fsb.org/>>. Acesso em: 30/04/2020.

GANCARCZYK, M. GANCARCZYK, J. Proactive international strategies of cluster SMEs. **European Management Journal**, v. 36, n. 1, Pp. 59-70, 2018.

GARNSEY, E.; W.; HEFFERNAN, P., Growth Setbacks in New Firms. Centre for Technology Management (CTM) Working Paper, 2003. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1923138> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1923138>.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo SP, 1999. Ed. Atlas.

GOMBER, P.; KAUFFMAN, R. J.; PARKER, C.; WEBER, B. W. On the *FinTech* Revolution: Interpreting the Forces of Innovation, Disruption, and Transformation in Financial Services. **Journal of Management Information Systems**, v. 35, n. 1, p. 220–265, 2018.

GOMBER, P.; KOCH, J. A.; SIERING, M. Digital Finance and *FinTech*: current research and future research directions. **Journal of Business Economics**, v. 87, n. 5, p. 537–580, 2017.

GREGOR, S. The nature of theory in Information Systems. **MIS Quarterly: Management Information Systems**, v. 30, n. 3, p. 611–642, 2006.

GREVE, H. R. A behavioral theory of firm growth: Sequential attention to size and performance goals. **Academy of Management Journal**, v. 51, n.3, pp. 476-494. 2017. <http://dx.doi.org/10.5465/AMJ.2008.32625975>.

GROMEK, M. **Clarifying the blurry lines of *FinTech***: Opening the Pandora's box of *FinTech* categorization IN: LARSSON, Anthony et al. *The Rise and Development of FinTech: Accounts of Disruption from Sweden and Beyond*. [S.l.]: Routledge, 2018.

GUARASCIO, D.; TAMAGNI, F. "Persistence of innovation and patterns of firm growth," **Research Policy**, Elsevier, vol. 48, n. 6, p. 1493-1512, 2019.

GUEZZI, A.; CAVALLO, A. Agile Business Model Innovation in Digital Entrepreneurship: Lean Startup Approaches. **Journal of Business Research**. Disponível online 23 Junho 2018.

GUNDAY, G., ULUSOY, G., KILIC, K. AND ALPKAN, L. „Effects of innovation types on firm performance“, **International Journal of Production Economics**, v. 133, n. 2, p.662–676, 2011.

HARKER, P.; HARKER, P. T. ***FinTech: Revolution or Evolution?*** University of Pennsylvania School of Engineering. 1a ed., n.3, 2017.

HERRERA, D.; VADILLO, S. **Sandbox regulatório na América Latina e Caribe para o ecossistema *FinTech* e o sistema financeiro**. 3ª ed., p. 1–31, 2018.

HONG KONG. Hong Kong Monetary Authority. 2021. Disponível em: <<https://www.hkma.gov.hk/eng/>>. Acesso em 16/07/2020.

HUILI, Y.; YAODONG, Z. Research on Influence Factors of *Crowdfunding*. *International Business and Management* v. 9, n. 2, p. 27-31, 2014. DOI:10.3968/5569.

HUNG, J. L.; LUO, B. *FinTech* in Taiwan: a case study of a Bank's strategic planning for an investment in a *FinTech* company. **Financial Innovation**, v. 2, n. 1, 2016.

HYYTINEN, A.; PAJARINEN, M.; ROUVINEN, P. Does innovativeness reduce startup survival rates? **Journal of Business Venturing**. v. 30, n. 4, 2015.

I.S., N. The Problem of Systematizing the Regulatory Framework for the Digital Economy in the Russian Federation. **KnE Social Sciences**, v. 3, n. 2, p. 527, 2018.



INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (*FinTech*)**, 1 ed., Madrid, 2017.

ITÁLIA. CONSOB. Disponível em: <<https://www.consob.it/>>. Acesso em: 08/09/2020.

JAGTIANI, J.; LEMIEUX, C. Do *FinTech* lenders penetrate areas that are underserved by traditional banks? **Journal of Economics and Business**, v. 100, n. 4, p. 43–54, 2018. Elsevier.

JUGEND, D., DA SILVA, S.L.; ALMEIDA, L.F.M.; GOBBO JUNIOR, J.A. „Integration practices for the technological innovation of products: case studies at two large technological companies“, **Journal of Technology Management & Innovation**, Special edição ALTEC, v. 8, p.26–36, 2013.

KESTING, P.; GÜNZEL-JENSEN, F. SMEs and new ventures need business model sophistication. **Business Horizons**. v. 58, n. 3, p. 285-293, 2015.

KGOROEADIRA, R., BURKE, A.; VAN STEL, A. Small business online loan *crowdfunding*: who gets funded and what determines the rate of interest?. **Small Bus Econ**. V. 52, p. 67–87, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/s11187-017-9986-z>>.

KIM, H.; MOOR, L.D. The Case of *Crowdfunding* in Financial Inclusion: A Survey. **Strategic Change** v. 26, p.193–212, 2016.

LAGARDE, C. Central Banking and *FinTech*: A Brave New World. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**, v. 12, n. 1/2, p. 4–8, 2018. MIT Press. Disponível em: [https://watermark.silverchair.com/inov\\_a\\_00262.pdf](https://watermark.silverchair.com/inov_a_00262.pdf)

LARSSON, A.; TEIGLAND, R.; SHAHRYAR, S.; MORENO, A. P.; BOGUSZ, C. I. **The Rise and Development of *FinTech*: Accounts of Disruption from Sweden and Beyond**. New York: Routledge, 2018.

LÖFQVIST, L. Product innovation in small companies: Managing resource scarcity through financial bootstrapping. **International Journal of Innovation Management**. v. 21, n. 2, 2017.

LU, L. How A Little Ant Challenges Giant Banks? The Rise of Ant Financial (Alipay)’s *FinTech* Empire and Relevant Regulatory Concerns. **International Company and Commercial Law Review** , n. 2, p. 12–30, 2017.

MACDOWELL, W.; PEAKE, W.; CODER, L.; HARRIS, M. Building small firm performance through intellectual capital development: Exploring innovation as the “black box”. **Journal of Business Research**. v. 88, 2018.

MAGNUSON, W. Regulating *FinTech*. **Vanderbilt Law Review**, v. 71, n. 4, p. 1167–1226, 2018.

MALDIFASSI, J.O.; CROVETTO, P. „Enablers and difficulties for innovation in Chile: perceptions from medium size plastic firm managers“, **Journal of Technology Management & Innovation**, v. 8, n. 1, p.35–43, 2013.

MARTÍNEZ-ROMAN, J.A.; GAMERO, J.; TAMAYO, J. A. Analysis of innovation in SMEs using an innovative capability-based non-linear model: A study in the province of Seville (Spain). **Technovation**. v. 31. 2011.

MAXWELL, J. A. **Qualitative research design: An interactive approach**. 3<sup>a</sup> ed. Thousand Oaks, CA: Sage, 2013.

MENTION, A. L. The Future of *FinTech*. **Research Technology Management**, v. 62, n. 4, p. 59–63, 2019. Routledge. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/08956308.2019.1613123>>.

MILES, M. B.; HUBERMAN, A. M.; SALDAÑA, J. **Qualitative Data Analysis: A Method Sourcebook**. 3<sup>a</sup> ed. Thousand Oaks: Third Edition, 2014.

MILIAN, E. Z.; SPINOLA, M.; DE CARVALHO, M. *FinTechs*: A literature review and research agenda. **Electronic Commerce Research and Applications**, v. 34, p. 1-21, 2019.

MINAYO, M.C. **O desafio do conhecimento**. São Paulo SP, Ed. Hucitec, 1993.

MISEVICIUTE, J. Blockchain and virtual currency regulation in the EU. **Journal of Investment Compliance**, v. 19, n. 3, p. 33–38, 2018.

MITTAL, S.; LLOYD, J. **The Rise of *FinTech* in China**. Disponível em: <-the-rise-of-*FinTech*inchina/\$FILE/ey-the-rise-of-*FinTech*>, 2016.

MOUTINHO, R., AU-YONG-OLIVEIRA, M., COELHO, A.; MANSO, J.P.; „The role of regional innovation systems (RIS) in translating R&D investments into economic and employment growth“, **Journal of Technology Management & Innovation**, v. 10, n. 1, p.9–23, 2015.

MÜNCH, J. What is *FinTech* and why does it matter to all entrepreneurs. **Hot Topics**. 2018. Disponível em: <https://www.hottopics.ht/3182/what-is-FinTech-and-why-it-matters/>. Consultado em 05 de setembro de 2019.

NASSAR, I.; ALMSAFIR, M.; AL-MAHOUC, M. The Validity of Gibrat's Law in Developed and Developing Countries (2008–2013): Comparison based Assessment. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**. v. 129, n. 15, p. 266-273, 2014.

NAVARETTI, G. B. MNAME; CALZOLARI, G. MNAME; MANSILLA-FERNANDEZ, J. M. MNAME; POZZOLO, A. F. MNAME. *FinTech* and Banking. Friends or Foes? **SSRN Electronic Journal**, v.3, n. 4, 2018.

NIFOROS, M. Beyond *FinTech*. **EMCompass, International Finance Corporation**, v. 45, n. 9, 2017. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/30371?show=full>>.

OCDE, Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento. **Manual de Oslo: Proposta de diretrizes para coleta e interpretação de dados sobre inovação**. FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos. Departamento Estatístico da Comunidade Europeia. Traduzido da 3<sup>a</sup> ed. Paris, França, 2010.

OLIVEIRA, L.H.; SOARES, A.F. O Processo de Concentração Bancária Brasileiro: Análise setorial do período de 1995 a 2017. **Revista Iniciativa Econômica**. v.4, 2020.

OLIVEIRA, P.; VON HIPPEL, E. Users as service innovators: The case of banking services. **Research Policy**, v. 40, n. 6, p. 806–818, 2011. Elsevier B.V.

PELAEZ, V. **Teoria do crescimento da firma de Edith Penrose**. Campinas. Editora da Unicamp, 2006. Resenha.

PENROSE, E. **A Teoria do Crescimento da Firma**. Campinas SP. Editora da Unicamp, 2006.

PHILIPPON, T. The *FinTech* Opportunity. **NBER Working Paper No. 22476**, 2016 JEL No. G2.

PINHEIRO, J. LI. **Mercado de Capitais**. 8<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2016.

PUSCHMANN, T. *FinTech*. **Business and Information Systems Engineering**, v. 59, n. 1, p. 69–76, 2017.

REINO UNIDO. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/>>. Acesso em: 05/07/2021.

RFB. Receita Federal do Brasil. Instrução Normativa n. 1888, de 03 de maio de 2019. Institui e disciplina a obrigatoriedade de prestação de informações relativas às operações realizadas com criptoativos à Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil (RFB). Brasília DF, 03 mai 2019. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=100592>>. Acesso em: 04/08/2020.

REZENDE, S.F.; SALERA, R.; CASTRO, J. M. Confrontando Teorias de Crescimento da Firma à Luz da Análise de Graus de Liberdade. **Organ. Soc.** v. 22, n.74, 2015. <http://dx.doi.org/10.1590/1984-9230745>.

RIJANTO, A. Donation-based *Crowdfunding* as corporate social responsibility activities and financing. **Journal of General Management**. v. 43, n. 2, p. 79-88, 2018.

RUIZ, M.M.; VASCO, J.A.C.; NÚÑEZ, G.C.; CANO, A.M.; MARTÍNEZ, L.L.; CRUZ, K.C.; OCAÑA, E.V.; PELÁEZ, V.V.; RAYGADA, P.S.L.; DOLZ, J.G.; FONSECA, J.A.; HIDALGO, M.M.; MENANDRO, P.F.; FRAILE, I.S.; RONCAGLIOLO, C.M. **A Proteção do Investidor nos países Ibero-americanos**. Fundação Instituto Ibero-americano de Mercados de Valores (IIMV). Madrid, Espanha, 2018.

RYU, H.-S. Understanding Benefit and Risk Framework of *FinTech* Adoption: Comparison of Early Adopters and Late Adopters. **Proceedings of the 51st Hawaii International Conference on System Sciences**, p. 3864–3873, 2018.

SAKIDU-DUSHI, N.; DANA, L.; RAMADANI, V. Entrepreneurial marketing dimensions and SMEs performance. **Journal of Business Research**. v. 100, p. 86-99, 2019.

SAKSONOVA, S.; KUZMINA-MERLINO, I. *FinTech* as financial innovation - The possibilities and problems of implementation. **European Research Studies Journal**, v. 20, n. 3, p. 961–973, 2017.

SALDAÑA, J. **The coding manual for qualitative researchers**. Second ed. London: SAGE Publications Ltd, 2013.

SCHUEFFEL, P. Taming the beast: A Scientific Definition of *FinTech*. **Journal of Innovation Management**. v. 4, n. 4, p. 32-54, 2016.

SCHUMPETER, J.A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, créditos, juro e o ciclo econômico**. São Paulo SP. Abril Cultural, 1982.

SEBRAE. Lei Geral da Micro e Pequena Empresa. Brasília DF, 2021. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/lei-geral-completa-10-anos-e-beneficia-milhoes-de-empresas,baebd455e8d08410VgnVCM2000003c74010aRCRD>>.

SHI, H.; GRAVES, C.; BARBERA, F. Intergenerational succession and internationalisation strategy of family SMEs: Evidence from China. **Long Range Planning**. v. 52, n. 4, 2019.

SILVA, D.O., BAGNO, R.B.; SALERNO, M.S. „Modelos para a gestão da inovação: revisão e análise da literatura“, **Produção**, v. 24, n. 2, p. 477–490, 2014.

SILVEIRA, P.P.B. **Concentração e Competição bancárias no Brasil. Uma aplicação do modelo Panzar-Rosse**. Dissertação. (Mestrado em Economia). Fundação Getúlio Vargas. Escola de Economia de São Paulo. 2017. São Paulo SP.

STANKO, M. & HENARD, D. Toward a Better Understanding of *Crowdfunding*, Openness and the Consequences for Innovation. **Research Policy**. v. 46. 2017. 10.1016/j.respol.2017.02.003.

SUJITPARAPITAYA, S.; SHIRANI, A.; ROLDAN, M. *FinTech*, RegTech and the importance of cybersecurity. **Issues in Information Systems**, v. 13, n. 2, p. 112–122, 2012.

THORSRUD, L. A. **Centre for Applied Macroeconomic Analysis**, 1<sup>a</sup> ed., 2013.

TIGRE, P. **Paradigmas tecnológicos e Teorias Econômicas da Firma**. Texto para discussão Grupo de Pesquisas em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia, 2005. Acesso em 10 de setembro de 2019.

TOMASELLI, F.C.; DI SERIO, L.C. „Supply networks and value creation in high innovation and strong network externalities industry“, **Journal of Technology Management & Innovation**, v. 8, n. 4, p.177–185, 2013.

TRELEAVEN, P. Financial Regulation of *FinTech*. **Journal of Financial Perspectives**, v. 3, n. 3, 2015. University College London.

TSAI, C.; PENG, K.-J. The *FinTech* Revolution and Financial Regulation: The Case of Online Supply-Chain Financing – ERRATUM. **Asian Journal of Law and Society**, n. 5, p. 1, 2017.

VAN DER BOOR, P.; OLIVEIRA, P.; VELOSO, F. Users as innovators in developing countries: The global sources of innovation and diffusion in mobile banking services. **Research Policy**, v. 43, n. 9, p. 1594–1607, 2014. Elsevier B.V.

VITORELI, M.C.; GOBBO, J.A. O papel das redes de transformação no processo de inovação: estudos de caso sobre a descoberta e a comercialização da inovação. **Produção**. v. 23, n. 4, 2013. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0103-65132012005000096>>.

YEW, C. Y.; TALIB, A. A Review of *FinTech* Regulations in China, Singapore, and Hong Kong. **Journal of Economics and Business**, v. 1, n. 1, p. 43–56, 2018.

ZETZSCHE, D. A.; BUCKLEY, R. P.; ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N. Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation. **SSRN Electronic Journal**, n. 4, 2017.

ZHANG, B.; ROWAN, P.; SCHAN, D.; HOMER, M. Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive *FinTech*: Innovation Offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech. **Office of the UNSGSA and CCAF: jellentés**, n. 2, 2019. Disponível em: <<https://www.researchgate.net/publication/331220218>>.

WANG, H.; CHEN, K.; ZHU, W.; SONG, Z. A process model on P2P lending. **Financial Innovation**, v. 1, n. 1, p. 3, 2015.

WEILL, P.; VITALLE, M. **Place to Space: Migrating to Ebusiness Models**. Harvard Business Review Press; 1<sup>a</sup> ed., 2001.

WHETTEN, D. A. What Constitutes a Theoretical Contribution? **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 490, 1989.

WU, P. *FinTech* trends relationships research: A bibliometric citation meta-analysis. **Proceedings of the 17th International Conference on Electronic Business, ICEB, Dubai, UAE**, v.7, p. 99–105, 2017.

YIN, R. K. **Qualitative research from start to finish**. 2<sup>a</sup> ed.. The Guilford Press. Nova York – Londres, 2016.

**APÊNDICE A – SELEÇÃO DE ARTIGOS UTILIZADOS NA FUNDAMENTAÇÃO  
TEÓRICA SOBRE *FINTECHS* E *CROWDFUNDING***

<b>Artigo</b>	<b>Autor</b>	<b>Contribuição principal</b>
Research on Influence Factors of <i>Crowdfunding</i>	Huili, Y.; Yaodong, Z	Estudo de elementos que impactam as operações de <i>crowdfunding</i>
Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based <i>crowdfunding</i>	Frydrych, D.; Bock, A.J.; Kinder, T.; Koeck, B.	Criação de legitimidade e confiança em <i>crowdfunding</i> de recompensas
Regulating <i>FinTech: Crowdfunding</i>	Ferrarini, G	Considerações a respeito da regulação para operações de <i>crowdfunding</i>
What impact does equity <i>crowdfunding</i> have on SME innovation and growth? An empirical study	Eldridge, D.; Nisar, T.M.; Torchia, M.	Contribuição e impactos do <i>Equity Crowdfunding</i> sobre crescimento e inovação em empresas de pequeno porte
A framework for European <i>crowdfunding</i> .	De Buysere, K.; Gajda, O.; Kleverlaan, R.; Marom, D.	Proposta de estrutura de estudo para o <i>crowdfunding</i> em países europeus.
New financial alternatives in seeding entrepreneurship: microfinance, <i>crowdfunding</i> , and peer-to-peer innovations.	Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M.	Estudo das características de diferentes tipos de serviços financeiros e seu impacto sobre novos modelos de negócio
<i>Crowdfunding: Tapping the Right Crowd</i>	Belleflamme, P.; Lambert, T.; Schwienbacher, A.	Construção de demanda e características dos investidores em <i>crowdfunding</i>
The <i>FinTech</i> Revolution and Financial Regulation: The Case of Online Supply-Chain Financing	Tsai, C.; Peng, K.-J.	Estudo de caso sobre o financiamento de redes de suprimento virtuais com o uso de <i>FinTechs</i>
Small business online loan <i>crowdfunding</i> : who gets funded and what determines the rate of interest?	Kgoroadira, R., Burke, A.; Van Stel, A.	Estudo sobre captadores de recurso em <i>crowdfunding</i> .
The Case of <i>Crowdfunding</i> in Financial Inclusion: A Survey	Kim, H.; Moor, L.D.	Estudo do <i>crowdfunding</i> como uma ferramenta de inclusão e atração de investidores.
Toward a Better Understanding of <i>Crowdfunding</i> , Openness and the Consequences for Innovation	Stanko, M. & Henard, D.	Conceitos sobre <i>crowdfunding</i> e seus impactos sobre a Inovação de empresas captadoras de recursos na modalidade.
What is <i>FinTech</i> and why does it matter to all entrepreneurs	Münch, J.	Conceito de <i>FinTech</i> e os diferentes serviços prestados remotamente.
Users as service innovators: The case of banking services	Oliveira, P.; Von Hippel, E.	A influência do público como impulsionadores da inovação em serviços bancários.
Understanding Benefit and Risk Framework of <i>FinTech</i> Adoption: Comparison of Early Adopters and Late Adopters.	Ryu, H.-S.	Estudo de retornos e riscos associados às operações de <i>FinTechs</i> (experiências ao longo do tempo)
Users as innovators in developing countries: The global sources of innovation and diffusion in mobile banking services.	Van Der Boor, P.; Oliveira, P.; Veloso, F.	Estudo das fontes de inovação e difusão de serviços bancários virtuais a nível mundial
Donation-based <i>Crowdfunding</i>	Rijanto, A.	<i>Crowdfunding</i> de doação como

as corporate social responsibility activities and financing.		ferramenta de responsabilidade social e financiamento de atividades.
<i>FinTech</i> as financial innovation - The possibilities and problems of implementation.	Saksonova, S.; Kuzmina-Merlino, I.	Questões relacionadas à adoção de inovações financeiras como novo modelo de serviços.
Taming the beast: A Scientific Definition of <i>FinTech</i>	Schueffel, P.	Definição de <i>FinTech</i> e os diferentes serviços pertinentes.
<i>FinTech</i> trends relationships research: A bibliometric citation meta-analysis	Wu, P. (2017).	Principais relacionamentos envolvendo <i>FinTechs</i> : estudo bibliométrico da literatura por meio da meta-análise
Place to Space: Migrating to Ebusiness Models	Weill, P.; Vitalle, M.	Migração de serviços tradicionais para plataformas de atendimento remoto.

Fonte: O autor (2022).

**APÊNDICE B - PLATAFORMAS E CAPTADORES DE RECURSO PARA OS PERÍODOS ANALISADOS (2017, 2018, 2019, 2020).**

Os Quadros a seguir apresentam um demonstrativo das empresas que tiveram aporte de recursos por Plataforma, segundo dados da CVM (2022). Primeiramente, são apresentados conjuntamente os dados para os anos 2017, 2018 e 2019. Depois, os dados para 2020.

My First IPO

2019	Captadores de recursos	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Traço Comércio & Serviços de Design Ltda	<a href="https://www.tracoobjetos.com.br">https://www.tracoobjetos.com.br</a>	R\$ 670.000,00	
	Ohne Serviços de Tecnologia em Créditos Ltda	<a href="https://ohne.com.br/emprestimo/dados/">https://ohne.com.br/emprestimo/dados/</a>	R\$ 1.150.000,00	
	Colina de Araçariguama Residencial EIRELI	<a href="http://wincparticipacoes.com.br">http://wincparticipacoes.com.br</a>	R\$ 600.000,00	
Atingido	NÃO HOUVE	não encontrada		
2018	Captador	Página	Valor alvo máximo	Valor captado
Não Atingido	Não há	não encontrada		
Atingido	Não há	não encontrada		
2017	Captador	Página	Valor alvo máximo	Valor captado
Não atingido	Não há	não encontrada		
Atingido	Não há	não encontrada		

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

Organismo Tecnologia da Informação LTDA.

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há			
Atingido	Pegoraro	<a href="http://www.egydiiodossantos.com.br/">www.egydiiodossantos.com.br/</a>	R\$ 400.000,00	R\$ 331.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).



## Platta Serviços de intermediação de negócios S/A

		<b>Captador</b>	<b>Página</b>	<b>Valor alvo</b>	<b>Valor captado</b>
<b>2018</b>	<b>Não Atingido</b>	Não há			
	<b>Atingido</b>	Não há			
<b>2019</b>	<b>Não Atingido</b>	Não há			
	<b>Atingido</b>	CENTRAL GERADORA HIDRELÉTRICA BORTOLOSO LTDA.	Não encontrada	R\$ 300.000,00	R\$ 300.000,00
	<b>Atingido</b>	PROJETO COMPOSTAR CURITIBA INDE COM DE COMPOSTAGEM LTDA.	<a href="https://compostamais.com/">https://compostamais.com/</a>	R\$ 250.000,00	R\$ 250.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Btr Serviços De Plataforma Eletronica e Consultoria

<b>2019</b>	<b>Captador</b>	<b>Página</b>	<b>Valor alvo</b>	<b>Valor captado</b>
<b>Não atingido</b>				
<b>Atingido</b>	PRV EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO SPE LTDA.	<a href="http://www.palazzoriovermelho.com.br">www.palazzoriovermelho.com.br</a>		
	BR ESTUDANTES EMPREENDIMENTO IMOBILIARIO SPE LTDA	<a href="http://www.bracon.com.br">www.bracon.com.br</a>	R\$ 750.000,00	R\$ 610.000,00
	DROPS MOTEL BRASÍLIA SPE LTDA	<a href="https://www.dropsmoteis.com.br">https://www.dropsmoteis.com.br</a>	R\$ 1.020.000,00	R\$ 826.000,00
	TERRAS DO SOL EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	<a href="http://www.terradosol.eco.br">www.terradosol.eco.br</a>	R\$ 1.200.000,00	R\$ 1.200.000,00
	JCB IMOVEIS E CONSTRUÇÕES EIRELI	Não há	R\$ 810.000,00	R\$ 810.000,00
	STAR PRODUCAO INTERMEDIACAO DE EVENTOS LTDA	Não há	R\$ 600.000,00	R\$ 595.000,00
			R\$ 1.200.000,00	R\$ 1.181.000,00
<b>2018</b>	<b>Captador</b>	<b>Página</b>	<b>Valor alvo</b>	<b>Valor captado</b>
<b>Não atingido</b>	Não há			
<b>Atingido</b>	Viva Construções e Incorporações LTDA	<a href="http://vivaconstrucoes.com.br">vivaconstrucoes.com.br</a>	R\$ 750.000,00	R\$ 511.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Basement Soluções de Captação e Registro LTDA.

2017	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Zipp Comércio e Serviços Digitais S.A.	<a href="https://comprezipp.com/busca?sale">https://comprezipp.com/busca?sale</a>	R\$1.500.000,00	
	Cointimes Plataforma de Conteúdo Ltda.	<a href="https://cointimes.com.br">https://cointimes.com.br</a>	R\$ 550.000,00	
	PROLUNO TECNOLOGIA PARA EDUCACAO LTDA	<a href="http://www.proluno.com.br">www.proluno.com.br</a>	R\$ 360.000,00	
	SporTI - Tecnologia e Gestão no Esporte LTDA.	Não informado	R\$ 500.000,00	
Atingido	DIASPORA EXPERIENCE TURISMO LTDA	<a href="http://diaspora.black/">diaspora.black/</a>	R\$ 600.000,00	R\$ 600.000,00
	JEITTO MEIOS DE PAGAMENTO LTDA	<a href="https://www.jeitto.com.br/">https://www.jeitto.com.br/</a>	R\$ 1.100.000,00	R\$ 1.100.000,00
	FAG Indústria e Comercio de Bebidas LTDA	<a href="http://www.cervejaleuven.com.br">www.cervejaleuven.com.br</a>	R\$ 5.000.000,00	R\$ 5.000.000,00
	7 WAVES DO BRASIL LTDA	<a href="http://www.7waves.me">www.7waves.me</a>	R\$ 600.000,00	R\$ 460.000,00
	Allagi Engenharia Ltda.	<a href="http://www.openstartups.net">www.openstartups.net</a>	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.005.000,00
	CLASSAPP SISTEMAS LTDA	<a href="https://www.classapp.com.br">https://www.classapp.com.br</a>	R\$ 1.000.000,00	R\$ 1.000.000,00
	RADIX INVESTIMENTOS FLORESTAIS LTDA	<a href="http://www.radixflorestal.com">www.radixflorestal.com</a>	R\$ 360.000,00	R\$ 344.700,00
	REDACAO EDUCACAO ONLINE LTDA		R\$ 600.000,00	R\$ 600.000,00
	Construtora M Castro Ltda.	<a href="http://mcastroconstrutora.com.br">mcastroconstrutora.com.br</a>	R\$ 600.000,00	R\$ 600.000,00
	B.DROPS S.A.	<a href="http://www.bdrops.tv">www.bdrops.tv</a>	R\$ 2.000.005,00	R\$ 1.857.989,00
	MAIS MU COMERCIO DE ALIMENTOS E BEBIDAS LTDA	<a href="http://www.lojamaismu.com.br/">www.lojamaismu.com.br/</a>	R\$ 2.250.000,00	R\$ 2.250.000,00
	CHOPPUP TECNOLOGIA E SERVICOS LTDA-EPP	<a href="http://choppup.com.br">choppup.com.br</a>	R\$ 600.000,00	R\$ 600.000,00
	Gama Academy Treinamento Profissional Eireli ME	<a href="https://gama.academy/">https://gama.academy/</a>	R\$ 1.100.000,00	R\$ 1.100.000,00
	F2 Incorporadora e Construtora Ltda	<a href="https://www.f2construtora.com.br">https://www.f2construtora.com.br</a>	R\$ 1.000.000,00	R\$ 1.000.000,00
2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	VEGANJÁ COMÉRCIO DE ALIMENTOS LTDA	<a href="https://www.beleaf.com.br/">https://www.beleaf.com.br/</a>	R\$ 1.640.000,00	
Atingido	ZB SPORTS S/A	<a href="http://www.zbrasportswear.com/">www.zbrasportswear.com/</a>	R\$ 235.000,00	R\$ 209.500,00
	EFG Saúde LTDA	<a href="http://www.mais60saude.com.br">www.mais60saude.com.br</a>	R\$ 1.020.000,00	R\$ 1.020.000,00
	Phosfato Presentes e Fotografias LTDA	<a href="http://www.phosfato.com.br/">www.phosfato.com.br/</a>	R\$ 200.000,00	R\$ 142.500,00
	Arco Participações S/A	<a href="http://www.kria.vc/">www.kria.vc/</a>	R\$ 1.000.000,00	R\$ 1.000.000,00
	Supernow Portal e Serviços de Internet LTDA - ME	<a href="http://supermercadonow.com/">supermercadonow.com/</a>	R\$ 145.000,00	R\$ 145.000,00
	Loop - Servicos de Comunicacoes LTDA - ME	<a href="http://loopimoveis.com/">loopimoveis.com/</a>	R\$ 650.000,00	R\$ 434.000,00
	Resale Tecnologia e Serviços LTDA ME	<a href="http://resale.com.br/">resale.com.br/</a>	R\$ 270.000,00	R\$ 270.000,00
	FAG Indústria e Comercio de Bebidas LTDA	<a href="http://cervejaleuven.com.br/">cervejaleuven.com.br/</a>	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.500.000,00
	Onyo do Brasil Desenvolvimento de Software LTDA	<a href="http://www.site.onyo.com/">www.site.onyo.com/</a>	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.451.640,00
	Choppup Tecnologia e Servicos LTDA - EPP	<a href="http://choppup.com.br/">choppup.com.br/</a>	R\$ 360.000,00	R\$ 321.500,00
	Juritech Solucoes Inteligentes Online LTDA ME	<a href="http://www.juridoc.com.br/">www.juridoc.com.br/</a>	R\$ 300.000,00	R\$ 271.500,00
	Simbiose Assessoria em Projetos Culturais Desportivos LTDA.	<a href="http://www.simbiose.social/">www.simbiose.social/</a>	R\$ 515.000,00	R\$ 515.000,00
	WOT Comercio de Bebidas e Alimentos LTDA - EPP	<a href="http://www.whatsontap.com.br/">www.whatsontap.com.br/</a>	R\$ 400.000,00	R\$ 273.000,00
	SOLAR 21 COMERCIO E SERVIÇOS DE ENERGIA LIMPA LTDA	<a href="http://www.solar21.com.br/">http://www.solar21.com.br/</a>	R\$ 650.000,00	R\$ 513.000,00
	CatMyPet Comercio de Presentes LTDA	<a href="https://www.catmypet.com/">https://www.catmypet.com/</a>	R\$ 800.000,00	R\$ 620.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## StartMeUp Crowdfunding Sistemas para investimento colaborativo

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	ICOMPLY DESENVOLVIMENTO DE SOLUÇÕES EM TECNOLOGIA LTDA -EPP	<a href="https://icomply.com.br/">https://icomply.com.br/</a>	RS 414.000,00	
	THE IFRIEND INTERMEDIÇÃO DE NEGÓCIOS LTDA	<a href="https://theifriend.com/">https://theifriend.com/</a>	RS 300.000,00	
	CERVEJARIA SUNSET BRASIL LTDA.	<a href="https://www.sunsetbrew.com.br/">https://www.sunsetbrew.com.br/</a>	RS 3.750.000,00	
	CLUBINVEST INVESTIMENTOS LTDA.	<a href="https://www.clubinvest.io/">https://www.clubinvest.io/</a>	RS 600.000,00	
	BSOCIAL PROJETOS E AÇÕES SOCIAIS LTDA.	<a href="https://www.bsocia.com.br/">https://www.bsocia.com.br/</a>	RS 750.000,00	
Atingido	MOBILITEE MOBILIDADE INTELIGENTE LTDA.	<a href="https://mobilitee.com.br/">https://mobilitee.com.br/</a>	RS 2.000.000,00	
	DR. C SERVICOS E CONTEUDOS INFORMATIVOS E EDUCACIONAIS LTDA	<a href="https://drcannabis.com.br/">https://drcannabis.com.br/</a>	RS 750.000,00	RS 673.000,00
	DINNEER - FLAVIO COSTA ESTEVAM & CIA LTDA - EPP	<a href="https://www.dinneer.com/">https://www.dinneer.com/</a>	RS 250.000,00	RS 184.000,00
	PETITEBOX - SERVIÇOS DE MARKETING LTDA	<a href="https://clubedeassinaturas.com.br/petitebox/">https://clubedeassinaturas.com.br/petitebox/</a>	RS 600.000,00	RS 437.000,00
	DTE INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE BEBIDAS LTDA.	<a href="https://www.babuxca.com.br/">https://www.babuxca.com.br/</a>	RS 400.000,00	RS 320.000,00
	LADY DRIVER H TECNOLOGIA LTDA	<a href="https://ladydriver.com.br/">https://ladydriver.com.br/</a>	RS 2.500.000,00	RS 2.500.000,00
	OLO MULTIMODAL PECÉM INVESTIMENTOS S/A	<a href="https://www.polo multimodal.com/">https://www.polo multimodal.com/</a>	RS 1.000.000,00	RS 805.000,00
	ZAPLY TECNOLOGIA LTDA	<a href="https://zaply.com.br/">https://zaply.com.br/</a>	RS 650.000,00	RS 390.000,00
Atingido	GLEBBA SERVICOS DE INVESTIMENTOS PART. LTDA.	<a href="https://glebba.com.br/">https://glebba.com.br/</a>	RS 400.000,00	RS 345.000,00
	APPTITE INOVAÇÕES E TECNOLOGIA LTDA.	<a href="https://www.apptite.com/">https://www.apptite.com/</a>	RS 3.700.000,00	RS 3.700.000,00
2018	Captador	Página	Valor alvo máximo	Valor captado
Não atingido	ABEEON INTERNET GLOBAL LTADA-ME	<a href="http://startmeup.com.br/#/ofertas/abeeon">startmeup.com.br/#/ofertas/abeeon</a>	RS 330.000,00	
Atingido	EXPENSE ON DEMAND SERVIÇOS DE INTERMEDIÇÃO LTDA - ME	<a href="http://startmeup.com.br/#/oferta/expo">startmeup.com.br/#/oferta/expo</a>	RS 200.000,00	RS 184.500,00
	RADIX INVESTIMENTOS FLORESTAIS LTDA - ME	<a href="http://startmeup.com.br/#/oferta/radix">startmeup.com.br/#/oferta/radix</a>	RS 240.000,00	RS 191.200,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## EqSeed Ltda.

2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	SIRIUS M DO BRASIL LTDA	<a href="http://siriusapp.com.br">siriusapp.com.br</a>	RS 350.000,00	Não há
Atingido	HOUSED SERVICOS GRAFICOS E DECORACAO LTDA - EPP	<a href="http://housed.com.br">housed.com.br</a>	RS 360.000,00	RS 360.000,00
	ALLUGATOR SERVICOS DIGITAIS LTDA - ME	<a href="http://allugator.com">allugator.com</a>	RS 360.000,00	RS 360.000,00
	DINDIN SOLUCOES FINANCEIRAS S.A	<a href="http://appdindin.com.br">appdindin.com.br</a>	RS 600.000,00	RS 600.000,00
	KOKAR - AUTOMACAO RESIDENCIAL E COMERCIAL LTDA - ME	<a href="http://kokar.com">kokar.com</a>	RS 500.000,00	RS 500.000,00
	GREENANT DO BRASIL SISTEMAS DE INFORMACAO LTDA	<a href="http://greenant.com.br">greenant.com.br</a>	RS 1.600.000,00	RS 1.600.000,00
	D3R COMERCIO DE BEBIDAS LTDA - EPP	<a href="http://3cariocas.rio">3cariocas.rio</a>	RS 2.000.000,00	RS 2.000.000,00
	PEGAKI TECNOLOGIA DE ENTREGAS LTDA. - ME	<a href="http://pegaki.com.br">pegaki.com.br</a>	RS 1.200.000,00	RS 1.200.000,00
	HORUS AERIAL SOLUTIONS HOLDING S.A.	<a href="http://horusaeronaves.com">horusaeronaves.com</a>	RS 2.000.000,00	RS 2.000.000,00
	PROSUMIR A PROVEITAMENTO ENERGETICO LTDA	<a href="http://prosumir.com.br">prosumir.com.br</a>	RS 500.000,00	RS 500.000,00
Atingido	IOUU TECNOLOGIA E SERVIÇOS FINANCEIROS LTDA	<a href="http://iouu.com.br">iouu.com.br</a>	RS 1.200.000,00	RS 1.200.000,00
	EqSeed LTDA	<a href="http://eqseed.com">eqseed.com</a>	RS 2.500.000,00	RS 2.500.000,00
2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	TRIUNFEL.COM SERVICOS DE PUBLICIDADE E TECNOLOGIA LTDA	<a href="http://www.triunfei.com">www.triunfei.com</a>	RS 1.000.000,00	
	ONYO DO BRASIL DESENVOLVIMENTO DE SOFTWARE LTDA	<a href="http://www.onyo.com">www.onyo.com</a>	RS 2.500.000,00	
	KOKAR - AUTOMACAO RESIDENCIAL E COMERCIAL LTDA	<a href="http://kokar.com">kokar.com</a>	RS 1.600.000	
Atingido	WA TERMELON AGENCIA DE DESENVOLVIMENTO LTDA	<a href="http://www.rendafixa.rocks">www.rendafixa.rocks</a>	RS 1.000.000	RS 1.000.000
	DUE LASER MAQUINAS LTDA - ME	<a href="http://www.duelaser.com">www.duelaser.com</a>	RS 700.000	RS 500.000
	MUTUAL INTERMEDIACAO DE NEGOCIOS PAGAMENTOS E COBRANCA LTDA	<a href="http://www.mutual.club">www.mutual.club</a>	RS 4.000.000	RS 4.000.000
	PEAK INVEST SERVICOS FINANCEIROS E DE TECNOLOGIA LTDA.	<a href="http://www.peakinvest.com.br">www.peakinvest.com.br</a>	RS 1.200.000	RS 1.200.000
	BYND SERVICOS DE TECNOLOGIA LTDA.	<a href="http://www.bynd.com.br">www.bynd.com.br</a>	RS 1.200.000	1.185.000
	Nama S.A.	<a href="http://www.nama.ai">www.nama.ai</a>	RS 2.500.000	RS 2.500.000
	Ulend Gestão Financeira Ltda	<a href="http://www.ulend.com.br">www.ulend.com.br</a>	RS 1.800.000	RS 1.800.000
PROSUMIR A PROVEITAMENTO ENERGÉTICO LTDA	<a href="http://www.prosumir.com.br">www.prosumir.com.br</a>	RS 1.800.000	RS 1.475.000	
2017	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há			
Atingido	Pegaki Tecnologia de Entregas LTDA	<a href="http://pegaki.com.br">pegaki.com.br</a>	RS 360.000	RS 360.000
	Peepi Tecnologia da Informação LTDA	<a href="http://peepi.co">peepi.co</a>	RS 360.000	RS 360.000

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## URBE.ME Serviços de Desenvolvimento Urbano

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há			
Atingido	Não há			
2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há			
Atingido	Não há			
	RESIDENCIAL TERRA BRASILIS EMPREENHIMENTO IMOBILIÁRIO SPE LTDA	http://formanova.com.br/terra-brasilis/	R\$ 1.900.000,00	R\$ 1.900.000,00
	CRM CONSTRUÇÕES CIVIS LTDA	portofreire.com.br/empreendimento/villa_gaudi	R\$ 3.000.000	R\$ 2.085.000
	DOMUS POPULI EMPREENHIMENTOS E CONSTRUÇÕES	www.domuspopuli.com.br/	R\$ 1.250.000	R\$ 1.250.000
	HPR EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	hprconstrutora.com.br/	R\$ 3.000.000	R\$ 2.325.000
	PORTO DAS LARANJEIRAS EMPREENHIMENTO	formanova.com.br/porto-das-laranjeiras/	R\$ 1.500.000	R\$ 1.432.000
	LONGITUDE MONTE MOR MCMV EMPREENHIMENTOS	longitude.com.br/empreendimentos/monte-mor-aptos	R\$ 1.500.000	R\$ 1.500.000
	NOVA ERA 1 RIO CLARO EMPREENHIMENTOS	Não há	R\$ 2.000.000	R\$ 1.821.000
	T & T CONSTRUTORA LTDA	www.ticiani.com.br/	R\$ 1.500.000	R\$ 1.500.000
	FT CONSTRUTORA E INCORPORADORA LTDA.	hprconstrutora.com.br/empreendimentos/jardim-maristas/	R\$ 1.000.000	R\$ 1.000.000
	HPR EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA.	hprconstrutora.com.br/	R\$ 1.500.000	R\$ 1.500.000
	DOMUS POPULI EMPREENHIMENTOS E CONSTRUÇÕES S/A	www.domuspopuli.com.br/	R\$ 1.500.000	R\$ 1.500.000
ANTARES CONSTRUÇÕES E INCORPORAÇÕES SPE LTDA	www.rottaely.com.br/homegallery/	R\$ 1.200.000	R\$ 1.200.000	
LONGITUDE MONTE MOR MCMV	www.longitude.com.br/empreendimentos/monte-mor-aptos	R\$ 1.500.000	R\$ 1.491.000	
2017	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há			
Atingido	VILLA CANTO DOS PÁSSAROS EMPREENHIMENTOS SPE LTDA		R\$ 750.000	R\$ 750.000
	ALMIRANTE CONSTRUÇÕES E INCORPORAÇÕES SPE LTDA	rottaely.com.br/tom/	R\$ 1.500.000	R\$ 1.500.000

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Gleba Serviços de Investimentos Participativos

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há	Não encontrado		
Atingido	GSG EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	www.caribegolfspa.com.br	R\$ 900.000,00	R\$ 738.000,00
	PARQUE DAS ÁGUAS EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	www.parquedasaguasparaiso.com.br	R\$ 600.000,00	R\$ 400.000,00
	VICORP-JATOBÁS EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA.	www.reservajatobas.com.br	R\$ 1.200.000,00	R\$ 860.000,00
	VILLA FALESIAS EMPREENHIMENTO IMOBILIÁRIO SPE S.A.	www.vitalproperties.com.br	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.477.000,00
2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	RENDAPAR IMPERATRIZ DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO LTDA	Não encontrado	R\$ 1.580.000,00	
Atingido	CANIONS EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	www.canionsresidence.com.br	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.004.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Captable

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	NOC TECNOLOGIAS LTDA	somosnoc.com.br	R\$ 350.000,00	
	MAIS SISTEMAS DE INFORMATICA LTDA	saldomais.com.br	R\$ 800.000,00	
Atingido	EIRENE PROJETOS E CONSULTORIA LTDA	http://eirenesolutions.com/	R\$ 750.000,00	R\$ 750.000,00
	TRASHIN GESTAO E COLETA DE RECICLA VEIS LTDA	http://trashin.com.br	R\$ 1.100.000,00	R\$ 1.100.000,00
	RCC INDUSTRIA E COMERCIO DE ALIMENTOS LTDA	inbeautybrasil.com.br	R\$ 700.000,00	R\$ 700.000,00
	LJF COMERCIO E CONFECÇÃO DE ROUPAS E ACESSORIOS LTDA	oamoresimples.com.br	R\$ 650.000,00	R\$ 650.000,00
2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	LOOP BIKE COMERCIO DE ARTIGOS E LOCAÇÃO DE BICICLETAS LTDA.	vaideloop.com.br	R\$ 2.000.000,00	
Atingido	Não há			

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Cluster Investimentos coletivos LTDA.

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Atingido	Não há			
Não atingido	Sunnyhug aluguel de equip. LTDA.	sunnyhug.com.br	1.000.000,00	
	Diogo Rosas Ferreira ME	otus-solution.com.br	R\$ 1.500.000,00	
	Joiz Sistemas LTDA.	joye.me	R\$ 3.000.000,00	
	Cluster21 LTDA.	cluster21.com.br	R\$ 1.750.000,00	
2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Atingido	Não há			
Não atingido	Cluster21 inv. Coletivos LTDA.	cluster21.com.br	1.750.000,00	

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## INCO Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo LTDA.

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não Atingido	Não há			
Atingido	SPE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO VILLA VERDEBH LTDA	https://estrategiaengenharia.com.br/	R\$ 300.000	R\$ 300.000
	ELLO URBANISMO E CONSTRUÇÕES LTDA	www.ellourbanismo.com.br	R\$ 750.000	R\$ 750.000
	PI LOCAÇÕES DE VEÍCULOS LTDA	www.plfrotas.com.br	R\$ 350.000	R\$ 350.000
	GAIA CONSTRUÇÕES E DESENVOLVIMENTO LTDA.	www.plfrotas.com.br	R\$ 300.000	R\$ 300.000
	CONSTRUTORA SEGENCO LTDA	www.segenco.com.br	R\$ 600.000	R\$ 600.000
	VAMOS INTERNET TELECOM LTDA	www.vamos.com.vc	R\$ 750.000	R\$ 567.000
	SPE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO TERRAS DE MINAS-BH LTDA	www.estrategiaengenharia.com.br	R\$ 750.000	R\$ 750.000
	VEREDA ENGENHARIA LTDA	www.veredaengenharia.com	R\$ 450.000,00	R\$ 450.000,00
	LEVE LOCAÇÕES SA	http://www.levelocacoes.com.br	R\$ 350.000,00	R\$ 349.000,00
	CONSTRUTORA SEGENCO LTDA	www.segenco.com.br	R\$ 900.000	R\$ 798.000
	SPE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO VILLA VERDE LTDA.	https://estrategiaengenharia.com.br/	R\$ 750.000	R\$ 750.000
2018	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não Atingido	Não há			
Atingido	ENGEVIDA – ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES SPE LTDA	Não encontrado	R\$ 750.000,00	R\$ 730.000,00
	SPE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO	Não encontrado	R\$ 449.000,00	R\$ 538.000,00
	TERRAS DE MINAS-BH LTDA.	Não encontrado	R\$ 430.000,00	R\$ 514.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## D Interação Tecnologia Eireli

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	AVANTI TECNOLOGIA EIRELI ME	www.obrazil.com.br	R\$ 360.000	
Atingido	RAFAEL VALERINI PELICIARI ME	www.adsrock.com.br	R\$ 350.000,00	R\$ 350.000,00
	MARCUS ROGERIO DE OLIVEIRA ME	www.biosensing.com.br	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
	BABYBASS INTERMEDIÇÃO DE NEGÓCIOS LTDA.	www.babypass.mobi	R\$ 350.000	R\$ 350.000

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Investweb Serviços de Internet LTDA.

2019	Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Não atingido	Não há			
Atingido	RESIDENCIAL MARQUES DE LA COLINA EMP IMOB LTDA	www.grupocr7.com.br	R\$ 1.000.000,00	R\$ 851.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## 2020

## Basement Soluções de Captação e Registro LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Radix Investimentos Florestais LTDA.	https://radixflorestal.com.br/	R\$ 672.000,00	R\$ 449.280,00
Vertigarden Serviços de Jardinagem	https://www.vertigarden.com.br/	R\$ 600.000,00	R\$ 440.000,00
Partyou Intermediações e serviços	https://partyou.com.br/	R\$ 500.000,00	R\$ 333.400,00
Radix Investimentos Florestais LTDA.	https://radixflorestal.com.br/	R\$ 660.000,00	R\$ 392.700,00
Noknox Tecnologia LTDA.	https://noknox.com/	R\$ 1.000.000,00	R\$ 1.000.000,00
NEXTALE PRODUÇÃO E DISTRIBUIÇÃO LITERÁRIA LTDA	http://www.nextale.com.br/	R\$ 400.000,00	R\$ 400.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

Beegin Soluções em *Crowdfunding* Ltda

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Engravidar Reprodução Humana Ltda	engravidar.com.br	R\$ 4.200.000,00	R\$ 4.200.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## BTR Serviços De Plataforma Eletronica E Consultoria Empresarial Ltda

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Fanek Agronegócios Eireli	não encontrada	R\$ 1.000.000,00	R\$ 1.300.000,00
TDS2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS SOLAR SPE LTDA	não encontrada	R\$ 1.750.000,00	R\$ 1.750.000,00
SOLAR21 ENERGIA SOLAR SPE S.A.	não encontrada	R\$ 1.200.000,00	R\$ 1.200.000,00
YUCA PINHEIROS EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS SPE I LTDA	<a href="http://www.yuca.live/">http://www.yuca.live/</a>	R\$ 1.850.000,00	R\$ 1.850.000,00
EDAFOPÉC AGRONEGÓCIOS LTDA	não encontrada	R\$ 1.575.000,00	R\$ 1.305.000,00
SP HOTELARIA SPE LTDA	não encontrada	R\$ 2.500.000,00	R\$ 1.715.000,00
CLINICA ODONTOLOGICA VASCONCELOS E GRESSLER S.A	não encontrada	R\$ 600.000,00	R\$ 600.000,00
YUCA LOCAÇÃO IMOBILIÁRIA LTDA.	não encontrada	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.005.000,00
AGROSUCCESSO GESTÃO DE ATIVOS AGROPECUÁRIOS LTDA	não encontrada	R\$ 4.000.000,00	R\$ 3.160.000,00
DEJOUR ENTRETENIMENTO NAUTICO LTDA	não encontrada	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.410.000,00
: SPE SAO PAULO I GERACAO DE ENERGIA SOLAR LTD	não encontrada	R\$ 1.410.000,00	R\$ 1.410.000,00
BR IPIRANGA EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO SPE LTDA	não encontrada	R\$ 1.200.000,00	R\$ 860.000,00
GSM SOLARION 01 LTDA	não encontrada	R\$ 1.680.000,00	R\$ 1.610.000,00
OURO NEGRO AGRONEGÓCIOS S/A	não encontrada	R\$ 2.599.000,00	R\$ 1.817.000,00
OPENEEM FOR LIFE GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO DE BENS E DIREITOS	não encontrada	R\$ 1.000.000,00	R\$ 880.000,00
CLÍNICA ODONTOLÓGICA VASCONCELOS, CREADO E REIS LTDA	não encontrada	R\$ 800.000,00	R\$ 800.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## BRAAIM Plataforma eletrônica de Investimentos LTDA

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Ponto Alto Mineração EIREL	não encontrado	R\$ 2.500.000,00	R\$ 2.500.000,00
Vile Construções e Reformas LTDA.	não encontrado	R\$ 499.000,00	R\$ 339.819,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Captable

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Oak's Franchise LTDA - EPP	<a href="https://www.oaksburritos.com/">https://www.oaksburritos.com/</a>	R\$ 1.100.000,00	R\$ 1.096.700,00
ARGI SISTEMAS LTDA (Pomartec)	<a href="http://pomartec.agr.br">pomartec.agr.br</a>	R\$ 600.000,00	R\$ 600.000,00
Inovapictor Consultoria Empresarial LTDA	<a href="https://inovapictor.co/">https://inovapictor.co/</a>	R\$ 130.000,00	R\$ 130.000,00
SKYDRONES TECNOLOGIA AVIONICA S.A.	<a href="https://skydrones.com.br/">https://skydrones.com.br/</a>	R\$ 900.800,00	R\$ 900.800,00
Umbler Internet LTDA	<a href="http://umbler.com.br">umbler.com.br</a>	R\$ 1.050.000,00	R\$ 1.050.000,00
LIVIMA CONSULTORIA IMOBILIÁRIA LTDA	<a href="http://livima.com.br">livima.com.br</a>	R\$ 1.000.000,00	R\$ 1.000.000,00
ALTER PAGAMENTOS LTDA	<a href="http://soualter.com.br">soualter.com.br</a>	R\$ 2.400.000,00	R\$ 2.137.600,00
WUZU SERVIÇOS DIGITAIS LTDA	<a href="https://wuzu.io/">https://wuzu.io/</a>	R\$ 1.200.000,00	R\$ 1.200.000,00
SERALL INDUSTRIA NACIONAL DE VEDACOES LTDA	<a href="https://www.serall.biz/">https://www.serall.biz/</a>	R\$ 1.320.000,00	R\$ 1.320.000,00
VULPI CONTRA TAÇÃO DE DESENVOLVEDORES LTDA	<a href="http://vulpi.com.br">vulpi.com.br</a>	R\$ 1.000.000,00	R\$ 939.000,00
: MGK SOFTWARE E SERVICOS LTDA (Leigado)	<a href="http://leigado.com.br">leigado.com.br</a>	R\$ 700.000,00	R\$ 591.500,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Cluster Investimentos Participativos

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
CLUSTER 21	<a href="http://cluster21.com.br">cluster21.com.br</a>	R\$ 1.750.000,00	R\$ 1.206.350,98
SunnyHUB Comércio e Aluguel de equipamentos	<a href="http://sunnyhub.com.br">sunnyhub.com.br</a>	R\$ 600.000,00	R\$ 470.047,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## EqSeed LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Joycar Locadora LTDA.	joycar.com.br	R\$ 3.000.000,00	R\$ 2.235.000,00
HORUS AERIAL SOLUTIONS HOLDING S.A	http://www.horusaeronaves.com/	R\$ 2.000.000,00	R\$ 2.000.000,00
GLOBALBOT TECNOLOGIA LTDA	http://www.globalbot.com.br/	R\$ 2.000.000,00	R\$ 2.000.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## GLEBBA SERVIÇOS DE INVESTIMENTOS PARTICIPATIVOS E DE CORRESPONDENTE BANCÁRIO LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
INTEGRA DESENVOLVIMENTO URBANO LTDA	http://integraurbano.com.br/	R\$ 1.000.000,00	R\$ 667.000,00
ZITUNE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	https://www.zitune.com.br/	R\$ 3.000.000,00	R\$ 3.000.000,00
PLAZA MARTIN EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE LTDA	https://www.plazamartin.com.br/	R\$ 1.700.000,00	R\$ 1.700.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## House 2 Invest Servicos de Investimentos Participativos e Consultoria Ltda.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Condomínio Residencial Ímola SPE LTDA.	https://bit.ly/2PjP6IJ	R\$ 250.000,00	R\$ 173.353,60
Maranelo Single Home Incorporação LTDA.	https://bit.ly/3q22aix	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00
Condomínio Residencial Istanbul SPE LTDA.	não encontrado	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Hurst Serviços de Investimento coletivo LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
TCA INTERMEDIÇÃO DE NEGÓCIOS LTDA	https://onumismata.com/	R\$ 2.100.000,00	R\$ 1.115.000,00
LOYOLLA LOPES ENGENHARIA E EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE LTDA	não encontrado	R\$ 2.090.000,00	R\$ 1.053.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## INCO Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
MMC CASTELO INCORPORAÇÕES SPE LTDA	https://www.grupommcbrazil.com.br	R\$ 750.000,00	R\$ 750.000,00
Inco Plataforma Eletronica de Investimento Participativo Ltda	crowdfunding.inco.vc	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Liga Empreendimentos e Urbanizacoes LTDA	http://www.bairrobompastor.com.br/liga	R\$ 360.000,00	R\$ 357.000,00
PROVI SOLUÇÕES E SERVIÇOS LTDA	não encontrada	R\$ 500.000,00	R\$ 335.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Kria Investimentos LTDA.

Captador	Página	Valor Alvo	Valor captado
Razor do Brasil LTDA	https://razorcomputadores.com.br/	R\$ 1.800.000,00	R\$ 1.797.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## Organismo Tecnologia da Informação LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
CUBi Soluções Empresariais Ltda	https://www.cubienergia.com/	R\$ 60.000,00	R\$ 58.300,00
Everlog do Brasil	https://everlogbrasil.com.br/	R\$ 130.000,00	R\$ 122.700,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).



### Startme Up Crowdfunding

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
Colmeia Tecnologia LTDA.	<a href="https://aulascolmeia.com.br/">https://aulascolmeia.com.br/</a>	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.248.000,00
Origem comércio e customização de motos LTDA.	<a href="https://www.origem.xyz/">https://www.origem.xyz/</a>	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.312.000,00
JIL Alimentos saudáveis LTDA.	<a href="https://www.100foods.com.br/">https://www.100foods.com.br/</a>	R\$ 420.000,00	R\$ 297.000,00
Aurra Serviços Especializados LTDA	<a href="https://pt.auratech.com/">https://pt.auratech.com/</a>	R\$ 1.500.000,00	R\$ 1.014.000,00
LADY DRIVER H TECNOLOGIA LTDA	<a href="https://ladydriver.com.br/">https://ladydriver.com.br/</a>	R\$ 1.400.000,00	R\$ 1.220.000,00
Trade Food Brasil LTDA.	<a href="https://tradefoodbrasil.com.br/">https://tradefoodbrasil.com.br/</a>	R\$ 540.000,00	R\$ 361.000,00
ESCOLA DE ENSINO ENDIVIDUALIZADO LTDA.	<a href="https://gamaensino.com/">https://gamaensino.com/</a>	R\$ 850.000,00	R\$ 567.000,00
MEMBRAN-I INTERMEDIAÇÃO DE NEGÓCIOS LTDA	<a href="https://en.membran-i.com/">https://en.membran-i.com/</a>	R\$ 1.050.000,00	R\$ 1.100.000,00
GAUGE INVEST TECNOLOGIA EM INVESTIMENTOS LTDA	<a href="https://grana.capital/">https://grana.capital/</a>	R\$ 700.000,00	R\$ 700.000,00
DR. C SERVIÇOS E CONTEÚDOS INFORMATIVOS LTDA.	<a href="https://drcannabis.com.br/">https://drcannabis.com.br/</a>	R\$ 2.000.000,00	R\$ 2.000.000,00
UNAIL TECNOLOGIA LTDA.	<a href="https://www.unail.com.br/">https://www.unail.com.br/</a>	R\$ 500.000,00	R\$ 250.000,00
FLAPPER TECNOLOGIA S.A.	<a href="https://www.flyflapper.com/">https://www.flyflapper.com/</a>	R\$ 2.500.000,00	R\$ 2.500.000,00
FISHTAG SOLUÇÕES EM PESCADO LTDA	<a href="https://www.fishtag.co/">https://www.fishtag.co/</a>	R\$ 900.000,00	R\$ 900.000,00
APPTITE INOVAÇÕES E TECNOLOGIA LTDA	<a href="https://www.apptite.com/">https://www.apptite.com/</a>	R\$ 3.000.000,00	R\$ 3.000.000,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

### Wiztartup Tecnologia LTDA.

Captador	Página	Valor alvo	Valor captado
X Good Brains Tecnologia Da Informação	<a href="https://xgb.com.br/">https://xgb.com.br/</a>	R\$ 500.000,00	R\$ 495.000,00
Beepay Soluções em Tecnologia.	<a href="https://beepayapp.com.br/">https://beepayapp.com.br/</a>	R\$ 402.500,00	R\$ 412.749,00

Fonte: O autor (2022); adaptado de CVM (2022).

## APÊNDICE C - TIPOLOGIA DE DOCUMENTOS UTILIZADOS NA ANÁLISE

Número	Documento	Tipo
1	Incorporadora Lança Plataforma De Informações De Alta Tecnologia, Apostando Na Retomada Do Setor	Arquivo de mídia, jornal
2	Rebim: Um Case Além Da Compatibilização	Arquivo de mídia, jornal
3	Pegaki Consultoria E Otimização De Vendas. (Conteúdo Extraído Do Website)	Website
4	Peep! Identificação, Engajamento E Mobilização De Clientes (Conteúdo Extraído Do Website)	Website
5	IOUU Intermediação Financeira Entre Pequenos Investidores E Tomadores De Crédito	Website
6	PROSUMIR Aproveitamento Energético	Website
7	Horus Aeronaves	Website
8	D3R Produção De Cervejas Artesanais	Website
9	Greenant Do Brasil Sistemas De Informacao Ltda	Website
10	Kokar - Automação Residencial	Website
11	Dindin Solucoes Financeiras S.A	Website
12	Alligator Servicos Digitais Ltda - Me	Website
13	Housed Servicos Graficos E Decoracao	Website
14	Sirius M Do Brasil Ltda	Website
15	Ulend Gestão Financeira Ltda	Website
16	Nama S.A.	Website
17	Bynd Servicos De Tecnologia Ltda.	Website
18	Peak Invest Servicos Financeiros E De Tecnologia Ltda	Website
19	Mutual Intermediacao De Negocios	Website
20	Due Laser Maquinas Ltda - Me	Website
21	Eqseed Intermediou Captação De Mais De R\$ 18 Milhões	Arquivo de mídia, jornal
22	Empreendedor.Com.Br/Noticia/Startup-De-Logistica-Pegaki-Aumenta-Seu-Alcance-Com-Nova-Solucao-Focada-No-Consumidor-Final/	Arquivo de mídia, jornal
23	Com Bancos 'Temendo' Calotes, Fintechs Avançam Em Mercado De Empréstimo	Arquivo de mídia, jornal
24	Com Fuga De Investidores E Aumento De Pedidos, Plataformas De P2P Lending Precisam Inovar	Arquivo de mídia, jornal
25	Startup Gaúcha Quer Dar Um “Choque” No Desperdício De Energia	Arquivo de mídia, jornal
26	Inovar É Criar Valor. 22 Casos De Inovação Em Micro, Pequenas, Médias E Grandes Empresas	Website
27	Drones No Manejo De Cana-De-Açúcar	Website
28	Cervejaria 3Cariocas Remodela Sua Marca E Se Torna CARIOCA BREWING CO. Com O Objetivo De Representar Melhor A Essência De Seu Negócio	Arquivo de mídia, jornal
29	Plataforma Digital Promete Revolucionar Mercado De Gestão De Energia	Arquivo de mídia, jornal
30	Startup De Gestão De Energia Capta R\$ 1,6 Milhão Via Crowdfunding	Arquivo de mídia, jornal
31	A Economia Da Locação: O Que Esperar Deste Mercado?	Arquivo de mídia, jornal
32	Papéis De Parede Housed	Website
33	Com As Taxas De Juros Em Baixa, Fintechs Buscam Intermediar O Crédito Para Pequenas Empresas Oferecendo Retorno Vantajoso Para Quem Empresta.	Arquivo de mídia, jornal
34	Fintechs Atraem Pessoas Físicas Para Financiar A Pequena Empresa	Arquivo de mídia, jornal
35	Empréstimo Sem Ir Ao Banco? Isso Já É Possível	Arquivo de mídia,

		jornal
36	Como Ganhar Dinheiro Com A Máquina De Corte A Laser	Arquivo de mídia, jornal
37	Ao Cubo – Transformando A Busca Do Lar Em Momento Inesquecível	Website, Blog.
38	Canions Residence – Um Lugar Na História	Website
39	Caribe Golf & Spa	Website
40	Catmypet	Website
41	Cervejaria Leuven	Website
42	Sobre A Chop Up	Website
43	Startup Gaúcha De Investimento Coletivo Que Permite Aplicar Desde R\$300 Amplia Atuação	Arquivo de mídia, jornal.
44	Datec Soluções Habitacionais	Website
45	Domus Populi Soluções Habitacionais	Website
46	HPR Construtora E Incorporadora	Website
47	Juridoc	Website
48	O Futuro Do Empreendedorismo É Com Mais Protagonismo – Kria Investimentos	Arquivo de mídia, jornal
49	Mais60 Saúde	Website
50	Onyo – Seu Pedido É Nossa Prioridade!	Arquivo de mídia, jornal
51	Empreendimento Parque Das Águas	Website
52	Phosphato Clube De Assinatura	Website
53	Porto Freire Empreendimentos	Website
54	Resale Outlet Imobiliário	Website
55	Simbiose Tecnologia De Impacto Social	Website
56	SMU Fintech De Investimentos	Website
57	Solar21 Serviços De Energia Solar	Website
58	Supermercado Now	Website
59	Ticiani Engenharia	Website
60	Viva Construções	Website
61	Wot Cervejaria	Website
62	Zebra Sportswear	Website
63	7 Waves	Website
64	Edge Computing: Mudando O Hoje Para Transformar O Amanhã	Arquivo de mídia, jornal
65	A Participação Das Empreendedoras	Arquivo de mídia, jornal
66	Qual É O Impacto Do Racismo Na Economia?	Arquivo de mídia, jornal
67	Ads Rock	Website
68	Amor É Simples Aluguel De Vestidos	Website
69	Apptite Delivery	Website
70	B Drops Salões Ads	Website
71	Babuxca Cachaça Artesanal	Website
72	Aplicativo De Transporte Especializado Para Levar Crianças Chega Em São Paulo	Arquivo de mídia, jornal
73	Bracon Incorporadora	Website
74	82% Dos Pais Aprovam Ensino Remoto Feito Durante A Pandemia, Aponta Pesquisa	Arquivo de mídia, jornal
75	Composta Mais	Website
76	Dr. Cannabis – Terapia Canabinoide	Website
77	Drops Moteis	Website
78	Egydio Dos Santos Incorporadora	Website
79	Estratégia Engenharia	Website
80	F2 Construtora	Website
81	Gama Academy	Website
82	Grupo Cr7 Construtora	Website

83	Inbeauty Do Brasil	Website
84	Com A Novidade, E-Commerces E Carteiras Digitais Terão Acesso Aos 50 Milhões De Brasileiros Que Não Tem Conta Em Banco Ou Cartão De Crédito	Arquivo de mídia, jornal
85	Lady Driver	Website
86	Leve Locações De Veículos	Website
87	Mcastro Construtora	Website
88	Mais Um Suplementos De Leite	Website
89	P1 Frotas	Website
90	Padrão Apptite De Qualidade	Website
91	Palazzo Rio Vermelho Construtora	Website
92	Polo Multimodal	Website
93	Tem R\$400? Esta Startup Quer Que Você Invista Em Florestas	Arquivo de mídia, jornal
94	Save Farm Eirene Solutions	Website
95	Segenco Construtora	Website
96	Trash In Reciclagem	Website
97	Vamos Internet	Website
98	Vereda Engenharia	Website
99	100 Foods	Website
100	Alter Blockchain	Website
101	Engravida Reprodução Humana	Website
102	Liga Empreendimentos E Urbanizações	Website
103	Beepay	Website
104	Cubi Startup	Website
105	Everlog Auditoria De Frete	Website
106	Fly Flapper Fretamento De Voos	Website
107	Gama Ensino	Website
108	IR 2021: Investiu Em Ações? Não Cometa Esses Erros Ao Fazer A Declaração	Arquivo de mídia, jornal
109	Horus Aeronaves Inteligentes	Website
110	Inovapictor Registro De Marcas	Website
111	Integra Engenharia	Website
112	Joycar Car Sharing Corporativo	Website
113	Leigado Gestão Pecuária	Website
114	Livima Plataforma De Venda De Imóveis	Website
115	Loteamento Plaza San Martin	Website
116	Membran Intermediação De Negócios	Website
117	Nexbooks: Livros Digitais Imersivos	Website
118	Noknox	Website
119	Oaks Burritos	Website
120	Origem Motos Elétricas	Website
121	Partyou Fintech	Website
122	Pomartec	Website
123	Razor Computadores	Website
124	Serall Vedações De Borracha	Website
125	Skydrones	Website
126	Umblar Hospedagem De Sites	Website
127	Unail Beleza E Bem-Estar	Website
128	Vertgarden	Website
129	Pesquisa Revela Que Desenvolvedores Ganham Em Média R\$5mil	Arquivo de mídia, jornal
130	Wuzu Fintech	Website
131	Yucca Apartamentos	Website
132	Za Urbanismo	Website

Fonte: O autor (2022).