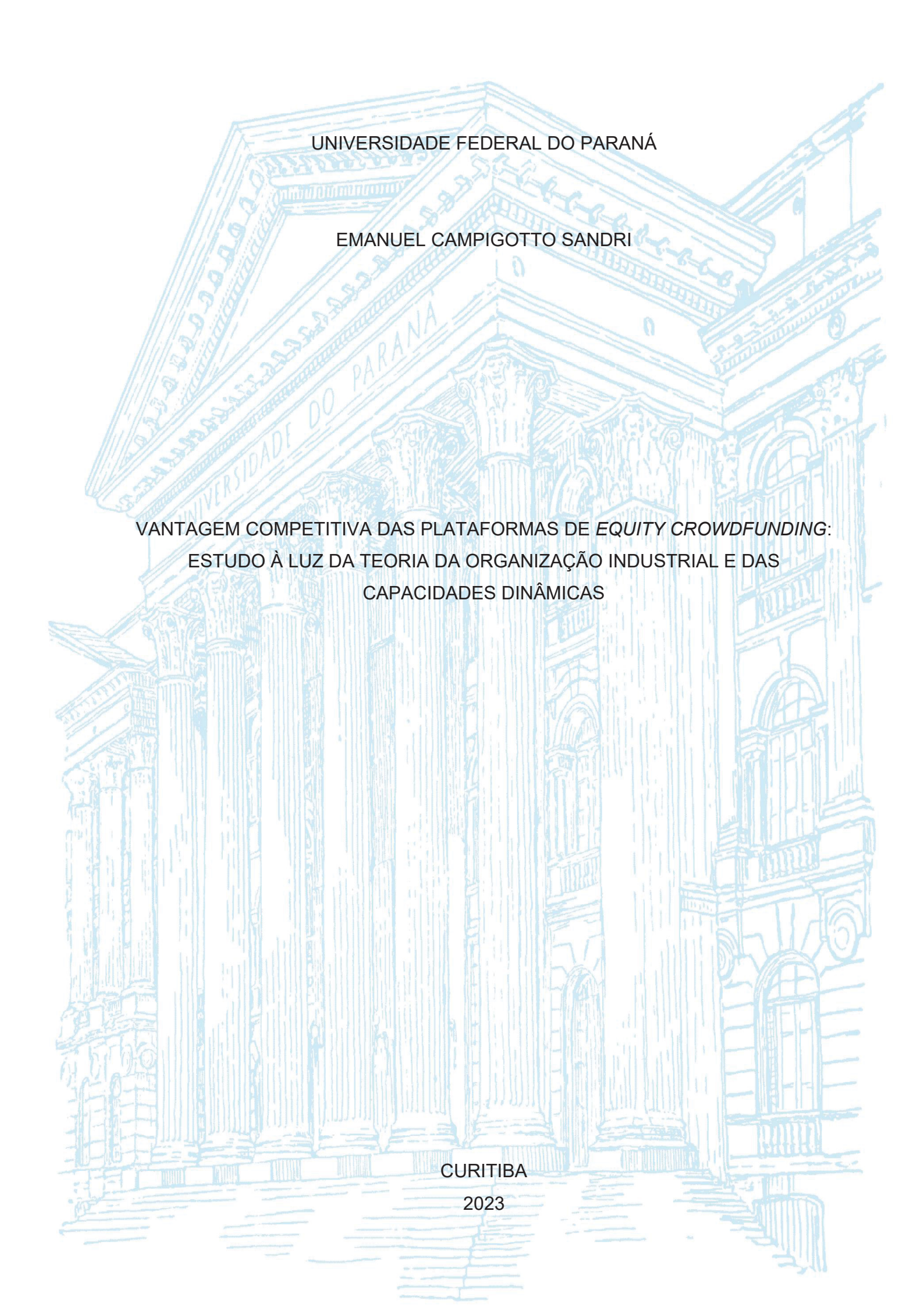




UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

EMANUEL CAMPIGOTTO SANDRI

VANTAGEM COMPETITIVA DAS PLATAFORMAS DE *EQUITY CROWDFUNDING*:
ESTUDO À LUZ DA TEORIA DA ORGANIZAÇÃO INDUSTRIAL E DAS
CAPACIDADES DINÂMICAS

CURITIBA

2023

EMANUEL CAMPIGOTTO SANDRI

VANTAGEM COMPETITIVA DAS PLATAFORMAS DE *EQUITY CROWDFUNDING*:
ESTUDO À LUZ DA TEORIA DA ORGANIZAÇÃO INDUSTRIAL E DAS
CAPACIDADES DINÂMICAS

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

Orientadora: Profa. Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim

CURITIBA

2023

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

Sandri, Emanuel Campigotto

Vantagem competitiva das plataformas de *equity crowdfunding* : estudo à luz da teoria da organização industrial e das capacidades dinâmicas / Emanuel Campigotto Sandri. – Curitiba, 2023.

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. Finanças - Inovações tecnológicas. 2. Financiamento colaborativo. 3. Vantagem comparativa (Comércio). 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 **EMANUEL CAMPIGOTTO SANDRI** intitulada: **VANTAGEM COMPETITIVA DAS PLATAFORMAS DE EQUITY CROWDFUNDING: ESTUDO À LUZ DA TEORIA DA ORGANIZAÇÃO INDUSTRIAL E DAS CAPACIDADES DINÂMICAS**, 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, 14 de Abril de 2023.

Assinatura Eletrônica

24/04/2023 13:20:56.0

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

24/04/2023 15:02:31.0

IVANO RIBEIRO

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO
PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

24/04/2023 13:26:42.0

JOSÉ ROBERTO FREGA

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

Assinatura Eletrônica

24/04/2023 19:14:20.0

ITAMIR CACIATORI JUNIOR

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE POSITIVO)

A todos aqueles que estiveram
comigo e me apoiaram nesse
sonho. Meu muito obrigado.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, a Deus, por me dar forças durante todos os passos que, muitas vezes, não foram fáceis ao longo do doutorado.

Aos meus pais, José César e Lúcia, que souberam compreender as minhas ausências pelos compromissos com a universidade e com o doutorado. A minha irmã Amabyle e meu amado sobrinho Benjamim. De me tolerarem com o cansaço e o humor, que nem sempre foi dos melhores, sendo pacientes e carinhosos, nunca deixando de acreditar em mim e nos meus objetivos.

À minha orientadora, Professora Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim, que me aceitou como seu orientado em um momento muito delicado da minha trajetória. E com seus constantes conselhos e “puxões de orelha” fizeram de mim um pesquisador, professor, estudante e um ser humano melhor. Muito obrigado, Professora Ana Paula!

Aos professores participantes das bancas que apresentaram orientações valiosas para o desenvolvimento deste projeto. À Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que junto a parceria com o nosso Grupo de Pesquisa em Inovação, Tecnologia e Competitividade – GEPITECH, forneceram os *insights* que orientaram ao problema de pesquisa desenvolvido neste trabalho.

Aos queridos professores, que me guiaram e orientaram em todos os passos do curso, entendendo meus limites e me auxiliando no desenvolvimento dos estudos acadêmicos. Não deixando de destacar a Professora Dra. Jane Mendes, que abriu a minha mente sobre o que é ser professor e como eu gostaria de mudar o mundo ao meu redor.

À Professora Dra. Queila Matitz, que gravou em meu coração o mantra “seja o professor que você gostaria de ter”, frase essa que levo em cada aula que ministro.

Ao Professor Dr. José Roberto Frega, que com sua serenidade e paciência me mostrou que os estudos quantitativos são o que eu realmente tenho paixão por trabalhar.

À Professora Dra. Fernanda Alvez, que foi muito mais que uma docente, sendo uma amiga que, por muitas vezes, me guiou e deu conselhos em momentos muito importantes na minha trajetória ao longo do doutorado.

Ao Professor Dr. June Cruz, que me ensinou que a carreira de docente é algo leve, sério e gratificante de maneiras as quais nunca imaginei anteriormente. A todos vocês, meu muito obrigado. Vocês mudaram a minha vida e a forma que vejo o mundo.

A minha amada Júlia Mitsue, que esteve ao meu lado ao longo destes quatro anos me incentivando, dando coragem, dando conforto e, na maioria das vezes, brigando comigo para me esforçar e ser o melhor de mim na academia. Meu muito obrigado, meu amor. Se estou aqui hoje, é porque você foi parte fundamental para isso.

Ao meu amigo, Jefferson Medeiros, você sabe que, se estou aqui hoje, é por causa do seu apoio e incentivo. Sejam pelas conversas e sonhos futuros ou pelos momentos daquela famosa cervejinha, que era a oportunidade de desligar um pouco a mente e entender que o descanso também faz parte do processo.

Aos meus amigos Luís Domingues e Marcos Carneiro, os quais são pilares em minha vida e que sempre estiveram comigo em todos os momentos. A vocês, que com uma palavra amiga ou uma conversa distraída sobre as nossas histórias do passado, na verdade, me deram forças para continuar em muitos momentos.

Aos queridos amigos que fiz em Curitiba e na pós-graduação. Aqui, impossível não falar da parceria e da amizade de Giovani Cruzara (Gigio), que junto comigo formamos a turma de doutorado de IT 2019, a equipe dos campeões. A nossa amizade e parceria ao longo destes quatro anos foram incríveis, você é um cara que vou levar para sempre na minha vida por tudo que passamos juntos.

E falando em equipe, junto comigo e o Giovani, também tínhamos a dupla do marketing, Paulo Mirilha. e Pedro Pimentel. Amigos que foram fundamentais em todas as etapas, desde os grupos de estudo, os créditos, seminários, artigos, bancas e tantas outras coisas que trilhamos que é quase impossível citar aqui. Meus amigos, muito obrigado por toda a parceria e ajuda, vocês são demais.

Ao meu grande amigo, Demétrio Mendonça, com quem estive junto, quase que diariamente nos anos finais do doutorado, compartilhando conhecimento, expectativas de um futuro maior e melhor para nós. Você sabe o quanto você foi importante nesta trajetória.

Ao meu amigo, Mateus Martins, você é um grande amigo. Saiba que vendo tudo que você conquistou e vai conquistar me enche de orgulho, irmão. Vi você chegando como jovem rapaz e te vi se formando como um grande homem e espelho para muitas pessoas.

Aos meus queridos amigos que o PPGADM – UFPR presenteou-me: Joyce dos Santos (minha primeira amiga e conselheira quando cheguei), Luís Serpe (exímio jogador de truco), Itamir Caciatori Jr. (o melhor churrasqueiro de São José dos Pinhais, quiçá do mundo), Daniel Velotto (o sábio), Noah Emanuel Teles Brito (meu primo de quem me orgulho ao ver a pessoa incrível que você vem se tornando), Weber Radael (pelos dois anos morando juntos e por tantas situações engraçadas, você é incrível e sabe o quanto eu admiro a sua garra), Leticia e Flávio (vocês são incríveis), Mathaus Freitag e Valentina (grandes amigos), além de todos os amigos que fizeram parte da minha vida ao longo do doutorado.

Meu agradecimento ao Msc. Fernando Moro pela parceria e paciência comigo neste trabalho e dos infindáveis testes que conduzimos ao longo dos meses. E aos colegas que toparam o desafio de coletarem mais de 28.000 dados um a um durante a fase de coleta de dados. Muito obrigado, Carla, Eli, Cintia e Gabriel.

A Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PUCPR, e ao Professor Diogo Saes, por acreditarem em mim e me concederem a oportunidade de exercer a carreira de docente junto com a instituição. A tutoria da Administração Pública da Universidade Federal do Paraná – UFPR, que me permitiu trabalhar junto com as turmas e ter a certeza de que estava escolhendo o caminho certo para a minha profissão, muito obrigado Professora Dra. Camila!

Muito obrigado de verdade, a realização desta tese e a pessoa que me tornei ao longo destes quatro anos foram graças ao apoio de todos vocês!

RESUMO

A tese tem como objetivo desenvolver uma estrutura de variáveis que se relacionam a vantagem competitiva na captação de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*. Para isso, foi utilizada a metodologia quantitativa com o modelo linear generalizado, considerando a teoria da organização industrial e das capacidades dinâmicas. O estudo identificou as variáveis que afetam a vantagem competitiva das plataformas de *equity crowdfunding* na captação de recursos financeiros. Através da análise dos dados coletados, foi possível observar que as plataformas que têm maior habilidade em gerenciar as informações sobre os investidores e os projetos em que investem, bem como aquelas que têm uma estratégia de posicionamento estratégico mais eficiente e maior capacidade de analisar as oportunidades, de adaptarem-se a essas e transformar os seus negócios para alcançar o máximo de investidores tendem a ter uma maior vantagem competitiva na captação de recursos. Dessa forma, a tese conclui que as variáveis para as plataformas identificar projetos que tenham afinidades com as redes de investidores já existentes, duração do período de captação, a presença de investidores qualificados, projetos da mesma natureza competindo no mesmo período podem ser utilizadas para orientar o desenvolvimento de estratégias para a captação de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*, melhorando assim sua posição no mercado e aumentando sua capacidade de competir com outras plataformas similares.

Palavras-chave: inovação financeira; vantagem competitiva; *crowdfunding*; *equity crowdfunding*; análise multinível.

ABSTRACT

The thesis aims to develop a framework of variables related to competitive advantage in raising financial resources through equity crowdfunding platforms. To do so, a quantitative methodology was used with a generalized linear model, considering industrial organization theory and dynamic capabilities. The study identified the variables that affect the competitive advantage of equity crowdfunding platforms in raising financial resources. Through the analysis of the collected data, it was possible to observe that platforms that have greater ability to manage information about investors and the projects in which they invest, as well as those that have a more efficient strategic positioning strategy and greater capacity to analyze opportunities, adapt to them and transform their businesses to reach the maximum number of investors tend to have a greater competitive advantage in raising resources. Thus, the thesis concludes that variables such as identifying projects that have affinities with existing investor networks, duration of the fundraising period, presence of qualified investors, and projects of the same nature competing in the same period can be used to guide the development of strategies for raising financial resources by equity crowdfunding platforms, thus improving their position in the market, and increasing their ability to compete with similar platforms.

Keywords: financial innovation; competitive advantage; *crowdfunding*; *equity crowdfunding*; multilevel analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Comparativo do volume de mercado comparativos de transações financeiras alternativas (2018)	22
Figura 2 - Volume financeiro por classificação de tipos de <i>crowdfunding</i>	23
Figura 3 - Plataformas e projetos registrados na CVM.....	25
Figura 4 - Estruturação da Tese	29
Figura 5 - Fluxo do desenvolvimento da Pesquisa	30
Figura 6 - Processo de relação de investimento por <i>crowdfunding</i>	37
Figura 7 - Diagrama de Fluxo de Fases da Revisão Sistemática	47
Figura 8 - Principais áreas temáticas dos estudos que relacionaram vantagem competitiva com <i>crowdfunding</i>	53
Figura 9 - Proposta de Modelo de Capacidades Dinâmicas para estudar a Vantagem Competitiva	58
Figura 10 - Apresentação da composição da relação da vantagem competitiva entre as plataformas e projetos de <i>crowdfunding</i>	60
Figura 11 - Modelo analítico	96
Figura 12 - Exemplo de Relatório que consta projetos em "andamento"	104

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais Conceitos sobre Inovação.....	33
Quadro 2 - Variáveis e hipóteses sobre as capacidades dinâmicas das plataformas	66
Quadro 3 - Variáveis e hipóteses sobre o posicionamento estratégico das plataformas	73
Quadro 4 - Variáveis e hipóteses sobre as capacidades dinâmicas dos projetos de <i>equity crowdfunding</i>	79
Quadro 5 - Variáveis e hipóteses sobre o posicionamento estratégico dos projetos de <i>equity crowdfunding</i>	84
Quadro 6 - Fontes de dados para consulta de dados secundários	98
Quadro 7 - Variáveis e Autores	99
Quadro 8 - Variáveis coletadas das plataformas	102
Quadro 9 - Variáveis coletadas dos projetos	103
Quadro 10 - Resultado das capacidades dinâmicas das plataformas	131
Quadro 11 - Resultado do posicionamento estratégico das plataformas	137
Quadro 12 - Resultado das capacidades dinâmicas dos projetos	143
Quadro 13 - Resultado do posicionamento estratégico dos projetos	147

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Artigos selecionados para a revisão sistemática	52
Tabela 2 - Etapas da Análise dos Modelos Lineares Generalizados	108
Tabela 3 - Variáveis retiradas da amostra	109
Tabela 4 - Agrupamento dos projetos em categorias	110
Tabela 5 - Agrupamento das plataformas em categorias	111
Tabela 6 - Variáveis utilizadas no modelo linear generalizado	115
Tabela 7 - Análise Binomial - Variável Dependente: Alcançou o valor solicitado....	116
Tabela 8 - Análise Gama - Variável Dependente: Proporção de Captação	119
Tabela 9 - Modelos finais de análise compilados.....	123

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

AIC	Critério de informação de Akaike
AFE	Análise Fatorial Exploratória
AFC	Análise Fatorial Confirmatória
BACEN	Banco Central do Brasil
CCAF	<i>Cambridge Centre for Alternative Finances</i>
CF	<i>Crowdfunding</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
HHI	Índice de Herfindahl–Hirschman
P2P	<i>Peer to Peer</i>
TWB	The World Bank

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	19
1.2 JUSTIFICATIVA	19
1.2.1 Cenário Global do <i>Crowdfunding</i>	22
1.2.2 Cenário Brasileiro de <i>Equity crowdfunding</i>	25
1.3 OBJETIVOS	27
1.3.1 Objetivo geral	27
1.3.2 Objetivos específicos	27
1.4 ESTRUTURA DA TESE	28
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	31
2.1 INOVAÇÃO	31
2.2 INOVAÇÕES E TECNOLOGIAS FINANCEIRAS	33
2.3 <i>CROWDFUNDING</i>	35
2.3.1 Captação de recursos por <i>crowdfunding</i>	36
2.4 TEORIAS DAS VANTAGENS COMPETITIVAS	39
2.4.1 Organização Industrial	39
2.4.2 Teoria dos Recursos	41
2.4.3 Processos de Mercado	43
2.4.4 Capacidades Dinâmicas	45
2.5 ESTADO DA ARTE SOBRE <i>CROWDFUNDING</i> E COMPETIÇÃO	47
2.6 VANTAGENS COMPETITIVAS EM PLATAFORMAS E PROJETOS DE <i>CROWDFUNDING</i>	50
2.7 ELEMENTOS TEÓRICOS ENTRE PLATAFORMAS DE <i>CROWDFUNDING</i> E AS TEORIAS DE VANTAGEM COMPETITIVA	54
2.8 VARIÁVEIS E HIPÓTESES	59
3. MATERIAL E MÉTODOS	85
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	86
3.2 DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA E OPERACIONAL	86
3.3 MODELO LINEAR GENERALIZADO	96
3.4 COLETA DE DADOS	97
3.5 POPULAÇÃO E AMOSTRA	100
4. ANÁLISE	101

4.1 VISÃO GERAL DOS DADOS.....	101
4.1.1 Observações sobre as plataformas e projetos	101
4.2 ANÁLISE DOS MODELOS LINEARES GENERALIZADOS.....	107
4.2.1 Formatação dos dados e remoção das variáveis faltantes.....	108
4.2.2 Agregação das variáveis em categorias.....	109
4.2.3 Distribuição das variáveis dependentes	111
4.2.4 Ajuste dos Modelos Lineares Generalizados	114
4.2.5 Modelo Linear Generalizado - Binomial (Variável Dependente - “Alcançou o valor de captação?”).....	115
4.2.6 Modelo Linear Generalizado - Binomial (Variável Dependente - “Alcançou o valor de captação?”) - Análise de Resíduos.....	118
4.2.7 Modelo Linear Generalizado - Gama (Variável Dependente - Proporção de Captação).....	119
4.2.8 Modelo Linear Generalizado - Gama (Variável Dependente - Proporção de Captação) - Análise de Resíduos.....	121
4.2.9 Síntese dos modelos analisados	122
5. RESULTADOS.....	124
5.1 CAPACIDADES DINÂMICAS AS PLATAFORMAS	124
5.2 POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DAS PLATAFORMAS	132
5.3 CAPACIDADE DINÂMICAS DOS PROJETOS	138
5.4 POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DOS PROJETOS	144
6. CONCLUSÃO	148
6.1 OBJETIVO GERAL	149
6.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	150
6.3 CONTRIBUIÇÕES	156
6.3.1 Contribuições Práticas.....	157
6.3.2 Contribuições Teóricas.....	157
6.4 LIMITAÇÕES.....	158
6.5 PESQUISAS FUTURAS.....	159
6.6 FINANCIAMENTO.....	160
REFERÊNCIAS.....	161

1. INTRODUÇÃO

As captações de recursos financeiros por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários intermediadas por plataformas *online* que conectam investidores a projetos que buscam financiamento são conhecidas como *crowdfunding* (BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015). Esse modelo de financiamento coletivo surge da necessidade de financiar ideias em projetos, em sua maioria inovadores e com dificuldades de captação financeira no mercado tradicional (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020).

A captação de recursos financeiros por *crowdfunding* pode ser dividida em quatro categorias I) *peer-to-peer lending*, empréstimos recompensado com juros entre pessoas físicas e jurídicas; II) *equity*: especializada no financiamento e desenvolvimento de novos negócios, na qual o investidor recebe em troca uma participação acionária da empresa; III) *reward*: investimento que são recompensados com produtos ou serviços, não necessariamente financeiros; e, IV) *donation*: financiamentos filantrópicos em que não há expectativa de retorno financeiro ou de outra natureza (ZIEGLER et al., 2021).

Esse princípio de aporte financeiro vem como uma nova maneira, quando comparada aos modelos bancários tradicionais, de oferecer a oportunidade de investimentos ou até mesmo ganhos mais rápidos, além de contar com custos de transações relativamente menores (JANKŮ; KUČEROVÁ, 2018). O entendimento dessa alternativa de financiamento é estimulado pelo mercado global de finanças, como também pelas instituições bancárias e não bancárias (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018).

O modelo de negócio apresenta um crescimento na captação de recursos financeiros de projetos por intermédio de plataformas (MIGLO, 2022). A Kickstarter, maior plataforma mundial dessa modalidade, demonstra que desde o seu lançamento em 2009, já captou mais de 5,7 bilhões de dólares em mais 200 mil projetos (KICKSTARTER, 2021). Já a previsão de crescimento do mercado global para a arrecadação dos projetos de *crowdfunding*, entre os anos de 2022 e 2025, está em mais de 196 bilhões de dólares (TECHNAVIO, 2021). Como apresentado por Astrauskaitė e Paškevičius (2018), a oferta desta modalidade de captação de recursos

financeiros tende a aumentar em todo o mundo (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018).

Dentre as categorias de *crowdfunding*, destacam-se as plataformas especializadas em *equity crowdfunding* focadas em captar financiamento para o desenvolvimento de novos negócios, onde o investidor recebe em troca uma participação acionária da empresa (MAMONOV; MALAGA, 2018), esse é um investimento de risco, renda variável, porquanto não há garantia de retorno. O crescimento global deste modelo de financiamento alternativo alcançou mais de 1.5 bilhões de dólares arrecadados ao redor do mundo no ano de 2018, para o desenvolvimento de novos negócios (ZIEGLER *et al.*, 2021).

O cenário brasileiro não é diferente, conforme dados da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2021), entre os anos de 2016 e 2020, 396 projetos solicitaram investimentos para seus empreendimentos, por meio de plataformas de *equity crowdfunding*, somando um capital total pretendido de quase 260 milhões de reais. Desses, apenas 226 projetos conseguiram atingir o objetivo de captação de recursos financeiros, totalizando o valor próximo de 198 milhões de reais (SERPE, 2022).

Com o crescimento do número de projetos e a quantidade de plataformas para intermediar os investimentos, é necessário desenvolver vantagens competitivas para se destacar em um mercado competitivo e alcançar os valores financeiros almejados. Isso, porque, quanto maior a quantidade de concorrentes e projetos em um segmento, menor será o desempenho de uma campanha (CHEN, 2021; GE; LUO, 2016). Assim, compreender como as plataformas de *equity crowdfunding* podem se destacar e desenvolver vantagens competitivas é interessante para os três grupos de agentes envolvidos: a plataforma, os investidores e as empresas em busca de recursos. A competição existe entre as plataformas tanto na busca de investidores, como na busca e seleção de bons projetos. Essa competição é medida pelo sucesso da captação dos recursos financeiros, que é identificado quando o valor solicitado a investidores no mercado alcança a sua totalidade sendo assim transferido ao empreendedor que gerencia o projeto de *crowdfunding* (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014). Neste trabalho a ocorrência de desempenho econômico acima da média de mercado, em função das estratégias adotada pela firma perante os seus concorrentes, é retratada como a vantagem competitiva. Porém, com o aumento do número de projetos e a quantidade de plataformas para intermediar os investimentos, há também a necessidade de se desenvolver vantagens competitivas

para se destacar no mercado. Pois, quanto maior a quantidade de competidores em um nicho de mercado, menor será o desempenho de uma campanha (CHEN, 2021; GE; LUO, 2016).

Dentro desse aspecto, o objetivo geral desta pesquisa é determinar uma estrutura de variáveis que se relaciona à vantagem competitiva na captação de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*. Sobre esta perspectiva, estuda-se neste trabalho a relação da vantagem competitividade das plataformas de *equity crowdfunding* à luz das teorias da organização industrial e das capacidades dinâmicas. Essas teorias foram selecionadas, após a revisão da literatura de competição e *crowdfunding*, pela sua compatibilidade com o fenômeno investigado.

Esta pesquisa se propõe a analisar em conjunto as plataformas e os projetos, algo não identificado em trabalhos acadêmicos anteriores. A interdependência das ações dos projetos e das plataformas de forma individual ou conjunta podem se relacionar a vantagem competitiva de ambos. Mesmo que o desenvolvimento de suas capacidades e competências sejam de forma individual (JOHAN; ZHANG, 2020; XU; RIBEIRO-SORIANO; GONZALEZ-GARCIA, 2015; ZHANG, LING; YANG, 2021), o resultado das estratégias desenvolvidas por esses influenciam a captação de recursos para os projetos, refletindo diretamente nas receitas das plataformas.

Vinculado as áreas temáticas do Grupo de Pesquisa em Inovação, Tecnologia e Competitividade – GEPITECH, a presente tese busca avançar nas contribuições teóricas e práticas presentes nas teses doutoral de Itamir Caciatori Junior (2020) e Luís Filipe Serpe (2022). O primeiro desenvolveu uma estrutura analítica dos impactos das vantagens competitivas das inovações financeiras sobre os modelos bancários tradicionais. Já o segundo identificou as características das entidades atuantes dentro dos projetos de *crowdfunding*, intermediada por plataformas de captação de recursos financeiros, sobre a perspectiva teórica da Gestão da Inovação e do Crescimento da Firma. A presente tese complementa os estudos desenvolvidos por e nas conclusões empíricas da tese de Serpe (2022).

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

O financiamento entre pessoas físicas e jurídicas para a captação de recursos mobiliários de projetos intermediadas por plataformas *online* é conhecido como *crowdfunding* (BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015). Em destaque, a modalidade de *equity crowdfunding*, que se baseia em conseguir recursos financeiros para o desenvolvimento de novos empreendimentos, onde o patrocinador do projeto alcança uma participação acionária da empresa (MAMONOV; MALAGA, 2018). Ou seja, é um investimento de risco, sem garantias formais de retorno, além das características do projeto.

O aumento do número de plataformas e projetos de *crowdfunding*, em paralelo à limitação de recursos do investidor para patrocinar diversos projetos, gera a necessidade das plataformas e seus projetos se destacarem no mercado ao buscarem os recursos financeiros solicitados. Em outras palavras, existe concorrência entre as plataformas e entre os diferentes projetos de uma mesma plataforma.

Com o aporte teórico das vantagens competitivas busca-se identificar quais variáveis podem influenciar o sucesso na captação (vantagem competitiva) de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*. Determina-se o objeto de estudo deste trabalho as plataformas de *equity crowdfunding* e as vantagens competitivas que elas devem gerar para se sobressair no mercado de captação de recursos mobiliários. Dessa maneira, apresenta-se o seguinte problema de pesquisa:

Qual conjunto de variáveis se relacionam para gerar vantagem competitiva durante a captação de recursos financeiros nas plataformas de *equity crowdfunding*?

As próximas subseções exploram a justificativa da escolha do tema e o objeto de estudo a ser aprofundado neste trabalho. Além disso, são apresentadas as contextualizações dos cenários global e nacional do *equity crowdfunding*.

1.2 JUSTIFICATIVA

A comunidade acadêmica dedica-se a compreender os fatores de sucesso do *crowdfunding* (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018), sendo que alguns trabalhos já buscaram identificar o êxito na captação de recursos financeiros, por meio de projetos e campanhas de arrecadação colaborativa (BELLEFLAMME; OMRANI;

PEITZ, 2015; DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018; LI; CAO, 2021; ZHOU; YE, 2019). Estes estudos apresentam variáveis que se relacionam as capacidades de uma plataforma alcançar resultado superior nas intermediações financeiras quando comparadas aos seus concorrentes (BI et al., 2019; GAL-OR; GAL-OR; PENMETSA, 2019; GERNEGO et al., 2020; Y. SONG et al., 2019). Além disso, estes estudos apresentam variáveis que inferem se relacionam as capacidades de uma plataforma alcançar resultado superior nas intermediações financeiras quando comparadas aos seus concorrentes (BI et al., 2019; GAL-OR; GAL-OR; PENMETSA, 2019; GERNEGO et al., 2020; SONG et al., 2019).

Focados na competição de maneira secundária, estudos anteriores (GERNEGO et al., 2020; SOUBLIÈRE; GEHMAN, 2020; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2015) buscaram apresentar quais eram as relações que levavam ou as plataformas de *crowdfunding* ou os projetos a alcançarem a vantagem competitiva pelos recursos financeiros. Um dos casos é o estudo de Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020), que identificou que a diferenciação ou segmentação da plataforma está associada positivamente ao desempenho da mesma. A escolha das estratégias que reduzem incertezas do insucesso do projeto.

Sobre os trabalhos que abordaram a perspectiva dos projetos, identificou-se o artigo de Astrauskaitė e Paškevičius (2018), que comprovam empiricamente, que a capacidade dos empreendedores em desenvolver um objetivo claro, bem como o cronograma de suas atividades, influenciam positivamente o sucesso da campanha. Outro ponto citado pelos autores é a capacidade no desenvolvimento da comunicação e entrega dos anúncios dos projetos. Essa atividade, que é compartilhada junto com a plataforma de *crowdfunding*, fortalece a relação dos níveis de análise das plataformas e dos projetos, para entender como o sucesso de um está relacionada ao do outro (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018).

A lacuna de pesquisa para este trabalho apresentou-se durante a revisão da literatura, onde não foram observadas pesquisas anteriores que estudassem as teorias de vantagem competitiva com o fenômeno de *crowdfunding*. Também não foram encontradas discussões sobre como a sua perspectiva e aplicação dessas teorias apresentaram os fatores que influenciam a capacidade de uma plataforma de *equity crowdfunding* de se sobressair sobre a concorrência no sucesso das captações financeiras.

Estuda-se a competição das plataformas de *equity crowdfunding* à luz das teorias da organização industrial e das capacidades dinâmicas. A seleção dessas se fez após a revisão da literatura de competição e *crowdfunding*, pela sua compatibilidade com o fenômeno investigado. A fundamentação para isso encontra-se na subseção 2.7 ELEMENTOS TEÓRICOS ENTRE PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING E AS TEORIAS DE VANTAGEM COMPETITIVA

Dentre as justificativas desta tese, apresenta-se a necessidade de uma visão expandida para compreender como é possível para as plataformas de *equity* obterem e manterem suas vantagens competitivas (NISAR; PRABHAKAR; TORCHIA, 2020; D'AVENI; GUNTHER, 1996). Contribuindo com o campo de estudo ao elaborar novas compreensões de quais fatores influenciam a vantagem sobre a competição neste segmento de mercado.

Em relação à contribuição teórica, este trabalho busca avançar na literatura existente sobre inovações financeiras e *crowdfunding*, ao identificar relações não identificadas na literatura sobre competição neste segmento, gerando assim uma discussão abrangente sobre os níveis de interação entre plataformas e seus projetos. Além disso, a abordagem metodológica, por meio de análise estatística quantitativa multinível, também é uma contribuição da pesquisa.

Essa oportunidade de analisar o fenômeno sobre a perspectiva da relação das ações da plataforma e dos projetos é algo não identificado anteriormente na literatura. Trabalhos anteriores focaram o seu objeto de estudo ora no projeto (BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015; DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018; GRÜNER; SIEMROTH, 2017; JOHAN; ZHANG, LING; YANG, 2021; LI; CAO, 2021; MAZZERO, 2019; ZIEGLER et al., 2019) ora na plataforma de *crowdfunding* (BI et al., 2019; COSMA et al., 2021; DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020; GAL-OR; GAL-OR; PENMETS, 2019; MORSCHHEUSER; HAMARI; MAEDCHE, 2019; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2015).

A justificativa e contribuição prática estão na pesquisa de forma que os gestores das plataformas e os empreendedores conheçam e identifiquem as variáveis que podem auxiliar alcançarem-no alcance da vantagem competitiva pelos recursos financeiros. Bem como, auxiliar órgãos reguladores a verificar quais os impactos que a competição neste segmento de mobiliários pode gerar para a economia.

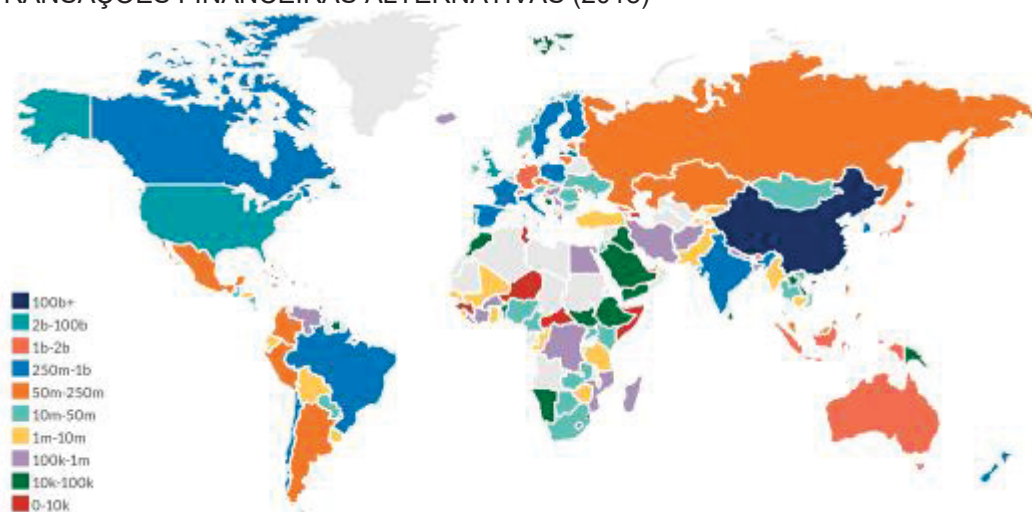
Em complemento, a justificativa do presente trabalho, explicitadas nas duas próximas subseções (1.1.1 e 1.1.2), abordam o cenário global e brasileiro sobre o

equity crowdfunding. Essas informações mostram o crescimento deste mercado, a importância e a necessidade de estudar o fenômeno de *equity crowdfunding*.

1.2.1 Cenário Global do *Crowdfunding*

As modalidades alternativas de financiamento movimentam volumes financeiros significativos ao redor do mundo. Conforme o *Cambridge Centre for Alternative Finances* - CCAF (2019), apenas no ano de 2018, foram mais de 300 bilhões de dólares movimentados nesta nova modalidade de transações financeiras alternativas ao sistema bancário tradicional. Na FIGURA 2, apresentam-se o comparativo do volume de mercado e os comparativos de transações financeiras alternativas, sendo possível identificar o volume de capital movimentado pelos países no mundo ao longo do ano de 2018 (ZIEGLER et al., 2021).

FIGURA 1 - COMPARATIVO DO VOLUME DE MERCADO COMPARATIVOS DE TRANSAÇÕES FINANCEIRAS ALTERNATIVAS (2018)



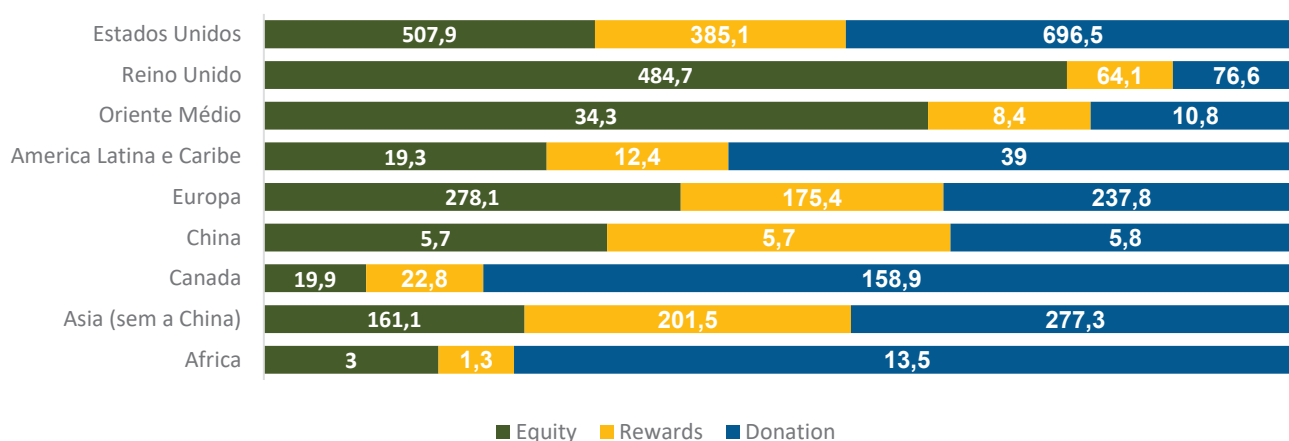
Fonte: Ziegler et al. (2021).

Dentre esses países, plataformas de *marketplace* focadas em empréstimos financeiros de pessoas para pessoas (*P2P Lending*), sejam físicas ou jurídicas, arrecadaram, em 2018, o montante de 195 bilhões de dólares (ZIEGLER et al., 2021). Focando no objeto desta tese, pode-se observar que, apenas no ano de 2018, os valores movimentados ao redor do mundo com plataformas de *crowdfunding* totalizaram U\$ 3.031 bilhões, dividindo-se nas modalidades de *equity* (U\$ 1.515 bilhões), *reward* (U\$ 877 milhões) e *donation* (U\$ 639 milhões) (ZIEGLER et al., 2019).

Conforme a Valuates (2019), uma empresa especializada na elaboração de relatórios de pesquisa de mercado, o valor arrecado com campanhas de captação de recursos financeiros estava em mais de 12 bilhões de dólares, em 2019. Contando com uma previsão de crescimento de 11,2%, a estimativa é de que, em 2026, o capital arrecadado alcance o montante de 25,8 bilhões de dólares ao redor do mundo (VALUATES, 2019).

No relatório “*The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*”, idealizado por Ziegler et al. (2021), é apresentado o *market share* em que cada região do globo constitui na captação de recursos financeiro por sua classificação, representada pela FIGURA 2.

FIGURA 2 - VOLUME FINANCEIRO POR CLASSIFICAÇÃO DE TIPOS DE CROWDFUNDING



Fonte: adaptado de Ziegler et al. (2021).

A segunda maior concentração financeira se encontra no modelo de *donation crowdfunding*, que totaliza um valor de aproximadamente U\$ 1.516 bilhões de dólares no ano de 2018. Nesse modelo, o Canadá foi o país com maior participação de classificação *donation* (78,23%) nos tipos de *crowdfunding*, com uma arrecadação de U\$ 158,9 milhões (ZIEGLER et al., 2021). Sobre este aspecto, Hrenyk e Grant (2016), ao apresentarem o estudo “*An Exploration Of Crowdfunding On Kickstarter Canada*”, identificaram que características culturais dos canadenses, bem como projetos que se encontravam no próprio país e com grande exposição midiática, são fatores que colaboram para o sucesso das campanhas de doação.

Em relação ao volume financeiro, os Estados Unidos se destacam em primeiro lugar na modalidade de captação de recursos financeiros *equity*, tendo gerado uma

movimentação de capital de U\$ 507,9 milhões. Em segundo lugar, o destaque foi Reino Unido, que gerou uma movimentação de U\$ 484,7 milhões de dólares no ano de 2018 (ZIEGLER et al., 2021).

Para Mamonov e Malaga (2018), o *Title III of the JOBS Act*, que foi o ato regulatório dos Estados Unidos para o aumento de capital investido em empresas que captam recursos financeiros por intermédio das plataformas de *crowdfunding* na modalidade *equity*, justificam o aumento de dinheiro investido nesse mercado.

Conforme o “*The 5th Uk alternative finance industry report*” elaborado pela *University of Cambridge*, as *startups* e as pequenas e médias empresas são as que mais utilizam os recursos captados por fundos de investimentos alternativos (68%), ao sistema financeiro tradicional. Dessas, em 2017, utilizaram a modalidade *equity crowdfunding* para a arrecadação de aproximadamente 13% do capital utilizado para o investimento de empresas em seu estágio inicial (ZHANG et al., 2016). Este incentivo no início da criação de uma empresa foi fundamental para contribuir na geração de empregos e no crescimento econômico (YASAR, 2021).

Para o desenvolvimento deste mercado, a estrutura central do *crowdfunding* se encontra na habilidade de captar recursos financeiros de diversos investidores, sejam eles públicos ou privados, independentemente de sua localização geográfica. Dessa maneira, as plataformas que intermediam este desafio apresentam três pontos a serem considerados: I – evitar a barreira geográfica; II – entregar uma relação de confiança entre investidores e investidos, e; III – desenvolver uma forma em que o capital dos investidores alcancem os projetos que estão captando os recursos financeiros (TAN; REDDY, 2020).

Neste sentido, dentro do cenário global de *crowdfunding*, destaca-se o desenvolvimento de ecossistemas de investimentos que apresentam a segurança para investidores e intermediadores financeiros. Esse modelo de relação se baseia em componentes culturais, sociais, políticos e econômicos cuja combinação influencia a criação e o avanço de novos empreendimentos (SPIGEL, 2017).

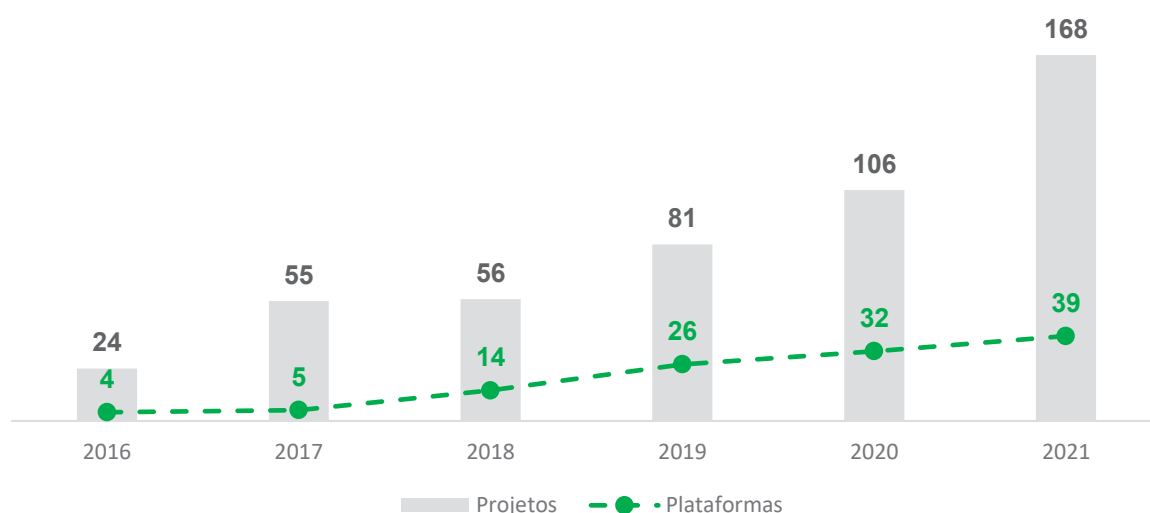
Esse desenvolvimento é fomentado pelo intermédio de comunidades de investidores, empreendedores que estão dispostos a contribuir no crescimento desta modalidade de financiamento alternativo (SONG et al., 2015). Além do apoio de fatores como regulações, tecnologias e aspectos culturais que são determinantes para a expansão da confiança entre as partes (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017).

1.2.2 Cenário Brasileiro de *Equity crowdfunding*

Sobre a América Latina, principalmente no cenário brasileiro, os levantamentos publicado na tese doutoral de Serpe (2022) apontam que foram arrecadados ao todo U\$ 15.237.081 (R\$ 46.006.340), na modalidade de *equity crowdfunding*. Quando comparados ao ano de 2020, a mesma modalidade de captação de recursos financeiros angariou U\$ 18.599.679 (R\$ 84.401.300), sobre a cotação de dezembro do mesmo ano (SERPE, 2022).

No Brasil, 98 projetos buscaram captar recursos financeiros no ano de 2016 e apenas 24 delas conseguiram alcançar os objetivos propostos, ou seja 25% das propostas alcançaram o sucesso. Já em 2020, dos 106 projetos, 74 ofertas (70%), com a popularização do modelo e a regulação deste segmento, conquistaram o valor procurado em suas propostas (SERPE, 2022). A quantidade de ofertas de projetos e a quantidade plataformas registradas na CVM são apresentadas na FIGURA 3.

FIGURA 3 - PLATAFORMAS E PROJETOS REGISTRADOS NA CVM



Fonte: Adaptado de Serpe (2022).

Dentre as justificativas para o crescimento dessas captações financeiras, Ribeiro (2021) através de análises quantitativas, reconhece que o aumento é influenciado positivamente pelo desenvolvimento de regulações, gerando maior confiança para os investidores.

No Brasil, o mercado de *crowdfunding* é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A regulação para investidores, isto é, para empresas que buscam

a captação de recursos mobiliários e as plataformas de *equity crowdfunding*, inicialmente foi realizada por meio da Instrução Normativa nº 588, de 13 de julho de 2017. Em 2021, a CVM alterou partes da instrução normativa nº 588, por intermédio da Resolução nº 61 de 27 de dezembro de 2021 (CVM, 2021). Dentre as principais alterações, encontram-se a atualização dos dados a serem divulgados pelas plataformas no relatório anual de captação. As informações são quanto aos investidores em a) qualificados, b) não qualificados com investimentos até R\$ 10.000,00 e c) não qualificados com investimentos acima de R\$ 10.000 (CVM, 2021).

Em julho de 2022, a Resolução CVM nº 88/2022 entrou em vigor, alterando a regulamentação das operações de *crowdfunding*. Essa nova normativa substitui a Instrução CVM nº 588/2017 (CVM, 2022). As principais alterações são quanto a) à ampliação do teto de captação de recursos financeiros para R\$ 15 milhões; b) à ampliação dos limites de receita bruta de empresas de pequeno porte que de R\$ 40 milhões passou para 80 milhões de reais; c) ao aumento de capital social de R\$ 100 mil reais para R\$ 200 mil das plataformas de *crowdfunding*; e, d) à obrigatoriedade da escrituração dos valores mobiliários emitidos, nos termos da regulação específica da CVM.

As políticas públicas buscam incentivar o financiamento para a geração de empreendedorismo nesses ecossistemas, fomentando um ambiente saudável para o crescimento das empresas (CICCHIELLO, 2019). Tais iniciativas se fundamentam sobre a perspectiva da elaboração de um quadro regulatório adequado e busca atender às necessidades dos investidores e dos empreendedores (CICCHIELLO, 2019).

Por outro lado, a elaboração de regulações específicas que auxiliam o desenvolvimento dos investimentos em novas empresas e projetos também devem assegurar de forma clara e transparente ao mercado, às comunidades, aos investidores e ao próprio governo, como os valores serão investidos. Com esta visão, análises sobre o risco do negócio são necessárias para o crescimento do modelo de negócio de *crowdfunding* (HORNUF; SCHWIENBACHER, 2017). Dentre os riscos identificados se encontram a) a inexperience do investidor e natureza de maior risco das empresas investidas; b) o risco relacionado com a natureza dos títulos oferecidos em plataformas de *crowdfunding*; c) os consumidores que não recebem informações adequadas; d) a falha ou má conduta do operador da plataforma; e) a fraude do emissor (BOEDDU; CHIEN, 2022).

O excesso de regulação pode, porém, tornar-se impeditivo para o desenvolvimento econômico das plataformas e projetos de *crowdfunding*. Na tese doutoral de Serpe (2022) concluiu-se que, no modelo brasileiro da modalidade *equity*, os investidores conseguem mitigar os riscos da operação ao pulverizar seus investimentos em vários projetos ou pelos valores máximos possível por contribuição por projeto. A aplicação de uma legislação específica para o modelo o *equity crowdfunding* pode trazer benefícios e segurança para os investidores, plataformas e projetos, contudo entraves legais em países que não estão em um estágio avançado desse modelo de captação de recursos podem atrapalhar o desenvolvimento do negócio no respectivo território (HORNUF; SCHWIENBACHER, 2017).

Por isso, deve-se levar em consideração a maturidade do país e suas exigências regulatórias sobre o modelo de financiamento de *crowdfunding*, com o fim de assegurar que uma regulação excessiva ou não madura o suficiente torne-se algo que não incentive essa modalidade de financiamento coletivo.

Na subseção seguinte apresenta-se o objetivo geral desta pesquisa e os específicos.

1.3 OBJETIVOS

Nesta subseção, serão descritos o objetivo geral desta pesquisa e os objetivos específicos que serão investigados para alcançá-lo.

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral baseia-se em desenvolver uma estrutura de variáveis que se relacionam à vantagem competitiva na captação de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*.

1.3.2 Objetivos específicos

Buscando alcançar o objetivo geral desta pesquisa, apresentam-se a seguir os objetivos específicos:

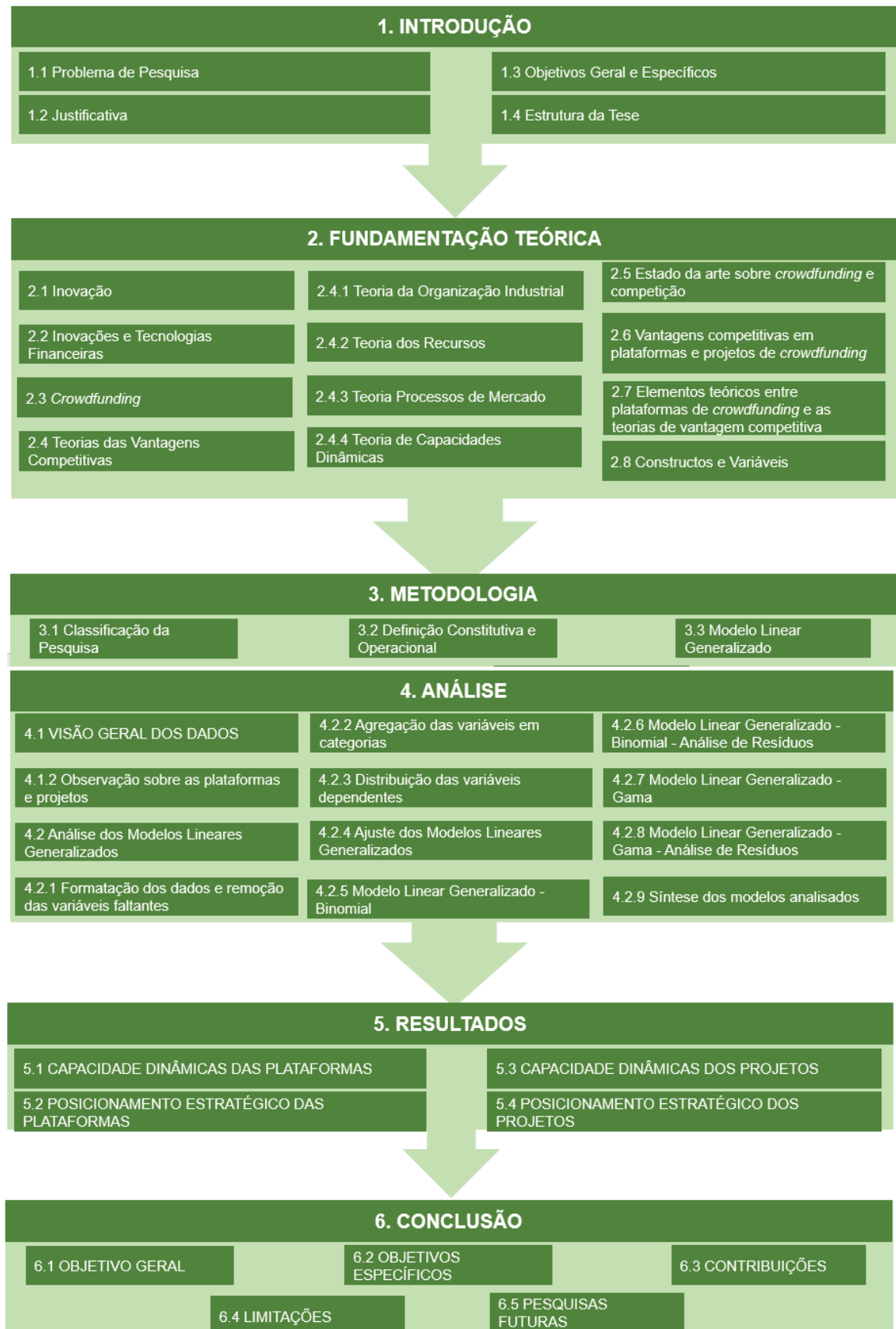
- a) Identificar quais variáveis relacionam-se à vantagem competitiva nas plataformas de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva da teoria das capacidades dinâmicas;
- b) Identificar quais variáveis relacionam-se à vantagem competitiva nas plataformas de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva da teoria da organização industrial;
- c) Identificar quais variáveis relacionam-se à vantagem competitiva nos projetos de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva teoria das capacidades dinâmicas;
- d) Identificar quais variáveis relacionam-se à vantagem competitiva nos projetos de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva da teoria da organização industrial;
- e) Desenvolver um Modelo Linear Generalizado para validar as variáveis que se relacionam à vantagem competitiva das plataformas e dos projetos de *equity crowdfunding*.

1.4 ESTRUTURA DA TESE

Após a introdução, contextualização do problema de pesquisa, da justificativa, dos objetivos gerais e específicos, outras duas seções se apresentam. A

FIGURA 4, a seguir, demonstra a estruturação da presente tese.

FIGURA 4 - ESTRUTURAÇÃO DA TESE



Fonte: O autor (2022).

Na segunda seção, intitulada fundamentação teórica, são apresentados os conceitos de inovação, inovações e tecnologias financeiras, *crowdfunding* e suas modalidades, bem como a forma como uma operação de financiamento coletivo, intermediado por uma plataforma online, é realizada.

Em seguida, destacam-se as principais teorias que abordam a vantagem competitiva, sendo elas: teoria da organização industrial, teoria dos recursos, teoria dos processos e mercado e teoria das capacidades dinâmicas. bem como a justificativa da seleção da teoria da organização industrial e das capacidades dinâmicas para o aporte teórico na discussão do fenômeno da vantagem competitiva entre as plataformas de *equity crowdfunding* e seus projetos.

A reflexão delas em conjunto ao estado da arte do *crowdfunding* e sua relação com a competição serve como base para identificar as variáveis que influenciam o alcançarem a vantagem competitiva pelos recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*. Além disso, a discussão teórica sobre os fatores que influenciam a vantagem competitiva nesse modelo de financiamento alternativo serve como suporte para a elaboração das hipóteses abordadas neste estudo.

No terceiro capítulo, metodologia, são apresentadas as hipóteses de pesquisa, sua classificação, as definições constitutivas e operacionais, o modelo linear generalizado, a coleta de dados e a população e amostra. A FIGURA 5 resume o fluxo utilizado para o desenvolvimento desta pesquisa.

FIGURA 5 - FLUXO DO DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA



Fonte: O autor (2022).

No quarto capítulo é apresentada a apreciação do trabalho, na qual se discute a visão geral dos dados captados, as considerações sobre as plataformas e projetos. Na sequência são apresentadas as análises dos modelos lineares generalizados.

O quinto capítulo apresenta a discussão dos resultados identificados nesta tese com a literatura, abrangendo os estudos anteriores e *insights* que foram elaborados ao longo do desenvolvimento do trabalho. Nesse aspecto, retomam-se as discussões ao fenômeno da vantagem competitiva entre as plataformas de *equity crowdfunding* e a teoria da organização industrial e das capacidades dinâmicas.

No último capítulo, são apresentadas as conclusões desta tese, retomando os objetivos gerais e específicos, as contribuições práticas e teóricas, bem como as limitações deste trabalho.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O objetivo desta seção é apresentar os estudos que auxiliam na compreensão teórica e na elaboração das relações do fenômeno proposto para o desenvolvimento da presente tese, conforme o objetivo geral e específicos, presentes na subseção 1.3. Nas três primeiras seções (2.1 a 2.3), são conceituados os temas de inovação, tecnologias financeiras e *crowdfunding*. As teorias sobre vantagem competitiva são apresentadas na seção 2.4 e suas quatro subseções (2.4.1 a 2.4.4). Na sequência, as seções 2.5 e 2.6 desenvolvem a conjuntura entre as teorias de vantagem competitiva, que vem a corroborar com o estudo do fenômeno de *crowdfunding*.

Por fim, o capítulo encerra com a seção (2.8) que trata das fundamentações das hipóteses e variáveis que serão analisadas ao longo da presente tese.

2.1 INOVAÇÃO

A inovação tornou-se tema de pesquisa recorrente no ambiente acadêmico (DURISIN; CALABRETTA; PARMEGGIANI, 2010; MEYER-BRÖTZ et al., 2018; RANDHAWA; WILDEN; HOHBERGER, 2016; ZHANG et al., 2016). A origem dos estudos está, principalmente, nos trabalhos de Joseph A. Schumpeter ao referir-se à “destruição criativa” como centro das mudanças econômicas necessárias nos processos, produtos e mercados existentes na indústria. A inovação decorrente altera os cenários econômicos e é fonte de competitividade (SCHUMPETER, 1944; 1983).

As organizações buscam, na inovação, oportunidades e vantagens competitivas sobre os atuais ou potenciais concorrentes (HAGEDOORN, 1996).

Vários trabalhos buscaram definir, de maneira conceitual, os processos da inovação dentro da conjuntura organizacional. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, por meio do Manual de Oslo, apresenta a inovação como “[...] um produto ou processo novo ou melhorado (ou uma combinação dos mesmos) que difere significativamente dos produtos ou processos anteriores e que foi disponibilizado para usuários em potencial ou colocado em uso pelo mercado” (OECD/EUROSTAT, 2018, p. 20).

Dentre esses, podem ser apresentados um produto, serviço ou processo melhorado ou novo, novos métodos de marketing ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, organização do local de trabalho ou relações externas (OECD/EUROSTAT, 2018). A perspectiva é de que a inovação possa melhorar a posição de uma organização em um determinado mercado, aumentando assim suas vantagens competitivas (OECD/EUROSTAT, 2018; TIDD; BESSANT; PAVITT, 1997).

Outra importante fonte na conceituação de inovação, o Manual de Frescati, compilado de metodologias para avaliação econômica e o fomento da Pesquisa e Desenvolvimento – P&D, refere-se à inovação como o arranjo de produtos novos, mais eficazes ou, ao menos, significativamente melhorados, por meio de novos processos e métodos em um determinado mercado (OECD, 2015).

Já a Pesquisa de Inovação – PINTEC, desenvolvida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, conceitua a inovação como “[...] produto e processo é definida pela implementação de produtos (bens ou serviços) ou processos novos ou substancialmente aprimorados. A implementação da inovação ocorre quando o produto é introduzido no mercado ou quando o processo passa a ser operado pela empresa.” (IBGE, 2014, p. 17). Esses conceitos de inovação estão apresentados no QUADRO 1, a seguir:

QUADRO 1- PRINCIPAIS CONCEITOS SOBRE INOVAÇÃO

Fonte	Conceito	Ano
Manual de Oslo	“[...] um produto ou processo novo ou melhorado (ou uma combinação dos mesmos) que difere significativamente dos produtos ou processos anteriores e que foi disponibilizado para usuários em potencial ou colocado em uso pelo mercado.”	2018
Manual de Frascati	“[...] arranjo de produtos novos, mais eficazes ou, ao menos, significativamente melhorados, por meio de novos processos e métodos em um determinado mercado.”	2015
Pesquisa de Inovação – PINTEC	produto e processo é definida pela implementação de produtos (bens ou serviços) ou processos novos ou substancialmente aprimorados. A implementação da inovação ocorre quando o produto é introduzido no mercado ou quando o processo passa a ser operado pela empresa.”	2014

Fonte: O autor (2022).

Por fim, Tidd, Bessant e Pavitt (1997) indicam duas formas para segmentar a inovação: radical e incremental. A inovação radical é o resultado de uma renovação de como os produtos e serviços podem ser utilizados, geralmente vinculados a uma mudança de ambiente, e as inovações incrementais são melhorias de qualidade, processos ou produções e que podem vir a representar ganhos por sua eficiência.

2.2 INOVAÇÕES E TECNOLOGIAS FINANCEIRAS

Conforme a economia e as inovações financeiras ampliam suas atividades de forma mais rápidas que as regulações, muitas vezes expandindo-as para além das fronteiras de uma nação, os reguladores passam a necessitar de mecanismos institucionais para os devidos controles do mercado financeiro (BIS, 2020).

Neste sentido, William L. Silber (1983), em seu trabalho *“The Process of Financial Innovation”*, demonstra a inovação financeira como um subproduto das regulamentações. Segundo o autor, o principal ponto é que essas inovações surgem com o propósito de contornar a restrições impostas pela regulamentação. Não negando a importância do papel do regulador nesse mercado, mas sim a burocracia e regras, pois essas restrições tendem a limitar o avanço das tecnologias e inovação no setor financeiro.

Conforme Ranchordás (2015), a legislação por vezes atrasa a inovação, por conta da sua demora em ser escrita e aprovada pelos órgãos reguladores do sistema tradicional. Estes atrasos, podem influenciar negativamente o desenvolvimento de novos negócios ou evitar situações de riscos por sua demora em ser disponibilizada

(RANCHORDÁS, 2015). Além disso, entraves legais em países que estão em um estágio avançado de inovação pode por atrapalhar o desenvolvimento de novos negócio e ganhos de mercado (HORNUF; SCHWIENBACHER, 2017).

O Banco Central do Brasil – BACEN (2017) conceitua as organizações que têm como objetivo principal fornecer soluções tecnológicas financeiras como “Financial Technology” (Tecnologia Financeira), ou de forma abreviada, Fintechs (ARNER; BARBERIS; BUCKLEY, 2015). Essas empresas desenvolvem novos modelos de negócios, aplicativos e processos ou produtos com um efeito substancial associado aos mercados e instituições financeiras e prestação de serviços financeiros (BACEN, 2020).

As mudanças causadas por este novo tipo de serviço estão transformando o setor financeiro e a economia de forma geral, afetando desde o sistema de pagamentos, políticas monetárias e até a regulamentação do sistema financeiro (BIS, 2020).

Assim, o fenômeno das tecnologias financeiras também atraiu a atenção de estudos acadêmicos (FOSSO WAMBA, et al., 2020; GOMBER; KOCH; SIERING, 2017; WU, 2017). Por exemplo, o número de trabalhos científicos publicados na área, principalmente entre os anos de 2015 e 2018, aumentaram de forma significativa (CACIATORI JUNIOR; CHEROBIM, 2020).

Dentre essas inovações financeiras destacam-se o *Blockchain* que são estruturas públicas de informações onde todas as transações confirmadas são armazenadas em blocos de texto e compartilhadas com os participantes dessa cadeia (WANG et al., 2018), o *Open Banking*, que trata do compartilhamento, de forma segura, das informações de pessoas físicas e jurídicas com outras instituições bancárias (GOZMAN; HEDMAN; SYLVEST, 2018), das plataformas de *Crowdfunding*, que permitem o financiamento coletivo de projetos e empreendimento a partir da captação de recursos financeiros de diversos investidores (MOLLICK, 2014), dos Bancos Digitais, que são instituições financeiras que ofertam seus produtos e serviços de forma online (CACIATORI JUNIOR, 2020) e o PIX, que são sistemas de pagamentos que permitem aos usuários executar e finalizar pagamentos em tempo real (ALFONSO; TOMBINI; ZAMPOLLI, 2020),

2.3 CROWDFUNDING

Dentre os tipos de inovações financeiras, o modelo de financiamento coletivo, também conhecido como *crowdfunding*, ganhou destaque em diversas áreas do conhecimento como gestão (BURTCH; GHOSE; WATTAL, 2013; STEMLER, 2013; VISMARA, 2016), finanças (CUMMING; JOHAN, 2013; ESTRIN; GOZMAN; KHAVUL, 2018; HORNUF; SCHWIENBACHER, 2017) e da ciência da computação (HARTMANN et al., 2019; WOLFSON; LEASE, 2011).

A atenção a esse fenômeno constitui-se por tratar de uma fonte alternativa para empreendedores buscarem financiamento para os seus negócios. Assim, empresas podem recorrer a plataformas *online* para a arrecadação de fundos sem, necessariamente, ter que recorrer ao sistema bancário tradicional. Conforme Gomber, Koch e Siering (2017), estudos empíricos relatam o volume crescente de projetos que angariaram fundos por meio dessas plataformas no mundo inteiro.

O conceito de *crowdfunding*, conforme Mollick (2014), baseia-se em um novo método para o financiamento coletivo de empreendimentos, possibilitando a realização de projetos com fins lucrativos, culturais ou sem fins lucrativos como os sociais, ao captar recursos financeiros de diversos investidores em troca de futuros produtos ou patrimônios.

Esse tipo de financiamento surge como uma alternativa aos empréstimos do modelo bancário tradicional e tem como característica a captação de recursos de muitos investidores que financiam, diretamente, empreendedores de organizações com fins lucrativos ou não (DE BUYSERE et al., 2012; MOLLICK, 2014; NISAR; PRABHAKAR; TORCHIA, 2020). Dessa forma, por meio das campanhas de *Crowdfunding* e das transações online, o financiamento coletivo oferece aos investidores uma nova maneira de doar aos outros e investir em projetos que talvez não aconteceriam sem seu apoio financeiro (GERBER; HUI, 2013).

O relatório europeu de *benchmarking* para alternativas financeiras, conforme Ziegler et al. (2019), apresenta que os modelos de negócio de *Crowdfunding* podem ser divididos, basicamente, em quatro tipos:

1. *Peer-to-Peer Lending*: quando pessoas físicas ou jurídicas realizam empréstimos mutuamente com o intuito de restituir o valor financeiro ao longo de um determinado período;

2. *Equity crowdfunding*: quando são adquiridas partes acionárias de uma empresa, semelhante a ações;
3. *Reward Crowdfunding*: onde os investidores de uma campanha de captação de recursos financeiros recebem recompensas em troca dos investimentos, podendo ser produtos ou serviços não financeiros;
4. *Donation Crowdfunding*: investimentos com intuitos filantrópicos, sem expectativa de recebimento de retornos sejam eles financeiros ou não.

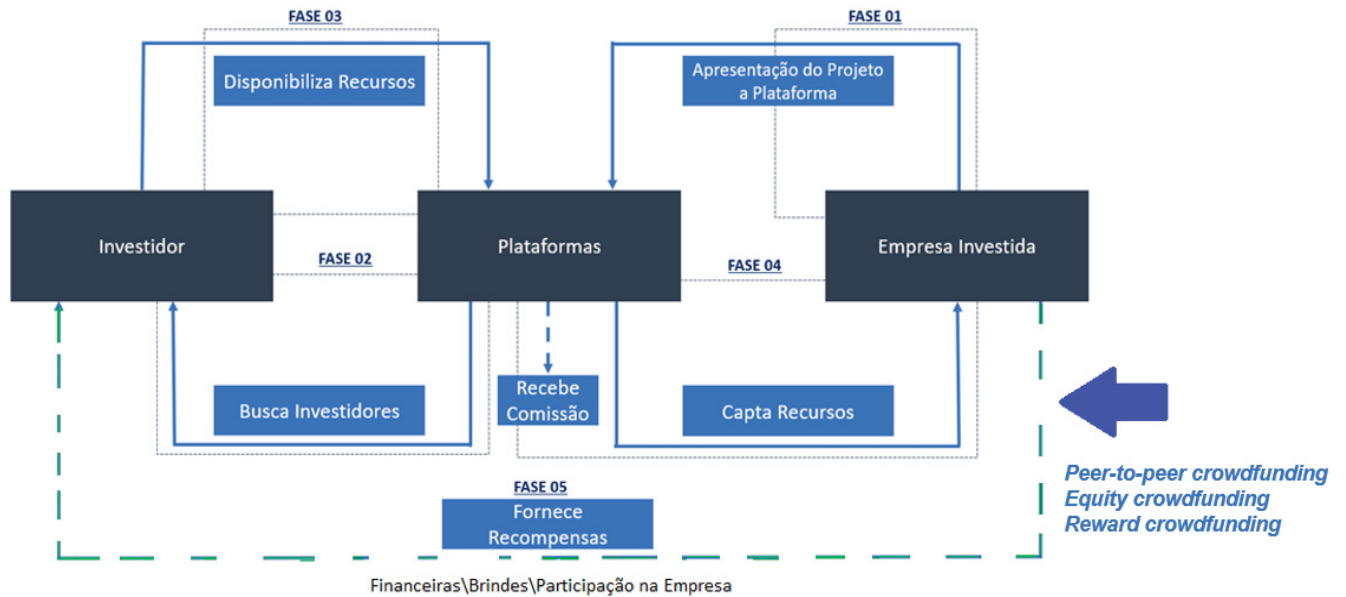
Como apresentado na introdução, o objeto de estudo deste trabalho está focado nas plataformas de *equity crowdfunding* e as vantagens competitivas que elas devem gerar para sobressair-se no mercado de captação de recursos mobiliários. Na próxima subseção (2.3.1), será retratado como as modalidades de *crowdfunding* atuam, em especial o modelo de *equity*.

2.3.1 Captação de recursos por *crowdfunding*

Entende-se que *crowdfunding* é uma alternativa para a captação de recursos, em relação ao sistema de financiamento bancário tradicional. Pessoas físicas ou empreendedores de organizações com fins lucrativos, culturais ou projetos sociais solicitam a contribuição monetária de agentes superavitários, quer seja pessoa física, quer seja jurídica. O aporte pode ser uma doação ou uma operação com interesses econômicos. O investimento pode retornar por meio de produtos/serviços futuros, ações (sociedade na empresa) ou pagamento de juros.

Como apresentado anteriormente, o objeto de estudo desta tese são as plataformas de *equity crowdfunding*. O modelo de negócio que será discutido na sequência evidencia o funcionamento dos processos envolvidos neste tipo de financiamento alternativo e também explica as suas diferenças em relações às outras modalidades de *crowdfunding*.

Para isso, é preciso compreender as fases do processo de captação de recursos para as empresas investidas por intermédio das plataformas. A FIGURA 6, a seguir, apresenta os agentes/empresas com necessidade de investimentos, plataformas e investidores e as relações entre eles.

FIGURA 6 - PROCESSO DE RELAÇÃO DE INVESTIMENTO POR CROWDFUNDING

Fonte: O autor (2022).

Ao iniciar um processo de captação de recursos, uma empresa que precisa investimentos (fase 01) procura uma plataforma de *crowdfunding* e apresenta um projeto que deve cumprir requisitos para cada regulação/contrato/processo do país e da plataforma de hospedagem. Geralmente, as informações contidas na proposta do projeto são o título, vídeo, descrição do uso planejado para os fundos, meta de financiamento, duração da campanha, descrições de recompensas e que informações financeiras, como orçamento e taxa interna de retorno, também são apresentados nessa etapa.

Caso o projeto atenda a todos os requisitos que a plataforma *online* julgue necessários para a arrecadação e o projeto venha a ser aprovado e/ou selecionado, a empresta investida contrata a plataforma (fase 02), que realizará a campanha para angariar fundos junto a diversos investidores.

Durante a fase 03, os investidores têm como opção doar o dinheiro para a campanha sem receber nenhum valor em troca, como apresentado anteriormente nos tipos de *crowdfunding* de doação, ou esperando receber alguma retribuição financeira ou não financeira. Durante este processo, é necessário captar 100% dos fundos solicitados pelo projeto para que este seja repassado a empresa que o executará. Todas as campanhas possuem um tempo determinado em contrato para a arrecadação dos investimentos e caso o valor não seja alcançado, os recursos

disponibilizados voltam aos investidores. Os valores arrecadados ficam depositados em uma conta bancária até o fim do período de captação. Essas são denominadas contas *escrow*. Permitindo que se assegure a confiança entre as partes até que as transações sejam concluídas.

Alcançando os investimentos necessários dentro do prazo determinado, fase 04, a plataforma *online* de captação de recursos recebe parte do valor como comissão do seu trabalho de divulgação e arrecadação dos recursos financeiros.

Existem diversos modelos de contratação em projetos de *equity crowdfunding* e os investidores devem estar atentos às particularidades de cada um. A seguir, serão apresentados alguns dos principais tipos de contratos utilizados nesse modelo de investimento:

- a) Contratos de investimento coletivo: são contratos de investimento entre os investidores e a empresa, nos quais se definem as condições de aporte de capital;
- b) Contrato de mútuo: empréstimo de dinheiro em que uma das partes (o mutuante) empresta dinheiro para outra (o mutuário), que deve devolver o valor emprestado com juros;
- c) Ações preferenciais: ações emitidas por empresas que possuem prioridade na distribuição de dividendos em relação às ações ordinárias não conferindo, em sua maioria, voto em assembleias;
- d) Notas conversíveis em ações: títulos de dívida que podem ser convertidos em ações da empresa em determinadas condições. São utilizadas em rodadas de investimento para atrair investidores que desejam participar do crescimento da empresa como acionistas, e;
- e) Ações ordinárias: são as ações mais comuns nas bolsas de valores e dão ao seu detentor uma parte proporcional do patrimônio e dos lucros da empresa.

Por fim, na fase 05, ao desenvolver o projeto e conseguir sucesso na implementação ou elaboração da proposta inicial, a empresa que captou os recursos realiza o pagamento por meio de uma retribuição financeira (empréstimos remunerados ou ações) ou não financeira (prêmios, patrocínio, produtos/serviços), ou ainda, caso tenha optado por projetos de doação, não receberá nenhuma retribuição em troca (HUI; GREENBERG; GERBER, 2015).

Este modelo de captação de recursos financeiros, apresentado por Hui; Greenberg e Gerber (2015) é focada nos modelos de negócio de *peer-to-peer lending*, *reward* e *equity crowdfunding*. Na forma de *donation*, o modelo se encerra na fase 04, onde o propósito do investimento é ajudar alguém ou alguma causa, não sendo esperada recompensas em troca. Reforçando, o modelo de *equity crowdfunding* é o que será abordado neste trabalho, sendo contemplado pelas fases 01 a 05 desta explicação.

2.4 TEORIAS DAS VANTAGENS COMPETITIVAS

O estudo "Vantagem Competitiva: os modelos teóricos atuais e a convergência entre estratégia e teoria organizacional", de Vasconcelos e Cyrino (2000), destaca o crescimento da complexidade nas indústrias e o impacto das decisões gerenciais na obtenção de resultados superiores em relação aos concorrentes, enfatizando a gestão de processos e recursos para obtenção de lucro.

O artigo analisou as quatro principais correntes teóricas que buscam compreender o fenômeno da vantagem competitiva. Esse conceito parte das ações e estratégias que uma organização desenvolve buscando o desempenho econômico superior quando comparado à média de mercado (VASCONCELOS; CYRINO, 2000). Esse trabalho serve como base para a escolha da abordagem metodológica adequada para a vantagem competitiva. Fazendo o resgate de outros estudos que exploraram esse fenômeno nas organizações, ele sistematiza as teorias e características sobre a vantagem competitiva das firmas e serve de base para novos estudos (BARBOSA, 2011; CACIATORI JUNIOR, 2020).

As teorias estudadas são as da Organização Industrial, Recursos, Processos e Mercados e Capacidades Dinâmicas. Apresenta-se as principais abordagens de cada uma das teorias, seus conceitos e como elas definem as vantagens competitivas sobre cada lente teórica.

2.4.1 Organização Industrial

A Organização Industrial – OI analisa as operações e o desempenho de mercados imperfeitamente competitivos, das indústrias e como as firmas competem entre si nestes ambientes (CABRAL, 2002; CHURCH; WARE, 1962). O início das

abordagens teóricas sobre a Organização Industrial se dá nos trabalhos seminais de Bain (1951) e Mason (1939) que, ao estudarem a organização dos oligopólios, cenário mercadológico ao qual poucas organizações possuem maior concentração da parcela de mercado, conseguiram identificar aspectos sobre as vantagens que as firmas já estabelecidas em suas determinadas indústrias possuíam sobre novos competidores.

De seus estudos foi desenvolvido o modelo *Structure-Conduct-Performance* (SCP), ou modelo Estrutura-Comportamento-Performance. Este modelo embasa-se na premissa de que o desempenho econômico das firmas está diretamente vinculado às estratégias junto aos seus fornecedores, tendo como resultados as fixações de preços, competição, políticas de pesquisa e desenvolvimento, entre outras (BAIN, 1951; MASON, 1939; VASCONCELOS; CYRINO, 2000). Logo, a firma assume seus posicionamentos estratégicos competitivos conforme a organização da indústria¹.

Neste sentido, Porter (2008) estende esta discussão apresentando que “[...] a estrutura da indústria tem uma forte influência na determinação das regras competitivas do jogo, bem como das estratégias potencialmente disponíveis para a firma.” (PORTER, 2008, p. 28). Dessa maneira, a evolução dos modelos de organização industrial é objetiva quanto o seu desenvolvimento e a percepção de causalidade do modelo, iniciando pela disposição da indústria que influencia as práticas dos agentes econômicos, o que orienta a performance das firmas (VASCONCELOS; CYRINO, 2000).

Para isso, são determinados três pontos competitivos, baseado na análise de diversos setores econômicos, que são a inovação em produtos e serviços, nos processos de produção e no marketing da firma. Esse último destaca-se por se tratar de pontos mais difíceis de serem copiados pelos concorrentes, tais como o preço, canais de atendimento, entre outros (GHEMAWAT, 1986).

Carl Shapiro (1989) incrementa as abordagens competitivas em que uma firma pode se apoiar, sendo essas desde o investimento em capital físico (ativos intangíveis, *know-how*, propriedade intelectual, P&D, entre outros), o controle estratégico das informações, rede de competição e a padronização de produtos, além da contratação de capital humano qualificado.

¹ Firma e indústria são conceitos da Teoria Econômica: firma é a unidade de produção e/ou prestação de serviço e a indústria é a reunião das firmas atuando em um mesmo negócio.

Sobre o aspecto de inovação, o estudo da organização industrial expande-se com o trabalho de Varian (2018) ao analisar o uso de tecnologias de inteligência artificial e aprendizado de máquina. O seu trabalho propõe que a utilização desses recursos tecnológicos reflete diretamente na concorrência de determinado setor ao aumentar ou reduzir economias de escala nas empresas (VARIAN, 2018).

A aplicação da organização industrial em *fintechs* é representada no artigo de Qi, Yang e Wang (2022), ao demonstrar que os bancos tradicionais chineses, considerados um monopólio, estão ganhando *marketshare* e aumentando os seus lucros conciliando as tecnologias financeiras em conjunto com o modelo tradicional. Para novos entrantes, os autores apresentam que a necessidade da cooperação com as *fintechs* é necessária para desenvolver produtos inovadores e alcançar os lucros desejados (QI; YANG; WANG, 2022).

Ao analisar a competitividade das empresas do setor financeiro Caciatori Junior (2020) apresenta a teoria da organização industrial como aporte teórico para identificar formas de se alcançar a vantagem competitiva em uma indústria já consolidada e regulada. No setor financeiro, a adoção de posicionamento estratégicos por novos entrantes em indústrias já consolidadas pode determinar o sucesso ou a falha do empreendimento.

2.4.2 Teoria dos Recursos

A teoria dos recursos, ou baseada em recursos, investiga a vantagem competitiva, na perspectiva em que os recursos e competências internas às firmas influenciam e geram rendas superiores. Suas estratégias não se limitam apenas aos posicionamentos, aos mercados e suas forças externas, mas também na gestão desses pela própria organização (AMIT; SCHOEMAKER; SCHOEMAKER, 1993; BARNEY; CLARK, 2007; PENROSE, 1996; PETERAF, 1993).

Logo, as firmas não se limitam a se adaptar as condições externas (ameaças e oportunidades), mas também influenciam o mercado com seus processos dinâmicos ao gerenciar seus recursos (PENROSE, 1996; PORTER, 1998). A gestão eficaz desses recursos (raros, alto valor, imitável e não substituíveis), ao se diferenciar de seus concorrentes, pode ser considerada fonte de vantagem competitiva ao atender determinada oportunidade de mercado (ANDREWS, 1987; BARNEY, 1991).

Nesta perspectiva, é apresentado o conceito de heterogeneidade, que conforme Peteraf (1993), trata-se das capacidades desenvolvidas pelas firmas desenvolvem ao competir em um determinado mercado, sendo necessária para preservação da vantagem competitiva, constituindo os recursos e capacidades divididos de forma distinta entre as organizações (BARNEY, 1991). Assim, as empresas com recursos marginais, ou menores, tendem a tomar ações defensíveis para manter seu posicionamento, enquanto empresas com quantidades superiores de recursos alcançam rendas ricardianas.

Wernerfelt (1984) estabelece uma relação entre recursos e lucros, baseada na capacidade de barganha com fornecedores e compradores, além da existência de ameaças de recursos substitutos no mercado. Para manter essas vantagens competitivas, as empresas precisam focar na criação de valor e resistir às tentativas de imitação, cópia ou substituição dos recursos que estão gerando essas vantagens por parte dos concorrentes, conforme destacado por Barney (1991).

Dessa maneira, o desempenho da firma está atribuído a gestão e a alocação dos recursos que ela retém ou adquire em um determinado mercado ao longo do tempo, partindo daí as suas vantagens competitivas, assim as fontes de lucros superiores que estão vinculadas ao gerenciamento dos recursos pela própria organização (FOSS, 1993).

A abordagem baseada em recursos apresenta a vantagem competitiva pelo tipo e natureza dos estoques dos recursos da organização, focados nos pontos que impedem ou atrapalham a cópia pelos concorrentes, e as vantagens competitivas sustentáveis que se referem aos recursos raros ou específicos que sustentam a posicionamento estratégico de uma firma em um determinado setor (KRETZER; MENEZES, 2006).

As vantagens competitivas advindas dos recursos podem ser relacionadas as imperfeições de mercado, de forma oposta à visão econômica neoclássica que afirma que os fatores de produção (recursos e capacidades) são elásticos e à medida que a demanda aumenta ou diminui, as quantidades de recursos disponíveis no mercado os acompanham (BARNEY, 1986).

Na teoria baseada em recurso, esta situação é tratada de forma contrária: durante a inelasticidade da oferta, ocorre o aumento da procura por determinado recurso ou competência; as firmas que possuem os recursos poderão obter lucros

acima do normal, tornando-se desta maneira uma das fontes de vantagem competitiva (PETERAF, 1993).

Dentre os recursos intangíveis que uma organização pode desenvolver, Eze; Nurse e Jassim (2018) demonstram que os *big data* e as análises preditivas estão na vanguarda do gerenciamento dos recursos e das operações. Pois o gerenciamento desses recursos, alinhados a aplicação das tecnologias na gestão influenciam diretamente a capacidade de gerenciamento dos custos e no desempenho operacional (EZE; NURSE; JASSIM, 2018).

No contexto de *crowdfunding*, o trabalho de Chan et al. (2018) demonstrou que recursos únicos e específicos auxiliam o processo de captação de recursos para os projetos que buscam arrecadação nas plataformas. Porém, essa característica por si só não sustenta o sucesso na captação dos recursos, sendo necessário combinar e recombina diversos recursos tangíveis e intangíveis para conseguir o resultado desejado (CHAN et al., 2018).

2.4.3 Processos de Mercado

Processos de Mercado tem como fonte os trabalhos da Escola Austríaca de Economia, em destaque a influência de autores como Carl Menger, Von Mises, Hayek, Kirzner e Schumpeter (JACOBSON, 1992; VASCONCELOS; CYRINO, 2000). Esta escola concentra-se nas dinâmicas das firmas, dos mercados e das concorrências. Para esses autores, o mercado não se encontra em equilíbrio, sendo que as descobertas e contribuições constantes das próprias organizações, ao identificar e interagir com as informações disponíveis, geram a dinâmica de mercado e da concorrência. Dessa maneira, as organizações, , procuram inovar constantemente a fim de alcançar o objetivo de alcançar lucros superiores (JACOBSON, 1992).

A escola austríaca destaca os lucros, não como o resultado do poder de monopólio, mas sim como a consequência e o incentivo para a descoberta e inovação (JACOBSON, 1992), diferentemente da teoria da organização industrial (BAIN, 1951).

Neste sentido, Schumpeter (1944), em sua obra “*Capitalism, Socialism and Democracy*”, apresenta o conceito de “destruição criativa”: a inovação é o centro das mudanças econômicas, sendo necessário realizar “destruições criativas ” nos processos, produtos e mercados existentes da indústria, para reinventar o processo constantemente, gerando novos cenários econômicos e competitivos.

Esta dinâmica afeta diretamente a competitividade incentivando as firmas a se adaptarem ao mercado caso queiram continuar nele (JACOBSON, 1992). A exemplo, Barney (1986) defende que as estratégias de mercado são mutáveis e estão sempre presentes desde o desenvolvimento ações para adquirir recursos até a implementação de novos planos de negócios, refletindo diretamente na capacidade da firma de se adequar as constantes mudanças da indústria.

O processo histórico das transformações estruturais, segundo a visão schumpeteriana, transcorre da inovação e pode ser dividida de cinco maneiras: a) lançamento de um novo produto ou uma nova espécie de produto já conhecido; b) aplicação de novos métodos de produção ou venda de um produto (ainda não comprovado na indústria); c) abertura de um novo mercado (mercado para o qual um ramo da indústria ainda não existia ou era representado); d) aquisição de novas fontes de abastecimento de matéria-prima ou produtos semiacabados; e) nova estrutura da indústria, como a criação ou destruição de uma posição de monopólio. Essas inovações podem ocorrer desde a organização da firma e suas áreas comerciais como também desde as diversas combinações que podem decorrer entre os processos a elas vinculadas, gerando dessa maneira suas vantagens competitivas (SCHUMPETER, 1944; 1983).

Para Kirzner (1973), ao considerar esses lucros superiores, pela própria natureza da competição, as estratégias que são facilmente replicáveis por outras empresas não são garantias de vantagem por longo prazo, nem mesmo asseguram o sucesso da operação, já que o retorno destas estratégias se extingue em um curto período de tempo. Como mecanismo para impedir a imitação pela competição para esta situação, Rumelt (2005) sugere que haja um lapso de tempo para que o empreendedor consiga aproveitar os lucros superiores sem que haja imitação. Isto se justifica para que a inovação seja incentivada.

Para Faccio e McConnell (2020), o processo schumpeteriano de destruição criativa descreve a substituição de grandes firmas por outras menores. Outro ponto de destaque é que, quando acompanhada de regulamentações que restringem a entrada, as conexões políticas desempenham um papel importante para as grandes organizações se manterem em sua posição na indústria (FACCIO; MCCONNELL, 2020).

O compromisso com a inovação de produtos, processos, internacionalização e as inovações abertas geram resultados positivos ao se identificar e aproveitar as

oportunidades que o mercado propõe (ESTRIN; GOZMAN; KHAVUL, 2018). No aspecto do *crowdfunding*, para um projeto inovar em um produto ou serviço o seu financiamento tem que ser bem-sucedido. Essas inovações precisam de investimento de capital suficiente para ocorrer, transformando ideias em projetos reais (SHANG; YU; MA, 2020).

2.4.4 Capacidades Dinâmicas

As capacidades dinâmicas são o subconjunto de competências ou capacidades que uma organização desenvolve ao se adaptar às rápidas mudanças do mercado, desenvolvendo novos produtos e processos, observáveis ao longo do tempo (MILLS et al., 2002; TEECE; PISANO, 1994). Essas rápidas e flexíveis mudanças para identificar e atender as oportunidades do mercado, alinhadas em uma gestão eficaz das competências internas e externas desses recursos dinâmicos, tornam-se vantagens competitivas em longo prazo (EISENHARDT; MARTIN, 2000; TEECE, 2014).

Teece e Pisano (1994) explicam as capacidades dinâmicas como as competências das empresas se adaptarem as transformações constantes em um determinado mercado, por isso o uso do termo ‘dinâmico’, pois as tecnologias e o ambiente aos quais estão inseridas avançam de forma rápida e a necessidade de se manter em um mercado competitivo são cruciais para as organizações se manterem competitivas. Já as “capacidades” são focadas no gerenciamento estratégico e sua adaptação em reconfigurar as habilidades, recursos e competências, tanto interna quanto externa da própria organização, com o intuito de atender aos ambientes em constante mudança (TEECE; PISANO, 1994).

Assim, a abordagem de capacidades dinâmicas procura apresentar uma estrutura coesa do conhecimento conceitual e empírico que as empresas já possuem e na sua adaptação a ambientes rápidos e futuros, formados por conjuntos de processos específicos como o desenvolvimento de novos produtos, alianças e a própria tomada de decisão (DIERICKX; COOL, 1989; EISENHARDT; MARTIN, 2000; TEECE; PISANO; SHUEN, 1997).

A abordagem de capacidades dinâmicas enfatiza a vantagem competitiva na ênfase dos processos internos da empresa, seus recursos, mercados e posicionamento, além de considerar a capacidade de as organizações replicarem e

imitarem estratégias de outras empresas (TEECE; PISANO, 1994). Logo, decorre-se da capacidade de rotinas e processos de alto desempenho que a empresa constitui ao longo da sua existência. Além de transcorrer da capacidade de gerar, a um custo menor e uma produção mais rápida que os concorrentes, as competências necessárias para o desenvolvimento de produtos e/ou serviços aguardados pelo mercado (PRAHALAD; HAMEL, 1990; TEECE; PISANO; SCHUEN, 1997).

A vantagem competitiva, como apresentada por Dierickx e Cool (1989), deriva das especificidades do modelo de negócio e dos seus ativos, onde pelo menos uma dessas não possam ser negociáveis já que poderiam ser rapidamente replicados pelos concorrentes, meramente comprando esses recursos no mercado. Assim, estas vantagens se baseiam pelas capacidades dos gestores em estabelecer as tecnologias e habilidades produtivas de uma organização em competências que as empresas, de forma individual, consigam rapidamente se adaptar as oportunidades do mercado (PRAHALAD; HAMEL, 1990).

Por fim, Teece e Pisano (1994) apresentam a organização das capacidades dinâmicas como as gestões dos processos gerenciais e organizacionais, a posição que a empresa adota e os caminhos que essa tem disponível. Pode ser representada como a) os processos: as maneiras, práticas ou padrões que como as atividades são realizadas na empresa utilizando os seus conhecimentos; b) posição: a forma que a organização emprega suas tecnologias e propriedade intelectual, seus clientes e relações com fornecedores, e c) caminhos: alternativas estratégicas e oportunidades as quais a organização pode ter como objetivo.

Em sequência, na subseção (2.5), aborda-se o estado da arte sobre *crowdfunding* e competição. Essa tem como objetivo identificar estudos acadêmicos que discutem as duas temáticas de forma conjunta, servindo como base para a seleção das teorias utilizadas no desenvolvimento deste projeto que aportam a vantagem competitiva com o fenômeno.

As pesquisa sobre capacidades dinâmicas contribuem inicialmente de forma conceitual (SCHILKE; HU; HELFAT, 2018). Na sequência trabalhos empíricos buscaram validar esses processos de análise quantitativa, concentrando-se em quatro áreas: I) avaliações dos gestores; II) dados financeiros; III) experiência, ações e desempenho da empresa; IV) experiência, ações e desempenho dos gerentes ou funcionários (LAAKSONEN; PELTONIEMI, 2018). Laaksonen e Peltoniemi (2018)

sugerem que as operacionalizações da capacidade dinâmica ajudariam a formular hipóteses concorrentes e aumentar a precisão teórica sobre o tema.

2.5 ESTADO DA ARTE À ÉPOCA SOBRE *CROWDFUNDING* E COMPETIÇÃO

O elemento fundamental para a elaboração de um trabalho inédito consiste na concepção de algo novo, com características de originalidade, nunca impresso ou publicado (JOYNER et al., 2008). Isso pode ser apresentado em sua exclusividade pela argumentação, análise ou até a epistemologia aplicada em determinada área a ser estudada (MENEHETTI, 2011). Logo, para identificar as características inéditas deste trabalho é necessário revisar estudos anteriores que abordaram a temática relacionada ao objetivo deste estudo.

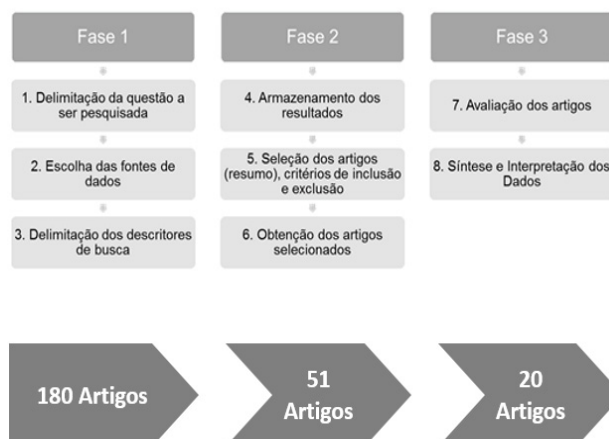
Nesta etapa de levantamento do estado da arte, que relaciona as plataformas de *crowdfunding* e a competitividade, buscou-se identificar as teorias de vantagem competitiva que sustentam o sucesso da captação de recursos financeiros das plataformas de *equity crowdfunding*. Optou-se pela revisão sistemática, por seu detalhamento quanto a literatura já desenvolvida no campo em estudo, ao identificar as teorias que podem aportar as vantagens competitivas entre as plataformas de *equity crowdfunding* e seus projetos.

O modelo abordado neste estudo foi o proposto por Costa e Zoltowski (2014), no qual uma revisão sistemática é desenvolvida por oito etapas básicas, segmentadas em três fases distintas demonstradas na FIGURA 7.

Esta revisão é utilizada para descrever as vantagens competitivas entre plataformas e projetos de *crowdfunding*, além de apresentar os elementos teóricos que possam relacioná-las com as teorias antes citadas, identificando as lacunas de pesquisa para este trabalho.

FIGURA 7 - DIAGRAMA DE FLUXO DE FASES DA REVISÃO SISTEMÁTICA

- **Base de Dados:** *Scopus e Web of Science*
- **Sem restrição por data de publicação**
- Artigos que tiveram **peer review**
- **Palavras-chave:**
 - a) “Crowdfund*” and “Competit*” and “Innovat*”;
 - b) “Crowdfund*” and “Competitive Advantage*” and “Innovat*”;
 - c) “Crowdfund*” and “Competit*”, e;
 - d) “Crowdfund*” and “Competitive Advantage*”.
- **CrITÉrios de Inclusão**
 - a) Artigos únicos
 - b) Relação ao tema
 - c) Disponíveis da íntegra para consulta.



Fonte: Adaptado de Costa e Zoltowski (2014).

A primeira fase que delimita os trabalhos a serem analisados neste estudo envolveu a definição do primeiro objetivo específico antes citado. Para isso, os artigos que serviram como pilar para o desenvolvimento do referencial teórico deste trabalho, foram consultados nas bases de dados *Web of Science* e *Scopus*. Essas bases foram adotadas por sua capacidade de coletar as informações como autores, ano de publicação dos trabalhos, resumos, palavras-chaves, periódicos em que foram publicados (DURÁN-SÁNCHEZ; ÁLVAREZ-GARCÍA; DEL RÍO-RAMA, 2018; MEHO; YANG, 2006), além de serem amplamente utilizadas na área do presente estudo, administração.

A pesquisa foi realizada com quatro combinações de descritores em ambas as bases de dados, sendo elas: a) “Crowdfund*” and “Competit*” and “Innovat*”;

b) “Crowdfund*” and “Competitive Advantage*” and “Innovat*”;

c) “Crowdfund*” and “Competit*”, e;

d) “Crowdfund*” and “Competitive Advantage*”. Foram considerados todos os trabalhos que correspondessem a esses filtros considerando todos os períodos em que esses foram publicados.

Na fase 2, foram exportadas as informações destes trabalhos das bases de dados pesquisadas em um arquivo “.csv” e analisado na ferramenta Microsoft Excel, com o objetivo de mapear os principais trabalhos que estudaram as vantagens competitivas entre plataformas e projetos de *crowdfunding*.

Assim, realizou-se os seguintes critérios de inclusão e exclusão. Os critérios de inclusão foram (a) artigos únicos, (b) que possuíssem relação ao tema e (c) os

artigos selecionados estivessem disponíveis da íntegra para consulta. Já aos critérios de exclusão dos artigos: (a) duplicados (excluídas as cópias) (b) não houvesse relação ao tema, e; (c) os artigos selecionados não estivessem disponíveis na íntegra para consulta.

Após este procedimento, foram consultados em bases públicas os artigos científicos que se enquadrassem nos critérios antes estabelecidos e armazenados na ferramenta *Mendeley*, para a continuidade dos procedimentos metodológicos. Nessa fase, um total de 51 artigos atenderam os critérios de apresentados.

Na terceira fase, identificou-se nos principais artigos científicos que trataram sobre *crowdfunding* e vantagem competitiva. Para isso, os artigos identificados no sétimo e oitavo passo da revisão sistemática foram analisados e avaliados por meio da leitura dos títulos, palavras-chave e resumos dos trabalhos que abordaram esses temas de forma conjunta.

A seguir, foi realizado o fichamento dos artigos, sendo incluídos os trabalhos que envolvem os seguintes temas: *crowdfunding*, competitividade, vantagem competitiva, fatores de sucesso, plataformas e projetos. Ao todo foram identificados 20 artigos que atendessem aos requisitos antes apresentados (TABELA 1). Após essa etapa, os trabalhos encontrados foram lidos na íntegra e fichados, excluindo-se aqueles que não atendiam aos critérios estabelecidos. Nesta fase, identifica-se os aspectos das vantagens competitivas nas plataformas e projetos de *crowdfunding*.

Os resultados desta revisão são apresentados na subseção 2.6 VANTAGENS COMPETITIVAS EM PLATAFORMAS E PROJETOS DE *CROWDFUNDING*, na qual, após fichamento e análise dos estudos, foram categorizados os objetivos e resultados dos artigos analisados e, com isso, separados por tema. Nessa subseção, apresentam-se as interações das vantagens competitivas entre plataformas e projetos, bem como as variáveis que compõe essa relação.

Sobre os trabalhos identificados, nenhum deles abordou a temática pesquisa de forma direta. Focados na competição de maneira secundária, os estudos anteriores buscaram apresentar quais eram as relações que levavam ou as plataformas de *crowdfunding* ou os projetos a alcançarem a vantagem competitiva pelos recursos financeiros.

Dentre eles, a motivação dos credores era de angariar fundos, aumentar as capacidades de trabalho, formar conexões, aumentar os ganhos financeiros, manter o controle e adquirir novas habilidades para captar recursos e dos acionistas, ganhar

recompensas, ajudar os outros, participar de uma comunidade e dar suporte a uma causa para investirem em financiamentos coletivos (GERBER; HUI, 2013). Ainda assim, a literatura também aborda os elementos ligados aos sucessos – objetivos claros, qualidade, legitimidade e a localização dos projetos – e falhas – inexperiência dos empreendedores no segmento em que busca captar recursos e possíveis fraudes – dos projetos financiados por *crowdfunding* (MOLLICK, 2014), esforços da comunidade junto a novos projetos (HUI; GREENBERG; GERBER, 2015), além das preferências dos tipos de investimento que os empresários esperam dessas campanhas (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014).

Sobre esse aspecto, Schwienbacher e Larralde (2010) definem que os processos para o financiamento coletivo assemelham-se a concursos públicos. É por meio da internet que os financiados disputam com os outros projetos a atenção e o financiamento dos investidores. Com isso, eles podem receber doações, retribuições financeiras e/ou de produtos/serviços que auxiliem o desenvolvimento de suas organizações ou projetos pessoais.

Já Gerber e Hui (2013) apresentam que *crowdfunding* é uma nova forma para indivíduos e organizações receberem aporte financeiro diretamente do público, por meio de plataformas online, fornecendo algo em troca aos investidores. O próximo sub tópico explora as vantagens competitivas em plataformas e projetos de *crowdfunding*.

2.6 VANTAGENS COMPETITIVAS EM PLATAFORMAS E PROJETOS DE CROWDFUNDING

A partir da revisão sistemática demonstrada anteriormente, o presente tópico aborda o fenômeno das vantagens competitivas entre plataformas e projetos de *crowdfunding*. Após o fichamento e análise dos estudos anteriores, foram categorizados os objetivos e resultados dos artigos analisados e, com isso, foi feita a separação por tema. Ademais, esses temas foram divididos entre os que focaram em aspectos das plataformas de *crowdfunding* de forma geral e os que tiveram como foco os projetos especificamente.

Dentre os 20 estudos selecionados apenas quatro deles basearam-se em teorias específicas. Entre esses encontram-se a Teoria da Inovação e Performance da Firma (XU; RIBEIRO-SORIANO; GONZALEZ-GARCIA, 2015), Teoria da

Sinalização (CALIC; SHEVCHENKO, 2020; HEREDIA et al., 2020) e a Teoria de Redes (CALIC; SHEVCHENKO, 2020). Logo, não foram identificadas nenhuma das teorias de vantagem competitiva (VASCONCELOS; CYRINO, 2000).

Para entender como as *startups* que participavam das campanhas de financiamento coletivo se destacavam dos seus concorrentes, Dorfleitner, Hornuf e Weber (2018) buscaram estudar as ações que essas realizavam durante a captura dos investimentos. Assim, chegaram à conclusão de que empresas que comunicam com maior frequência as informações dos projetos tendem a ter mais sucesso nas campanhas de arrecadação. Nesse sentido, Johan e Zhang (2020) e Li e Cao (2021) destacaram, ao estudar a assimetria de informação e qualidade dos projetos, que empresas que disponibilizam informações mais detalhadas atraem mais investidores. Já, Grüner e Siemroth (2017) concluíram que esses investidores estão relacionados favoravelmente com a captação de recursos para *startups* por meio de plataformas de *crowdfunding*.

Focando em investidores individuais, Zhang, Ling e Yang (2021) buscaram entender o comportamento positivo de compra dos consumidores de passagens aéreas com *crowdfunding*, ao comprar passagens aéreas com menor valor, mas com o risco de não poderem remarcar o voo.

Por fim, o trabalho de Calic e Shevchenko (2020) apresenta que os projetos que demonstram comportamentos com sinais de autonomia, agressividade competitiva e adesão ao risco influenciam um desempenho positivo na arrecadação de investimentos das campanhas de *crowdfunding*, ou seja, auxiliam na preferência de consumo dos investidores.

Avançando nos temas abordados pelas pesquisas analisadas, o estudo de Gernego et al. (2020) apresentou que a maior concentração de projetos que alcançaram o sucesso estava em produtos e *gadgets*.

Outro trabalho que buscou identificar os aspectos de sucesso das campanhas de *crowdfunding* foi o trabalho de Shneor e Vik (2020), esses autores realizaram uma revisão sistemática que abrangia as campanhas bem-sucedidas e concluíram que os principais projetos envolvem contextos de capital, empréstimos e doações. Outro ponto de destaque é a identificação das principais teorias utilizadas para estudar este fenômeno que se baseiam nas teorias de sinalização, de capital social e probabilidade (SHNEOR; VIK, 2020).

TABELA 1 - ARTIGOS SELECIONADOS PARA A REVISÃO SISTEMÁTICA

Autores	Título	Periódico	Ano de Publicação
Astrauskaitė e Paškevičius	An analysis of crowdfunded projects: Kpi's to success	Entrepreneurship and Sustainability Issues	2018
Belleflamme, Omrani e Peitz	The economics of crowdfunding platforms	Information Economics and Policy	2015
Bi <i>et al.</i>	Decision strategies in reward-based crowdfunding: the role of crowdfunding platforms	Journal of Modelling in Management	2019
Chan <i>et al.</i>	Less is more? Evidence for a curvilinear relationship between readability and screening evaluations across pitch competition and crowdfunding contexts	Journal of Business Venturing Insights	2020
Chen	Investigating the impact of competition and incentive design on performance of crowdfunding projects: A case of independent movies	Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research	2021
Cosma <i>et al.</i>	Platforms' partner networks: the missing link in crowdfunding performance	European Journal of Innovation Management	2021
Dorflleitner <i>et al.</i>	Dynamics of investor communication in equity crowdfunding	Electronic Markets	2018
Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamstra	Investigating the mix of strategic choices and performance of transaction platforms: Evidence from the crowdfunding setting	Strategic Management Journal	2020
Fernandez-Blanco <i>et al.</i>	Key factors for project crowdfunding success: An empirical study	Sustainability (Switzerland)	2020
Gal-Or <i>et al.</i>	Can platform competition support market segmentation? Network externalities versus matching efficiency in equity crowdfunding markets	Journal of Economics and Management Strategy	2019
Ge e Luo	Team rivalry and lending on crowdfunding platforms: an empirical analysis	Financial Innovation	2016
Gemego	Innovative financing of creative projects on the Kickstarter platform: Ukrainian and Polish experience		2020
Janku e Kucerova	Successful Crowdfunding Campaigns: The Role of Project Specifics, Competition and Founders' Experience	Finance a Uver-Czech Journal of Economics and Finance	2018
Johan e Zhang	Quality revealing versus overstating in equity crowdfunding	Journal of Corporate Finance	2020
Shneor e Vik	Crowdfunding success: a systematic literature review 2010–2017	Baltic Journal of Management	2020
Song <i>et al.</i>	Mining and investigating the factors influencing crowdfunding success	Technological Forecasting and Social Change	2019
Thies, Wessel e Benlian	Network effects on crowdfunding platforms: Exploring the implications of relaxing input control	Information Systems Journal	2018
Wessel, Thies e Benlian	Opening the floodgates: The implications of increasing platform openness in crowdfunding	Journal of Information Technology	2017
Xu <i>et al.</i>	Crowdsourcing, innovation and firm performance	Management Decision	2015
Zhou e Ye	Legitimacy, Worthiness, and Social Network: An Empirical Study of the key Factors Influencing Crowdfunding Outcomes for Nonprofit Projects	Voluntas	2019

Fonte: O autor por meio de revisão sistemática (2022).

Na mesma direção, autores buscaram identificar os principais indicadores para mensurar o sucesso das campanhas de arrecadação dos investimentos para os projetos. Para distinguir se uma campanha de *crowdfunding* é bem-sucedida é necessário ter indicadores, além dos financeiros (SHNEOR; VIK, 2020), tais como: as narrativas e quantidade de visualizações dos projetos (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018), comunicação com os investidores (XU; RIBEIRO-SORIANO; GONZALEZ-GARCIA, 2015), características de mercado dos projetos (FERNANDEZ-BLANCO *et al.*, 2020), baixos riscos e amplo alcance das redes sociais (ZHOU; YE, 2019), formalidade dos projetos (HEREDIA *et al.*, 2020) e amplas campanhas de marketing (KUBO *et al.*, 2021). Assim, esses fatores também podem ser considerados como fontes de vantagem competitiva.

Buscando entender os impactos da competição entre os projetos, os estudos de Chen (2021) e Ge e Luo (2016) concluíram que quanto maior a quantidade de concorrentes em um determinado segmento, menor será o desempenho das campanhas. Além disso, grupos de investidores que disponibilizam capital em um determinado projeto dificilmente apoiarão outros projetos de um mesmo segmento. Logo, conhecer e exercer as fontes de vantagem competitiva nos modelos de

financiamento coletivo são fatores determinantes para o sucesso da arrecadação de investimento do projeto.

Já no que se refere às plataformas de *crowdfunding*, os autores Bi, et al. (2019) apresentam que quanto mais consolidada a plataforma for no mercado, maiores são as chances de os projetos alcançarem lucros superiores. Além disso, estratégias como gamificação com modelos de cooperação são alternativas favoráveis para alcançar resultados lucrativos (MORSCHHEUSER; HAMARI; MAEDCHE, 2019).

Ademais, desenvolver parcerias em ecossistemas também é considerado fonte de vantagem competitiva para as plataformas. COSMA et al. (2021) apresentam que este tipo de cooperação aumenta o número de projetos bem-sucedidos, atraindo investidores ao ampliar o alcance das campanhas por meio dos parceiros. Ainda, WESSEL; THIES; BENLIAN (2015; 2017) apontam que essas parcerias são positivas ao reduzir incertezas para os investidores.

Logo, uma plataforma que tem referência de procedência, qualidade e uma redução da assimetria das informações junto ao público-alvo demonstra diferenciais consideráveis. Por fim, trabalhos acadêmicos anteriores buscaram conhecer as estratégias que as plataformas utilizam e como se destacam das suas concorrentes (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020), como uma segmentação dos tipos de projetos com que ela trabalha, influência de maneira assertiva um bom resultado (GAL-OR; GAL-OR; PENMETSA, 2019).

FIGURA 8 - PRINCIPAIS ÁREAS TEMÁTICAS DOS ESTUDOS QUE RELACIONARAM VANTAGEM COMPETITIVA COM CROWDFUNDING

	Tema	Autores
PLATAFORMA	Análise de Concorrência Entre Plataformas de Crowdfunding	Gal-Or, Gal-Or e Penmetza (2019); Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020)
	Estratégias de Gamificação como vantagem competitiva.	Morschheuser, Hamari e Maedche (2019)
	Indicadores pela Escolha das Plataformas de Crowdfunding	Bi, Xiang, Geng e Xia (2019)
	Políticas e Parcerias em Ecossistemas de Plataformas de Crowdfunding	Wessel, Thies e Benlian (2017); Cosma, Grasso, Pattarin e Pedrazzoli (2021); Thies, Wessel e Benlian (2018)
PROJETOS	Ações na Captura de Investimentos	Dorleitner, Hornuf e Weber (2018)
	Assimetria de informação e qualidade dos projetos de crowdfunding.	Li e Cao (2021); Johan e Zhang (2020); Belleflamme, Omrani e Peitz (2015)
	Concentração de Projetos com Sucesso	Gernego, Petrenko, Dyba e Tsarov (2020); Shneur e Vik (2020)
	Impacto na competição dos Projetos utilizando design e incentivos	Chen (2021); Ge e Luo (2016)
	Indicadores de Sucesso dos Projetos de Crowdfunding	Astrauskaitė e Paškevičius (2018); Xu, Ribeiro-Soriano e Gonzalez-Garcia (2015); Fernandez-Blanco, Villanueva-Balsera, Rodriguez-Montequin e Moran-Palacios (2020); Zhou e Ye (2019); Chan, Park, Huang e Parhankangas (2020); Song, Berger, Yosipof e Barnes (2019); Janku e Kucerova (2018)
	Desenvolvimento de Modelos de Preferência de Consumo de Investimentos	Grüner e Siemroth (2017); Zhang, Ling e Yang (2020)

Fonte: O autor a partir da revisão sistemática (2022).

A FIGURA 8 apresenta as principais áreas temática identificadas nesta seção, apresentando a relação delas com as plataformas ou pelos projetos, como também os autores que as trabalharam. Ademais, a próxima subseção trata das relações teóricas identificadas e que podem aportar os estudos sobre o fenômeno das vantagens competitivas entre plataformas e projetos de *crowdfunding*.

2.7 ELEMENTOS TEÓRICOS ENTRE PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING E AS TEORIAS DE VANTAGEM COMPETITIVA

Conforme apresentado anteriormente, as novas tecnologias financeiras (*Fintechs*) procuram inovar no setor financeiro por meio da transformação radical dos modelos de negócios tradicionais de financiamento. As plataformas de *crowdfunding* são um dos tipos de *Fintechs* que utilizam plataformas digitais para intermediar a relação entre investidores que procuram alternativas de investimentos e empreendedores que buscam captar recursos para seus projetos.

Sobre as abordagens teóricas: a teoria da organização industrial demonstra que o posicionamento da firma em um segmento de mercado pode representar maiores ganhos na captação de recursos financeiros, quando comparadas as que não o fazem, também sustenta a ideia do posicionamento como fonte de vantagem competitiva.

Essa teoria defende que a firma assume seus posicionamentos estratégicos competitivos conforme a organização da indústria a qual pertence (PORTER, 1998). O posicionamento estratégico em uma indústria fornece possibilidades de ganhos superiores para a firma, ao saber lidar com seus concorrentes, fornecedores, produtos/serviços substitutos, clientes e os potenciais concorrentes.

Estes aspectos foram identificados na literatura de vantagem competitiva e *crowdfunding* ao demonstrar que plataformas que assumem o posicionamento estratégico em segmento de mercado definido alcançam resultados financeiros maiores as que não o fazem (BI et al, 2019). Além disso, a cooperação entre plataformas e a sua participação em ecossistemas de *crowdfunding* indicam maior captação de recursos e investidores (COSMA et al., 2021; THIES; WESSEL; BENLIAN, 2017).

No que diz respeito ao Posicionamento Estratégico, os trabalhos de Bi et al. (2019) verificaram o posicionamento das plataformas ao se consolidarem no mercado.

Já o estudo de Cosma et al. (2021) demonstra que a cooperação entre plataformas aumenta o número de projetos bem sucedidos ao atrair mais investidores. Ainda, a associação em ecossistemas de *crowdfunding* também colaboram com os ganhos das plataformas digitais de financiamento coletivo (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2015; 2017).

Essas são estratégias de posicionamento das plataformas que indicam que quando essa é bem definida pode implicar em lucros maiores. Essa situação se expande aos projetos de *crowdfunding*, como apresentando por Fernandez-Blanco et al. (2020) ao analisarem o desempenho superior nas captações de recursos pelos projetos, além de distinguir as características desses com as características dos mercados.

Logo, analisando esses aspectos, a Organização Industrial se apresentou compatível para explicar as vantagens competitivas das plataformas e dos projetos de *crowdfunding*. Isso porque essa teoria defende que a firma assume seus posicionamentos estratégicos competitivos conforme a organização da indústria a qual pertence (PORTER, 1998). O posicionamento estratégico em uma indústria fornece possibilidades de ganhos superiores para a firma, ao saber lidar com seus concorrentes, fornecedores, produtos/serviços substitutos, clientes e os potenciais concorrentes.

Assim, com base na literatura, tanto as plataformas de *crowdfunding* quanto seus projetos devem se posicionar em mercados assertivos aos seus objetivos para alcançar a vantagem competitiva (PORTER, 1998). Para isso, sugere-se identificar quais capacidades e posicionamentos estratégicos são necessários para validar a adaptação em situações dinâmicas ao captar recursos financeiros (SCHILKE; HU; HELFAT, 2018). Logo, a primeira teoria que aborda a vantagem competitiva e é discutida neste estudo é a teoria da organização industrial.

Sobre processos e mercados, os estudos sobre as vantagens competitivas e *crowdfunding* não apresentam aspectos de que a inovação constante das plataformas gera vantagem competitiva (BI et al., 2019; FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020; (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2015; 2017).

Como apresentado por Schumpeter (1944), na ótica das teorias de processo e mercado a competição é gerada pelo aspecto das capacidades de as organizações inovarem, melhorando processos e performance de forma incremental ou radical, conhecida como destruição criativa.

Por se tratar de um mercado regulado e que consiste suas operações nas divulgações e angariação de fundos para os projetos. A teoria schumpeteriana não aborda, neste caso, a perspectiva da vantagem competitiva fundamentada pela destruição criativa e reconfiguração de mercados (SCHUMPETER, 1944).

Sobre a exclusão da teoria baseada em recursos, Eisenhardt e Martin (2000) citam que essa apresenta uma lacuna sobre as decisões que os gestores devem tomar ao se deparar em ambientes de rápida mudança. Neste sentido, as capacidades dinâmicas suprem este ponto ao adotar que os administradores integrem, construam e reconfigurem as competências, tanto internas quanto externas da organização para atender essas situações (TEECE; PISANO; SHUEN, 1997).

Continuando, a RVB não se demonstrou adequada para estudar o fenômeno da vantagem competitiva sobre este objeto. Já que os recursos valiosos, raros, difíceis de imitar ou de substituir, conforme (BARNEY, 1986), não foram identificados na revisão da literatura de vantagem competitiva e *crowdfunding*. Além disso, por se tratar de projetos que podem ou não acontecer não há a garantia de vantagem competitiva se sustentar pela gestão dos recursos da firma ao longo do tempo (AMIT; SCHOEMAKER; SCHOEMAKER, 1993; ANDREWS, 1987; BARNEY; CLARK, 2007; FOSS, 1993; PENROSE, 1996; PETERAF, 1993).

Por outro lado, os estudos sobre as capacidades dinâmicas sinalizam maior afinidade ao fenômeno estudado ao demonstrar o subconjunto de competências ou capacidades que os projetos e plataformas apresentam. Auxiliando, dessa maneira, esses a se adaptarem às rápidas mudanças do mercado desenvolvendo novos produtos e processos (TEECE; PISANO, 1994).

A justificativa da escolha da teoria das capacidades dinâmicas como suporte teórico é de fato pela sua concentração no nível analítico na gestão interna das organizações (BAIN, 1951; CABRAL, 2002; CHURCH; WARE, 1962; MASON, 1949; PORTER, 1998), já que as capacidades e competências individuais das firmas auxiliam como determinantes para a vantagem competitiva (EISENHARDT; MARTIN, 2000; TEECE; PISANO; SHUEN, 1997).

De outra maneira, outro elemento para integrar a teoria das capacidades dinâmicas ao contexto da tese é o desmembramento dessas capacidades e como elas podem ser analisadas no contexto da vantagem competitiva em plataformas de *crowdfunding*. Para isso, considera-se o trabalho de Teece (2007) “*Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise*

performance”, publicado no “*Strategic Management Journal*”, que explora e demonstra como as capacidades dinâmicas podem ser configuradas e segmentadas. Este caminho será utilizado para a próxima etapa da tese. As capacidades dinâmicas podem ser separadas, basicamente e conforme Teece (2007), de três maneiras:

I. *Sense*: é a capacidade e a maneira como os gestores e/ou empreendedores reconhecem oportunidades ou riscos para o seu negócio, acompanham o seu respectivo mercado e posicionam-se no desenvolvimento de novos produtos e/ou serviços a partir das informações de fornecedores e clientes.

II. *Seize*: a capacidade de *seize*, ou na tradução literal “aproveitar”, é a competência gerencial do aproveitamento das oportunidades, previstas na capacidade anterior, desenvolvendo novos modelos de negócio ou processos que auxiliam a tomada de decisão para aproveitar novas oportunidades ou se defender de possível ameaças.

III. *Transforming*: baseia-se na capacidade de os gestores configurarem ou reconfigurarem os recursos e processos conforme as decisões abordadas pelo *seize*. Além disso, pode se considerar a habilidade de implementar novas estratégias, negócios, processos, abertura de novos mercados, adaptação dos recursos tecnológicos que atendam essas novas oportunidades e riscos. Além do desenvolvimento de novos produtos ou serviços.

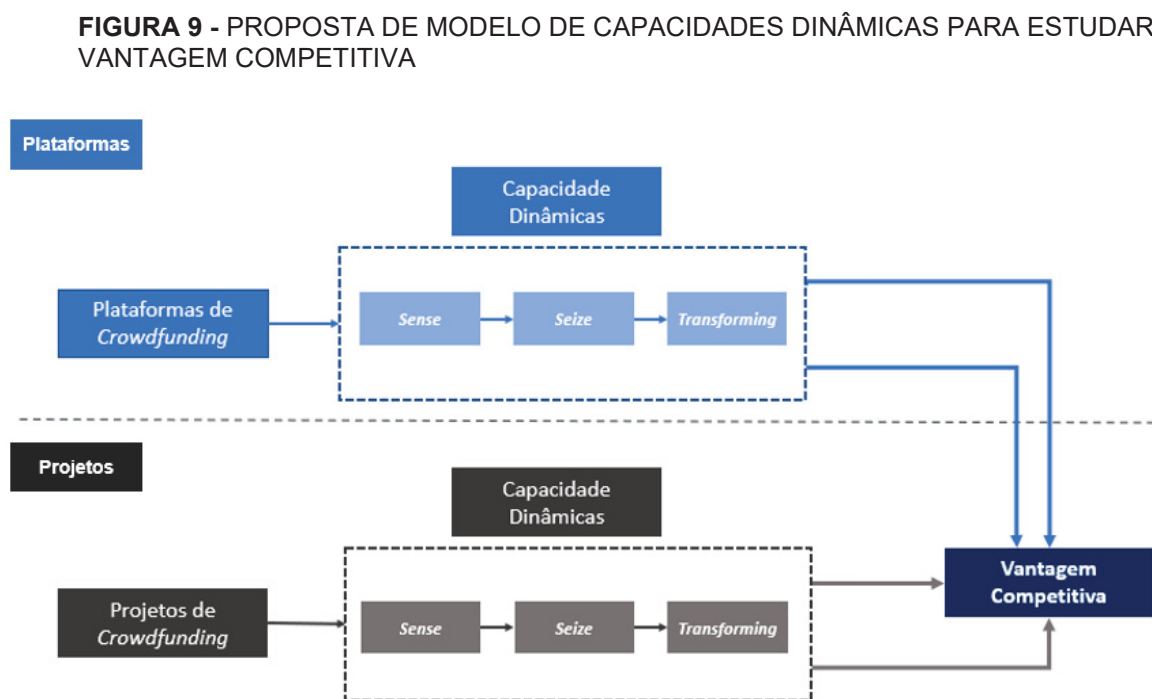
Como exemplo de integração pode-se citar um dos indicadores analisados por Zhou e Ye (2019, p. 857), que é a competência da organização em demonstrar projetos com baixo risco: “*In general, to succeed in crowdfunding (to raise more money and to reach the goal), it is essential that an organization demonstrates its competence, proposes a solution that is of low risk [...]*”. Para isso, foram identificadas nas demonstrações como o status legal, contábil, as competências dos gestores (formação, experiência na área, demonstrado pelos relatórios dos projetos) estavam relacionados positivamente com a quantidade de recursos financeiros captados nos projetos de *crowdfunding*. O resultado foi positivo, ou seja, a capacidade dos gestores ao desenvolver o projeto e informarem estes dados trouxe um resultado positivo para a organização.

Ao relacionar com as competências apresentadas por Teece (2007), a captação de recursos pode ser maior quando se reconhecem os baixos riscos de forma clara. A capacidade dinâmica de *sense* pode ser usada para aumentar o volume

financeiro ou pela quantidade de doações. Nesse caso, refere-se a acompanhar o seu mercado e entregar as informações necessárias para realizar seus objetivos. Este exemplo demonstra como é possível relacionar as capacidades dinâmicas para alcançar a vantagem competitiva.

Para entender a proposta do modelo de capacidades dinâmicas como um mecanismo para alcançar a vantagem competitiva, a

FIGURA 9 representa o modelo de como os elementos estão relacionados dentro desta proposta.



Fonte: O autor (2022).

Portanto, uma plataforma conduzida pela capacidade de identificar oportunidades (*sense*) seleciona projetos com maior potencial de captar recursos financeiros gerando vantagem competitiva quando comparada aos demais que não o fazem. Da mesma forma, os projetos que reconhecem o seu respectivo mercado, coletando informações quanto ao seu público-alvo e, além disso, reunindo dados sobre as plataformas que auxiliam no alcance deste mesmo público também conquistam a vantagem competitiva.

Quando relacionada a capacidade do aproveitamento das oportunidades (*seize*) tanto as plataformas quanto os projetos devem buscar a adequação de acordo

com os seus objetivos. As plataformas devem desenvolver suas campanhas baseando-se nos escopos apresentados pelos projetos por elas selecionados, como meio de conseguir os valores desejados dentro do prazo, como também atingir ao mercado alvo proposto por aquele. Já o projeto deve buscar adequar-se às normas e orientações propostas pela plataforma com o objetivo de ser selecionado por ela. O resultado desses esforços no desenvolvimento do negócio gera oportunidades para alcançar a vantagem competitiva.

A configuração ou reconfiguração (*transforming*) de um processo, recursos, mercados e posicionamento é o resultado das capacidades analisadas anteriormente, quando a plataforma deverá, de forma rápida e dinâmica, desenvolver estratégias para captar os recursos financeiros. Ao projeto cabe a reconfiguração de sua abordagem frente as demais propostas disponíveis no mercado de *crowdfunding*. Nesta etapa, a combinação das três capacidades permite à plataforma e ao projeto alcançarem a vantagem competitiva, ao implementarem processos que dificultam a replicação em um curto período.

Tendo em vista a discussão proposta, a teoria das capacidades dinâmicas e a teoria das organizações industriais foram escolhidas para compor o aporte teórico para o desenvolvimento deste projeto. Essa escolha se dá pelo fato de a teoria das capacidades dinâmicas concentrar o seu nível analítico na gestão interna das organizações, complementando a teoria das organizações industriais (BAIN, 1951; CABRAL, 2002; CHURCH; WARE, 1962; MASON, 1949; PORTER, 1998).

Dessa maneira, justifica-se a escolha dessas duas teorias para estudar o fenômeno de vantagem competitiva em inovações financeiras de *crowdfunding*. A

FIGURA 9 resume a combinação das duas abordagens teóricas e como elas podem vir a explicar a vantagem competitiva na dinâmica entre plataformas e seus projetos. O *gap* de pesquisa identificado na relação entre os elementos teóricos é representado por meio das hipóteses de pesquisa desenvolvidas a partir da revisão da literatura.

Na sequência, é apresentada a subseção de hipóteses trabalhadas nesta pesquisa.

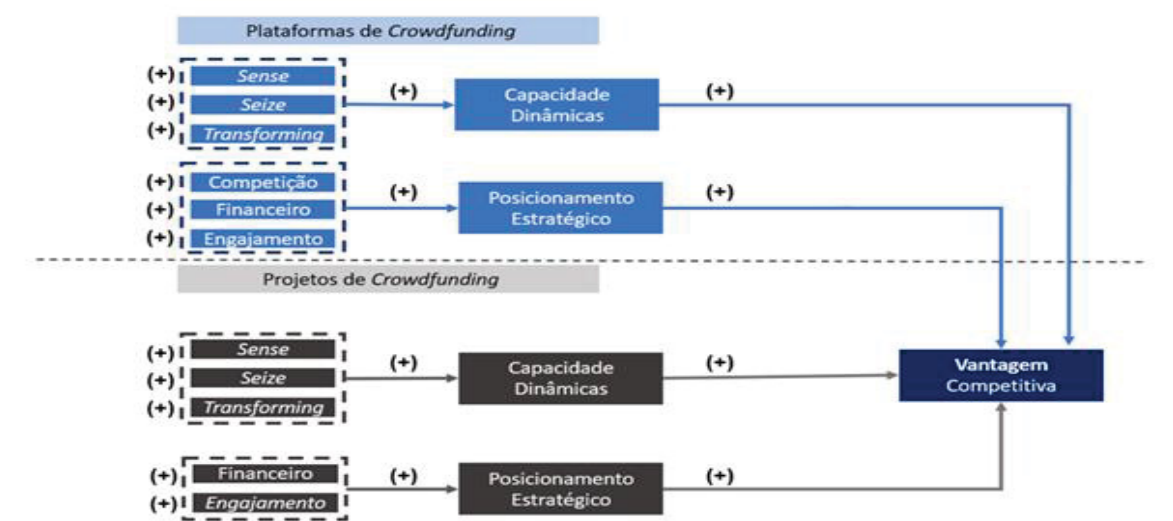
2.8 VARIÁVEIS E HIPÓTESES

A proposta da operacionalização desta pesquisa baseia-se na revisão das principais áreas temáticas abordadas na vantagem competitiva e no *crowdfunding*. Assim, associa esses dois tópicos e como se relacionam às teorias da vantagem competitiva.

Para operacionalizar as variáveis de pesquisas identificam-se quais áreas de estudo foram abordadas neste trabalho e quais variáveis e/ou constructos foram compostos pelas pesquisas anteriores e como eles podem ser relacionados às teorias de organização industrial e das capacidades dinâmicas.

As categorias da vantagem competitiva em *crowdfunding* para essa pesquisa podem ser separadas em dois níveis: a) Plataformas e b) Projetos. Desta forma, observa-se uma lacuna de pesquisa, sendo possível desenvolver hipóteses de pesquisa sobre as plataformas de *equity crowdfunding* e sobre os projetos, conforme demonstrado a seguir, na FIGURA 10.

FIGURA 10 - APRESENTAÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA RELAÇÃO DA VANTAGEM COMPETITIVA ENTRE AS PLATAFORMAS E PROJETOS DE CROWDFUNDING



Fonte: O autor (2022).

A FIGURA 10 apresenta o modelo estruturado das hipóteses da relação da vantagem competitiva entre as plataformas e projetos de *crowdfunding*. As hipóteses sobre as plataformas de *equity crowdfunding* se baseiam em:

- **Capacidades Dinâmicas das Plataformas**

- i. **Sense**

Sobre a elaboração da primeira hipótese, inicia-se com o fundamento dos constructos e suas variáveis. O primeiro constructo, **sense**, refere-se a capacidade e a maneira que os gestores das plataformas de *equity crowdfunding* reconhecem oportunidades ou riscos ao escolher um projeto para gerenciar a campanha.

Os gestores das plataformas de *crowdfunding* têm, na fase inicial, um desafio no que se refere a seleção e gestão das campanhas que serão ofertadas. Pois, é nas etapas de triagem, avaliação e na atração de investidores que o foco cairá sobre a qualidade das campanhas e informações disponíveis sobre o projeto (COSMA et al., 2021).

Como apresentado, a responsabilidade de identificar, avaliar, aceitar e realizar uma campanha para um determinado projeto de *crowdfunding* fica com os gestores da plataforma (COSMA et al., 2021). Reconhecer os projetos que estão dentro do escopo da expertise de divulgação, das redes de contato de investidores e da gestão dos recursos que a plataforma atende são necessários para garantir que os projetos consigam ter o valor solicitado arrecadados.

Sobre esta perspectiva, a plataforma apenas receberá o valor da sua comissão caso as metas de captação dos projetos sejam alcançadas. É dela a responsabilidade de realizar a divulgação e a interação nas redes de investidores. Além disso, as capacidades dinâmicas que a plataforma gerencia são atreladas às vantagens competitivas dos projetos de *crowdfunding*

Logo, a habilidade de gerir as tecnologias, processos, campanhas e os próprios ecossistemas de financiamento coletivo das plataformas pode se destacar como as capacidades dos gestores em identificar oportunidades e ofertas de mercado (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014; PRAHALAD; HAMEL, 1990).

Para se analisar essa informação, verifica-se os projetos que **são compatíveis a sua rede de investidores**, sendo essa uma variável binária (sim ou não). Neste aspecto, identifica-se a habilidade dos gestores em triarem

empreendimentos que estejam alinhados ao seu escopo de investidores e público (JOHAN; ZHANG, 2020). Este tipo de informação é coletado nos sites das plataformas de *crowdfunding* comparando com a natureza do projeto.

Além disso, é possível identificar formas para validar este modelo. Uma delas, refere-se ao índice de **taxa de sucesso** da plataforma em capturar recursos financeiros para os projetos (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020). Esta variável avalia a razão dos projetos bem-sucedidos sobre o total de projetos que a captadora realizou ao longo de todas as suas campanhas realizadas. Para esta análise, utiliza-se a validação de projetos da mesma natureza que buscaram captação em períodos anteriores ao do lançamento do projeto e que conseguiram o montante desejado.

Da mesma maneira, Fernandez-Blanco et al. (2020) consideram a **taxa de falha** ao analisar a captação de recursos financeiros pelos projetos de propostas de mesma natureza. O modelo de avaliação deste índice é próximo ao anterior, diferenciando-se sobre o módulo de cálculo que se realiza entre a razão dos projetos malsucedidos sobre o total de projetos que a captadora realizou ao longo de todas as suas campanhas realizadas. Como na taxa de sucesso, utiliza-se a validação de projetos da mesma natureza que buscaram captação em períodos anteriores ao do lançamento do projeto e não conseguiram o valor almejado.

Zhou e Ye (2019) apresentam dois aspectos quanto a legitimidade dos projetos que devem ser considerados pelos gestores das plataformas de *equity crowdfunding*. O primeiro trata-se das **Informações legais dos projetos** (binária), traduzidas como a disponibilidade da demonstração de informações legais e contábeis do projeto para a plataforma. Já a segunda, refere-se à **apresentação do risco do projeto (binária)** que verifica a disponibilidade dos riscos dele. Conforme os autores, a presença dessas informações representam positivamente o sucesso da captação de recursos financeiros pelas plataformas (ZHOU; YE, 2019).

ii. Seize

Sobre a elaboração do constructo **seize**, foram consideradas as variáveis que constituem a capacidade dos gestores em configurar ou reconfigurar os recursos e processos para aproveitar as oportunidades identificadas no constructo anterior. Levando em consideração as habilidades estratégicas no lançamento dos projetos pela plataforma.

Para Fernandez-Blanco et al. (2020), os empreendedores que buscam as plataformas para intermediar a captação dos recursos financeiros para o seu empreendimento reconhecem no mercado as plataformas que alcançam resultados superiores na arrecadação dos fundos mobiliários. Esse reconhecimento se dá tanto pelos valores captados quanto pela rede de investidores que as plataformas nutrem.

Logo, sobre esta perspectiva, a capacidade das plataformas em apresentar os processos de comunicação em prol da captação de recursos financeiros, além de como se relaciona com sua rede de investidores e as alternativas estratégicas em que se apoia para alcançar o sucesso das campanhas são determinantes para o desenvolvimento da vantagem competitiva (DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018; TEECE; PISANO, 1994).

Nesse aspecto, Zhou e Ye (2019) trazem que os projetos e as plataformas que apresentam legitimidade ao apresentarem **demonstrações de informações legais e contábeis** aumentam as taxas de sucesso na arrecadação, passando credibilidade aos investidores. Essa métrica é analisada ao identificar, tanto no projeto quanto nas informações sobre a plataforma, se essas informações estão disponíveis (ZHOU; YE, 2019).

Além disso, nos estudos de Wessel, Thies e Benlian (2017) é apresentado o **Herfindahl–Hirschman Index (HHI)**, ou Índice de Herfindahl–Hirschman, que serve para calcular a distribuição dos candidatos durante uma campanha (competição). Essa informação é necessária para verificar o período de lançamento de uma nova campanha que possa ter concorrentes do mesmo segmento para competir pelos recursos financeiros.

Outro ponto a ser considerado é a duração em dias do **período de captação do projeto**. Essa é calculada pela quantidade de dias que a campanha ficou disponível para captação de recursos financeiros (BI et al., 2019; CHEN, 2021; DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020). A estratégia adotada de aplicação de quantidade de dias pode refletir o sucesso na sua captação ao considerar que projetos com muitos dias no período de captação tendem a ter menores possibilidade de alcançar o valor almejado (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020). Essas informações são coletadas diretamente na oferta pública de projetos disponibilizados no relatório anual pela CVM.

Conforme Janků e Kučerová (2018), a data de lançamento da campanha deve ser considerada em seu lançamento, pois os **projetos lançados no final de semana**

tendem gerar a captar o valor solicitado na plataforma. Essas informações também são coletadas no relatório de ofertas e são contabilizados por meio de cálculos de datas pelo pesquisador.

Por fim, o **período de lançamento da campanha** deve ser considerado. A quantidade de plataformas com projetos do mesmo segmento concorrendo no mesmo momento tendem a disputar os recursos com seus empreendimentos próximos ao seus (CHEN, 2021; GE; LUO, 2016). Essa variável é calculada considerando a quantidade de projetos que buscam recursos no mesmo intervalo de tempo em dias.

iii. Transforming

A capacidade de **transforming**, ou transformação, configura-se na habilidade dos gestores em implementar novas estratégias, negócios, processos, comunicação e recursos tecnológicos com o objetivo de atender as oportunidades e reduzir os riscos do negócio.

Neste sentido, considera-se este o terceiro constructo que compõe as capacidades dinâmicas que as plataformas devem desenvolver para alcançar a vantagem competitiva. Na sequência, são apresentadas as variáveis que constituem o constructo, suas fundamentações, mensurações e como são coletadas.

O estudo de Wessel, Thies e Benlian (2017) infere que plataformas que possuem habilidades no desenvolvimento de materiais de qualidade para sua divulgação dos projetos de *crowdfunding* tendem a alcançar as metas de captação de recursos financeiros. Isso ocorre ao diminuir a assimetria de informação do investidor quanto ao empreendimento. Isto porque, quando o grau de assimetria é reduzindo entre os investidores e os projetos, tanto o empreendedor quanto a plataforma conseguem alcançar lucros superiores (CHEN, 2021). Por esse motivo, é essencial fornecer informações sobre a credibilidade da organização e a natureza do projeto de forma persuasiva (ZHOU; YE, 2019).

Nesta lógica, Johan e Zhang (2020) e Wessel, Thies e Benlian (2017) apresentam que uma forma de se medir e avaliar a habilidade no desenvolvimento de material que reduzam a assimetria de informação é por meio da divulgação de **vídeos sobre o projeto**. Variável binária (sim ou não) é utilizada para verificar se foi utilizado esse recurso para a divulgação da campanha. Essa informação é coletada manualmente no site da plataforma, em específico do projeto.

Além disso, o **tempo em segundos do vídeo da campanha**, conforme Chan et al. (2020), deve ser considerado na análise. Conforme os autores, os vídeos com maior tempo de duração tendem a ser mais instrutivos gerando maior facilidade de o investidor conhecer a proposta ofertada. Essas informações são coletadas diretamente do site da plataforma que anuncia os projetos. Logo elabora-se a hipótese H12. A quantidade de segundos dos vídeos está positivamente associada à arrecadação de investimentos.

A **quantidade de updates** sobre o projeto e suas informações a comunidade de investidores é algo que se relaciona positivamente ao alcançarem a vantagem competitiva pelos recursos financeiros pelas plataformas de *crowdfunding* (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020; JOHAN; ZHANG, LING; YANG, 2021). Além disso, a quantidade de compartilhamentos nas redes sociais por investidores ou interessados nos projetos também é uma métrica a ser analisada (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017), pois identifica a capacidade dos gestores das plataformas em gerar o engajamento com a comunidade de investidores. Outro ponto é o **feedback aos investidores** por parte das plataformas. Divulgar informações sobre os projetos ao longo da arrecadação ou após tende a facilitar resultados superiores aos que não o fazem (BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015; DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018). Essa variável é binária e considerada ao analisar as páginas de divulgação das plataformas e suas redes sociais.

O QUADRO 2 **Erro! Fonte de referência não encontrada.** sintetiza as variáveis que compõem as capacidades dinâmicas *sense*, *seize* e *transforming*, bem com as hipóteses que representam esse estudo das plataformas de *equity crowdfunding*.

QUADRO 2 - VARIÁVEIS E HIPÓTESES SOBRE AS CAPACIDADES DINÂMICAS DAS PLATAFORMAS

PLATAFORMA				
Capacidade Dinâmica	Variável	Hipótese	Hipótese	Autores
Sense	Identificação dos projetos com as redes de investidores	H1	Projetos quando alinhados a rede de investidores das plataformas estão positivamente associados a atingir o valor de captação desejado.	Johan & Zhang (2020)
	Taxa de Sucesso	H2	A taxa de sucesso da plataforma está positivamente associada a captação de recursos financeiros.	Fernandez-Blanco et al. (2020)
	Taxa de Falha	H3	A taxa de falha da plataforma está associada negativamente a captação recursos financeiros.	Fernandez-Blanco et al. (2020)
	Informações legais dos projetos	H4	A presença das informações legais dos projetos aumenta as chancesestão positivamente associadas a captação de recursos financeiros.	Zhou et al. (2019)
	Apresentação dos riscos do projeto	H5	A presença dos riscos do projeto está positivamente associada a captação de recursos financeiros.	Zhou et al. (2019)
Seize	Informações legais das plataformas	H6	As informações legais e contábeis são disponibilizadas as chances de sucesso na arrecadação de fundos aumentam	Wessel et al. (2017)
	Índice de Herfindahl-Hirschman	H7	IHH maiores estão associados positivamente ao sucesso da captação de recursos financeiros.	Zhou et al. (2019)
	Duração do período de captação	H8	Campanhas com períodos mais longos estão associadas negativamente ao sucesso da captação dos recursos financeiros.	Wessel et al. (2017)
	Lançamento de campanhas no final de semana	H9	Campanhas lançadas durante o final de semana estão associadas positivamente a sucesso da captação do valor almejado para projetos.	Dishnitsky et al. (2020); Bi et al. (2019); Chen et al. (2021); Janku et al. (2020)
	Período de lançamento da campanha	H10	Quantidades altas de competidores associasse negativamente o valor de captação de recursos financeiros.	Chen (2021); Ge & Luo (2016)
Transforming	Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	H11	O uso de vídeos durante a campanha está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Johan et al. (2020); Wessel et al. (2017)
	Quantidade de segundos no vídeo promocional	H12	A quantidade de segundos dos vídeos está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Chan (2019)
	Quantidade de <i>updates</i>	H13	A quantidade de <i>updates</i> ao longo da campanha está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Fernandez-Blanco et al. (2020); Wessel et al. (2017)
	<i>Feedback</i> aos investidores pela plataforma	H14	Feedbacks aos investidores está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Belleflame et al. (2014); Dorfleitner et al. (2018)

Fonte: O autor (2023).

Assim, o conjunto dos três constructos (*sense*, *seize* e *transforming*) e suas variáveis englobam as capacidades dinâmicas que as plataformas têm de se apoiar para alcançar a vantagem competitiva. Dessa maneira, desenvolve-se as hipóteses a serem testadas nos modelos lineares generalizados que serão explorados na presente tese.

- **Posicionamento Estratégico das Plataformas.**

- i. **Competição**

Conforme Wessel, Thies e Benlian (2017), a crescente captação de recursos financeiros pelas plataformas pelo mundo está atribuído ao próprio crescimento e popularização do mercado de *crowdfunding*. Diversos pesquisadores (BI et al., 2019; DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020; MORSCHHEUSER; HAMARI; MAEDCHE, 2019; SOUBLIÈRE; GEHMAN, 2020), abordam, porém, que as plataformas de *crowdfunding* podem alcançar maiores quantidades de projetos com sucesso nas metas de arrecadação adotando algumas estratégias.

Nesse sentido, segundo Porter (1998), no que diz respeito a teoria da organização industrial, a firma assume seus posicionamentos estratégicos conforme a organização da indústria a qual pertence. As formas como as plataformas se posicionam e geram seus relacionamentos com comunidades, redes e ecossistemas fornece a possibilidade de lucros superiores ao conhecer e lidar com seus concorrentes, fornecedores, produtos/serviços substitutos, clientes e os potenciais concorrentes.

Neste trabalho, assume-se o posicionamento estratégico de uma firma busca retornos superiores ao entrar em determinado mercado constituído, ou determinado por regras (BAIN, 1951; CACIATORI JUNIOR, 2020; MASON, 1939; PORTER, 1998; VASCONCELOS; CYRINO, 2000).

Logo, para a elaboração do modelo sobre o posicionamento estratégico, desenvolve-se o primeiro constructo sobre a competição do mercado que a plataforma de *equity crowdfunding* está inserida. Denominando o primeiro constructo como **competição**, a análise do mercado e dos concorrentes em que as plataformas estão inseridas (BAIN, 1951; PORTER, 1998).

A primeira variável identificada na literatura, que pode explicar como as plataformas podem alcançar ganhos superiores, é a **força competitiva**. Essa é calculada pela divisão da quantidade de cotas que o projeto disponibiliza pela proporção (%) do custo unitário que o projeto precisa pagar para a plataforma (BI et al., 2019). Este índice é calculado pelas informações disponibilizadas no relatório de ofertas públicas de *crowdfunding* da CVM. Conforme Bi et al. (2019), quanto menor a

força competitiva, maior as chances de a plataforma alcançar o sucesso na captação dos recursos solicitados aos seus projetos.

Bi et al. (2019) também apresentam que a **intensidade da competição** ao lançar uma campanha de *crowdfunding* deve ser considerada. O cálculo para operacionalizar esta variável é: Força Competitiva (CS) da plataforma de *crowdfunding* = Quantidade de cotas vendidas que o projeto pode disponibilizar / A proporção do custo unitário que o projeto precisa pagar para a plataforma (BI et al., 2019). Essas informações são coletadas no relatório anual de ofertas públicas, disponibilizados pela CVM.

Nesta lógica, Chen (2021) analisa que a intensidade da competição também deve ser levada em consideração, com a avaliação da quantidade de plataformas com projetos do mesmo segmento concorrendo no mesmo momento. Para o cálculo deste item, dados secundários são utilizados e calculados na base de dados por meio da fórmula: quantidade de projetos de um determinado segmento ofertados pela plataforma (considerando o período de tempo) / quantidade de projetos ofertados do mesmo segmento por todas as plataformas de *crowdfunding* durante o mesmo período (CHEN, 2021).

Um outro ponto a ser considerado nesta pesquisa é a quantidade **investidores qualificados** que financiaram os projetos de *crowdfunding*, a ser calculado pela seguinte forma: quantidade de cotas financiadas por investidores qualificados / todas de cotas ofertadas. Esse cálculo será realizado na base de dados desta tese. Considera-se que quanto mais investidores qualificados está positivamente associado a captação de recursos financeiros ou a proporção captada para os projetos.

Além disso, Chen (2021) demonstra que quanto maior o **número de competidores de mesma natureza** iniciando seus períodos de arrecadação, menor a probabilidade de alcançar vantagem competitiva em relação aos recursos financeiros. O período de arrecadação geralmente ocorre de 15 a 60 dias, tal situação se refere ao ambiente intensificado de competição pelos mesmos recursos pelas plataformas e pelos projetos (CHEN, 2021; SONG et al., 2015). Estes intervalos de tempo são coletados nos relatórios de oferta anual das campanhas de *equity crowdfunding*, disponibilizados pela CVM.

Na sequência, uma outra forma de mensurar o posicionamento estratégico é por meio do **número potenciais apoiadores do mercado**, traduzidos em

comunidades de investimentos, redes de cooperação, investidores anjos, bancos e outros arranjos de financiadores (COSMA et al., 2021; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Também podem ser operacionalizadas por meio de variáveis que identificam a presença dessas redes parceiras com as plataformas e captadas por meio dos sites das plataformas (BI et al., 2019; THIES et al., 2018; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017).

O estudo de Gal-Or, Gal-Or e Penmetsa (2019), intitulado “*Can platform competition support market segmentation? Network externalities versus matching efficiency in equity crowdfunding markets*”, buscou entender como a segmentação de mercado na competição de plataformas de *crowdfunding* trouxe inferências fundamentais. Entre elas, é possível identificar que, quando há a existência da segmentação de mercado por uma plataforma, isso pode gerar uma assimetria considerável, quando comparada a concorrentes que não adotam esta estratégia.

Dentre elas, Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020) apresentaram que a diferenciação está positivamente associada ao desempenho e a vantagem competitiva pelos recursos financeiros em uma campanha. Conforme os autores, esse padrão vai além de quaisquer escolhas estratégicas específicas (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020). Um exemplo disso são os critérios que as plataformas podem adotar ao se inserirem em mercados segmentados, como é o caso da intermediadora financeira EqSeed, que apenas seleciona projetos de *startups* qualificadas para ser apresentada a sua rede de investidores (EQSEED, 2021).

Neste aspecto, esta variável é utilizada neste projeto com a denominação de **segmentação**. Considerada como categórica, a segmentação é avaliada pelos tipos de projetos que são ofertados na plataforma. Para isso, são levantadas essas informações diretamente dos sites das plataformas e categorizados por áreas temáticas, como *startups*, agro, entre outras.

Por fim, as combinações dessas estratégias demonstram que as plataformas que priorizam o posicionamento no mercado, ou seja, escolhem uma área de atuação (*startups*, agro etc), tendem a ter maior probabilidade de sucesso nas campanhas de *crowdfunding* como também reduzir o risco de uma competição mais intensa do mesmo lado (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020).

ii. Financeiro

O último constructo a ser analisado do posicionamento estratégico pelas plataformas de *equity crowdfunding* baseia-se nos aspectos **financeiros**. Esse se refere as estratégias relacionadas aos valores coletados dos projetos e/ou investidores pela plataforma. Conforme Chan et al. (2020), as táticas de captação de valores mobiliários por modelo de negócio que estejam alinhadas de maneira positiva as práticas de mercado tendem a ter possibilidades maiores ao sucesso na arrecadação do valor almejado.

Sobre as variáveis que compõe o constructo financeiro, inicia-se com a **cobrança de mensalidade dos projetos e investidores**, essa é uma variável binária se a plataforma cobra taxa de assinatura do investidor e dos projetos (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020). Outra informação coletada no site da plataforma que está relacionada negativamente ao sucesso da arrecadação do projeto é quando há um valor a ser pago mensalmente por esses.

Neste mesmo sentido, Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020) apresentam outras duas variáveis financeiras que vêm a incorporar o modelo. Ambas quando estão presentes, além da taxa de comissionamento, afetam negativamente o sucesso na captação de recursos mobiliários aos projetos.

Entre elas encontram-se: Cobrança de **mensalidade dos projetos**, variável binária, se a plataforma cobra taxa assinatura apenas do projeto (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020) e a **taxa cobrada do investidor** (Taxa do Investidor), uma variável binária se a plataforma cobra taxa assinatura apenas do investidor (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020; GAL-OR; GAL-OR; PENMETSA, 2019). Informação disponível nos sites das plataformas de *equity crowdfunding*, coletadas e tabuladas manualmente.

Outro aspecto fundamental que atrai projetos com maior taxa de arrecadação, é a **taxa de comissionamento** que as plataformas cobram em seus contratos, pois quanto menor o valor do comissionamento, menor será o valor solicitado na arrecadação para viabilização dos novos negócios. Isso ocorre devido a viabilidade financeira dos empreendimentos ao não precisarem solicitar valores superiores ao necessário para cobrir comissões maiores (Bl et al., 2019).

Por fim, a literatura que se refere a competição desse modelo de negócio, demonstra fatores que devem ser avaliados ao entrar nesse mercado. O primeiro

deles, conforme Bi et al. (2019), são projetos que tem o **lucro esperado** menores, quando comparados a seus concorrentes, pois tendem a enfrentar menos dificuldades em arrecadar os valores pretendidos para os empreendimentos. Essa inferência, baseia-se em uma avaliação criteriosa quanto a taxa de sucesso na arrecadação dos valores mobiliários em plataformas internacionais de *crowdfunding*.

iii. Engajamento nas redes sociais

Nesta lógica, Zhou e Ye (2019) apresentam em seu estudo intitulado “*Legitimacy, Worthiness, and Social Network: An Empirical Study of the key Factors Influencing Crowdfunding Outcomes for Nonprofit Projects*”, que é fundamental compartilhar as informações do projeto de forma clara e objetiva, pois isso afeta a credibilidade da organização (ZHOU; YE, 2019). Os autores defendem ainda, que isso é possível de se medir pelo número de propagadores das campanhas nas redes sociais, bem como a quantidade de interações naquelas e a frequência com que essas ocorrem. Para isso, Zhou e Ye (2019) iniciam a discussão defendendo que o número de investidores que propagam mensagens sobre a campanha gera retornos bem-sucedidos, além de medir a capacidade de rede e marketing dos indivíduos na rede social do proponente.

Alguns cuidados são necessários, no entanto, como a linguagem promocional ineficaz, a qual é reconhecida como algo negativo por investidores sofisticados, seja por argumentos exagerados ou pela falta de suporte de dados adequado (JOHAN; ZHANG, 2020). A legibilidade das ações de divulgação da campanha influenciam diretamente a percepção quanto a capacidade empreendedora percebida e a complexidade da ideia (DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018).

Além disso, a linguagem promocional que não atende às expectativas dos investidores serve como reforço negativo das ações de divulgação das plataformas. Isso afeta diretamente a capacidade de arrecadação de um projeto podendo até inviabilizá-lo pela má gestão em gerir sua divulgação, afetando a vantagem competitiva das plataformas e dos projetos (JOHAN; ZHANG, 2020).

Estudos como esses demonstram que o tema de interesse não é somente acadêmico, mas também envolve preocupações reais do mercado ao buscar indicadores de quais características uma plataforma de *crowdfunding* deve apresentar para que os projetos consigam alcançar as suas metas de arrecadação. Para isso,

desenvolve-se o terceiro, e último, constructo que é denominado **engajamento nas redes sociais**.

De acordo com Chan et al. (2020), o primeiro aspecto a ser considerado é o número de seguidores que uma plataforma de *equity crowdfunding* tem em suas contas nas redes sociais. Eles argumentam que existe uma correlação positiva entre a quantidade de seguidores nas redes sociais e o sucesso da captação de fundos. As duas variáveis seguintes mencionadas pelo estudo são coletadas diretamente das contas da plataforma no Facebook e no Instagram.

Nesse sentido, Wessel, Thies e Benlian (2017) demonstra em seu estudo que a quantidade de **compartilhamentos** das campanhas pelas redes sociais, aumenta o alcance da vantagem competitiva pelos recursos financeiros. Da mesma forma que as variáveis anteriores e da próxima, essas informações são coletadas diretamente das postagens de divulgação das campanhas pelas redes sociais.

Agregando esta lógica, quanto mais divulgações das campanhas em redes sociais (**compartilhamento em diversas redes sociais**), aqui associada se houve a divulgação pelo Facebook e/ou Instagram, maiores as chances de se conseguir alcançar a captação desejada (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018; BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015; CHAN et al., 2020).

Outro ponto a ser validado é o **número de comentários nas campanhas** divulgadas dos projetos pelas plataformas. Associada positivamente a arrecadações bem sucedidas, essa variável é contabilizada pela soma dos comentários de todas as publicidades nas rede sociais (CHAN et al., 2020).

A última variável analisada desse item é a **quantidade de seguidores nas redes sociais**, que conforme Chan (2019) reflete que quanto mais seguidores uma plataforma possui mais fácil será a arrecadação para os projetos por ela gerenciada.

Por fim, o QUADRO 3 resume a apresentação das variáveis, hipóteses e os autores que fundamentam a relação positiva ou negativa das relações.

QUADRO 3 - VARIÁVEIS E HIPÓTESES SOBRE O POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DAS PLATAFORMAS

Posicionamento Estratégico	PLATAFORMA			Autores
	Variável	Hipótese	Hipótese	
Competição	Força competitiva	H15	A força competitiva esta associada positivamente ao sucesso na captação dos recursos financeiros.	Bi et al. (2019)
	Intesidade da competição	H16	A intesidade da competição está associada negativamente a captação de recursos financeiros para os projetos.	Chen et al. (2021)
	Investidores qualificados	H17	A quantidade de investidores qualificados está associada positivamente a captação de recursos financeiros para os projetos.	Autor (2023)
	Número de competidores	H18	Quanto maior o número de competidores de mesma natureza iniciando seus períodos de arrecadação está negativamente relacionado ao sucesso da	Chen et al. (2021)
	Número de potenciais apoiadores de mercado	H19	A quantidade de potenciais apoiadores de mercado está positivamente associado a captação dos recursos financeiros	Bi et al. (2019); Dushnitsky et al. (2020); Morschheuser et al. (2019); Soublière &
	Segmentação de mercado	H20	A segmentação está positivamente associada ao desempenho e o alcançarem a vantagem competitiva pelos recursos financeiros em uma	Dushnitsky et al. (2020)
Financeiro	Mensalidade (Projeto e investidor)	H21	A cobrança de mensalidades aos empreendedores e investidores tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Dushnitsky et al. (2020)
	Mensalidade(Projeto)	H22	Cobrar mensalidade dos empreendedores dos projetos tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Dushnitsky et al. (2020)
	Taxa (Investidor)	H23	Cobrar taxa dos investidores tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Dushnitsky et al. (2020); Gal-Or et al. (2019)
	Taxa de comissionamento menores	H24	Taxa de comissionamento menores tem uma associação positiva com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Bi et al. (2019); Cosma (2021); Gal-Or et al. (2019)
	Lucro Esperado	H25	Lucros altos tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Bi et al. (2019); Chan (2019)
Engajamento nas Redes Sociais	Compartilhamento	H26	O compartilhamento das campanhas pelas plataformas estão associadas positivamente ao sucesso na captação financeira.	Wessel et al. (2017)
	Compartilhamento em diversas redes sociais	H27	A quantidade de redes sociais em que são compartilhadas as campanhas está positivamente associada ao sucesso na captação financeira.	Astrauskaitė et al. (2018); Courtney (2016); Belleflame et al. (2014); Chan
	Número de comentários nas campanhas	H28	A quantidade de comentários nas campanhas de <i>equity crowdfunding</i> estão associadas positivamente ao sucesso na arrecadação financeira.	Chan (2019)
	Seguidores nas redes sociais	H29	Quanto maior for o número de seguidores, maiores serão as chances de sucesso na captação financeira	Chan (2019)

Fonte: O autor (2023).

Logo, o conjunto dos três itens (competição, financeiro e engajamento nas redes sociais) e suas variáveis englobam o posicionamento estratégico que as plataformas podem se apoiar para alcançar a vantagem competitiva. Já as hipóteses sobre os projetos de *equity crowdfunding*, são:

- **Capacidades dinâmicas dos projetos**

Como demonstrado na teoria das capacidades dinâmicas, as organizações alcançam a vantagem competitiva ao gerenciar suas habilidades, ao desenvolver a capacidade de reconhecer oportunidades ou riscos para o negócio e ao aproveitar e transformar os seus recursos disponíveis para implementar estratégias assertivas no mercado em que atua (SCHILKE; HU; HELFAT, 2018; TEECE, 2007; TEECE; PISANO, 1994).

Neste sentido, organiza-se nos constructos *sense*, *seize* e *transforming*, as variáveis que são validadas neste trabalho quanto a aplicação das capacidades dinâmicas pelos gestores dos projetos de *crowdfunding*.

O primeiro constructo é o *sense*, que trata da composição das variáveis que compõe o primeiro item do modelo. Refere-se à capacidade dos gestores em identificar as oportunidades de mercado para alcançarem lucros superiores. Neste estudo, observa-se as ações que os gestores dos projetos devem focar ao iniciar o processo da escolha de uma plataforma de *equity crowdfunding* que sustentará a campanha do seu empreendimento.

i. Sense

A capacidade dos gestores do projeto em identificar , em seu processo de triagem, as plataformas que já possuem em seu portfólio possíveis investidores qualificados ou **rede de investidores** é algo que se relaciona positivamente ao sucesso da captação (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Essa capacidade é analisada a partir de uma variável binária que deve ser avaliada sobre a perspectiva de que a plataforma contém ou não esses contatos. Essa é coletada diretamente no site da plataforma.

Outro ponto que fortalece a vantagem competitiva para os projetos de *crowdfunding* é a capacidade de o empreendedor selecionar uma plataforma que consiga levar a campanha de arrecadação ao público de investidores correto. Dessa maneira, reconhecer a oportunidade de mercado por intermédio de redes de contatos e comunidades de investimento, das plataformas e que essas estejam alinhadas ao escopo do empreendimento, faz parte da capacidade dos gestores de alcançar o sucesso nas suas campanhas de financiamento coletivo.

Identificado dentro das categorias de *clusters* desenvolvidas por Fernandez-Blanco *et al.* (2020) é se a plataforma a ser escolhida se encontrar em as “*Top Collections*” ou “*Sponsors Engaged*” . A primeira se refere às plataformas que arrecadam valores acima da meta do projeto, já a segunda trata desses intermediadores financeiros que estão engajados com a sua comunidade de investidores (FERNANDEZ-BLANCO *et al.*, 2020). Dessa forma, identificar e se posicionar corretamente no ambiente faz com que o projeto tenha uma maior possibilidade de alcançar o sucesso, o que é fundamental para alcançar a meta de arrecadação (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020).

Sobre este aspecto, é importante que os fundadores dos projetos observem se a rede de investidores da plataforma está alinhada ao escopo do projeto, pois, caso esteja, há maiores probabilidades de se alcançar o valor almejado (FERNANDEZ-BLANCO *et al.*, 2020). Para este projeto esta variável é denominada **Identificação do projeto com a rede de investidores da plataforma**, coletada de forma binária (sim ou não), sendo que esta é a compatibilidade do projeto a rede de investidores e não o oposto. Esse levantamento é feito de forma manual identificando essa relação diretamente do site da plataforma e dos investidores vinculados à rede. A escolha pela plataforma que esteja melhor alinhada à rede de investidores é um dos fatores que vão influenciar positivamente o sucesso da captação dos recursos financeiros (DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020).

Outro ponto a ser considerado são as **demonstrações legais e contábeis para a comunidade de investidores**. A disponibilidade dessas informações para os investidores aumenta a probabilidade de sucesso na arrecadação das campanhas de *crowdfunding* (ZHOU; YE, 2019). Esses dados são coletados de forma primária no site da plataforma, onde se verifica se estes dados estão disponíveis ou não ao público.

Avançando, a **Taxa de Falha** avalia o número de projetos malsucedidos em relação total de projetos ofertados pela plataforma (FERNANDEZ-BLANCO *et al.*, 2020). Contabilizado pela divisão do total de projetos que não captaram o valor solicitado na campanha pelo total de projetos lançados pela plataforma (Total de Projetos que não captaram recursos pela plataforma / Total de projetos lançados pela plataforma). Dados coletados e mensurados pelos relatórios de ofertas anual divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Da mesma maneira, a **Taxa de Sucesso** avalia o número de projetos bem-sucedidos em todos os projetos divulgados pela plataforma de *crowdfunding*. Contabilizado pela divisão do total de projetos que captaram o valor solicitado na campanha pelo total de projetos lançados pela plataforma (Total de Projetos que captaram recursos pela plataforma / Total de projetos lançados pela plataforma). Dados coletados e mensurados pelos relatórios de ofertas anual divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

ii. Seize

Avançamos ao segundo constructo, *seize*, focado na competência gerencial que envolve o aproveitamento das oportunidades por intermédio de processos que apoiam a tomada de decisão (TEECE; PISANO, 1994). Neste item, considera-se as capacidades que os empreendedores devem desenvolver para o desenvolvimento da campanha de captação de recursos financeiros. A seguir, são apresentadas as variáveis que contemplam o modelo analisado.

Dentre as capacidades dos gestores dos projetos, encontra-se a habilidade de identificar plataformas formais no mercado. Como ocorre nos projetos, identificou-se nas plataformas de *crowdfunding* que apresentaram as **demonstrações de informações legais e contábeis**. A disponibilidade desses dados tende a aumentar as taxas de sucesso na arrecadação da campanha, esta métrica é analisada ao identificar se no site da plataforma essas informações estão disponíveis (ZHOU; YE, 2019). A Instrução Normativa 88 de 2022 (CVM, 2022), prevê que essas informações são obrigatória. Essas informações estão previstas nas seções um e dois da instrução normativa.

Além disso, a **apresentação dos riscos do projeto**, de forma especificada no documento, gera confiança aos investidores (ZHOU; YE, 2019). Nas plataformas, entretanto, essas variáveis são binárias sendo identificadas apenas se há ou não a presença dessas informações nos documentos. Na legislação brasileira, conforme a Instrução Normativa 88 de 2022 (CVM, 2022), essas informações são obrigatórias e nesse projeto serão testadas se a presença das mesmas influencia na arrecadação de fundos para os projetos.

Teece e Pisano (1994) destacam como aspecto estratégico a escolha do momento para o lançamento da campanha de arrecadação, essa afirmação é

complementada por Chen (2021) e Janků e Kučerová (2018), porque quanto maior a quantidade de empreendimentos do mesmo segmento, lançados em paralelo, menor será a captação de recursos para o conjunto de projetos. .

Estuda-se esta variável, denominada como **projetos de mesma natureza concorrendo no mesmo período** e a presença dessa ou não (binária), a qual identifica se houve projetos concorrentes no mesmo período (CHEN, 2021; GE; LUO, 2016). Devido a probabilidade de um investidor financiar dois ou mais projetos ser mínima (GE; LUO, 2016; MAZZERO, 2019).

Os projetos também devem atentar-se a concorrentes do mesmo segmento captando recursos financeiro durante o período de lançamento do projeto. Assim, considera-se como uma capacidade para os gestores a avaliação **Índice de Herfindahl–Hirschman**, que serve para calcular a distribuição dos candidatos durante uma campanha (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017).

iii. Transforming

Por fim, o terceiro e último constructo sobre as capacidades dinâmicas é referente a habilidade de *transforming* baseada na reconfiguração dos recursos e processos para atender a oportunidade identificada nas ações anteriores (TEECE, 2017). Neste item, considera-se a capacidade de realizar ações ao longo do período de captação dos recursos financeiros. Em sequência, é abordada as variáveis que compõem esse modelo.

Essa situação implica também na assimetria de informação que o investidor pode ter sobre os projetos de *crowdfunding*. Quando comparados aos concorrentes, Chen (2021) apresenta que empreendedores que descrevem seus projetos com qualidade tendem a ter resultados superiores, tanto no montante financeiro arrecadado durante as campanhas quanto nos índices de taxa de sucesso.

Sobre a capacidade de comunicação, ainda se destacam os *feedbacks* aos investidores (variável binária), que informam seus financiadores durante e após a campanha (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014; DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018; FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020).

Outro ponto em destaque quanto a capacidade dos gestores dos projetos de se readaptarem durante uma campanha é a quantidade de **updates** (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Traduzida neste trabalho

como a quantidade de comunicações ao longo do período da campanha, ela está relacionada positivamente com a variável anterior e é coletada pelos registros de atividades realizadas nas redes sociais e na página do projeto.

A divulgação dos **vídeos sobre o projeto também é analisada nesta instância** (JOHAN; ZHANG, 2020; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Essa é também uma variável binária (sim ou não), usada para verificar se foi utilizado essa mídia ao longo da campanha pelo próprio projeto. Esta informação é coletada manualmente no site do projeto e das suas redes sociais.

Além disso, é importante considerar a **duração do vídeo do projeto**, que pode influenciar a assimetria de informação dos investidores sobre o projeto e, consequentemente, os resultados da captação de recursos financeiros (CHAN et al., 2020).

Para coletar dados sobre a duração dos vídeos, é possível recorrer ao site da plataforma e às redes sociais do projeto. Estudos indicam que os vídeos mais longos tendem a reduzir a assimetria de informação e podem estar associados a resultados mais positivos na captação de recursos financeiros em plataformas de crowdfunding (CHAN et al., 2020).

QUADRO 4 - VARIÁVEIS E HIPÓTESES SOBRE AS CAPACIDADES DINÂMICAS DOS PROJETOS DE EQUITY CROWDFUNDING

Capacidade Dinâmica	PROJETO			Autores
	Variável	Hipótese	Hipótese	
Sense	Rede de investidores da plataforma	H30	Plataformas com redes de investidores esta positivamente relacionada ao sucesso das captações	Fernandez-Blanco et al. (2020); Wessel et al. (2017)
	Identificação dos projetos com a rede de investidores da plataforma	H1	Projetos quando alinhados a rede de investidores das plataformas tem mais chances de atingir o valor de captação desejado	Fernandez-Blanco et al. (2020); Dushnitsky et al. (2020)
	Demonstração de informações legais e contábeis da plataforma	H6	As informações legais e contábeis são disponibilizadas as chances de sucesso na arrecadação de fundos aumentam	Zhou & Ye (2019)
	Taxa de sucesso	H2	Quando a taxa de sucesso da plataforma é alta ela tem maiores chances de captar recursos financeiros	Fernandez-Blanco et al. (2020)
	Taxa de Falha	H3	Quando a taxa de falha da plataforma é alta ela tem maiores chances dela não captar recursos financeiros	Fernandez-Blanco et al. (2020)
	Informações legais dos projetos	H4	A presença das informações legais dos projetos aumenta as chances de captação de recursos financeiros	Zhou & Ye (2019)
Seize	Apresentação dos riscos do projeto	H5	A presença dos riscos do projeto aumenta as chances de captação de recursos financeiros	Zhou & Ye (2019); Chen (2021); Janky & Kucerova (2018)
	Índice de Herfindahl-Hirschman	H31	Quando o IHH é alto maiores chances de captação de recursos	Wessel et al. (2017)
	Projetos da mesma natureza concorrendo no mesmo período	H32	Quando empreendimentos do mesmo segmento são lançados simultaneamente é associado negativamente a proporção de captação de recursos.	Chen (2021);Ge & Luo (2016); Zedara et al. (2019)
	Feedback aos investidores pelos projetos	H33	Feedbacks aos investidores está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Belleflamme et al. (2014); Dorfleitner et al. (2018); Fernandez-Blanco et al. (2020)
Transforming	Quantidade de <i>updates</i>	H34	A quantidade de comunicações realizadas durante o período da campanha e está positivamente relacionada ao sucesso da captação de investimentos ao projeto	Fernandez-Blanco et al. (2020); Wessel et al. (2017)
	Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	H35	A divulgação de vídeos sobre o empreendimento está associada positivamente a captação de investimentos para o projeto	Johan & Zhang (2020); Wessel et al. (2017)
	Quantidade de segundos no vídeo promocional	H36	Vídeos com duração maior estão associados a resultados positivos na captação de recursos financeiros.	Chan et al. (2020)
	Fonte: O autor (2023).			

O QUADRO 4 compila as variáveis e hipóteses dos três itens (*sense*, *seize* e *transforming*) que englobam as capacidades dinâmicas que os projetos têm de se apoiar para alcançar a vantagem competitiva.

- **Posicionamento estratégico dos projetos**

- i. **Financeiro**

Para Wessel, Thies e Benlian (2017), a crescente captação de recursos financeiros pelas plataformas pelo mundo está atribuída ao próprio crescimento e popularização do mercado de *crowdfunding*. Diversos pesquisadores (Bi et al., 2019; DUSHNITSKY; PIVA; ROSSI-LAMASTRA, 2020; MORSCHEUSER; HAMARI; MAEDCHE, 2019; SOUBLIÈRE; GEHMAN, 2020) abordam, no entanto, que as plataformas de *crowdfunding* podem alcançar maiores quantidades de projetos com sucesso nas metas de arrecadação adotando algumas estratégias.

Sobre este aspecto, o conhecimento das estratégias relacionadas ao posicionamento **financeiro (constructo)** que os projetos devem adotar pode ser determinante para o sucesso da operação. Assim, conforme identificado em estudos anteriores, variáveis relacionadas aos valores praticados pelas plataformas influenciam diretamente a captação monetária para os projetos.

Conforme Bi et al. (2019), valores menores de arrecadação possuem maiores possibilidades de alcançar o objetivo da captação. Nesse sentido, o **Lucro esperado** é o montante financeiro que a empresa espera captar nas campanhas de *crowdfunding*, descontada a taxa de comissionamento da plataforma (Bi et al., 2019; CHAN et al., 2020). Para a operacionalização desta variável serão consultados os relatórios anuais de ofertas públicas de *crowdfunding*, disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários. Esta inferência, conforme o estudo desses autores, baseiam-se em uma avaliação criteriosa quanto a taxa de sucesso na arrecadação dos valores mobiliários em plataformas internacionais de *crowdfunding*.

Ainda Bi et al. (2019), a **proporção do custo unitário (E)** que o projeto precisa pagar para a plataforma influencia o sucesso na captação dos recursos para o projeto, pois quanto maior a proporção do custo unitário pago a plataforma, menor a chance de sucesso (Bi et al., 2019). Isso ocorre devido ao aumento do valor solicitado aos investidores, encarecendo o projeto. Esse dado é calculado a partir do custo unitário da ação multiplicado pela taxa de comissão da plataforma. Os dados dessa variável e da próxima estão disponíveis no site da plataforma e no relatório de ofertas anuais fornecidos pela CVM.

A **quantidade de cotas vendidas que o projeto pode disponibilizar (R)** é outro fator analisado na literatura (BI et al., 2019). Quanto mais cotas estiverem disponíveis, menor o valor da ação do projeto. Aumentando a probabilidade de sucesso na captação dos recursos financeiros para o projeto.

Por fim, a **quantidade de capital solicitado** para a viabilidade do projeto a ser ofertado na campanha também é um fator determinante do sucesso da operação. De acordo com Johan e Zhang (2020) projetos que solicitam valores menores que seus concorrentes tendem a ter maiores vantagens no processo de arrecadação monetária. As informações quanto a esses valores também são disponibilizadas pelo relatório anual de ofertas públicas fornecidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

ii. Engajamento Social

Quando mencionado o posicionamento estratégico que os empreendedores adotam ao elaborar seus projetos de *crowdfunding*, deve-se observar o impacto dessas ações sobre a vantagem competitiva das plataformas de captação de recursos financeiros.

Dentre as estratégias de posicionamento estratégico, em um mercado já constituído e formalizado (PORTER, 1998), os projetos de *crowdfunding* podem alcançar o sucesso contando com redes de investidores (CHEN, 2021). Em relação a isso, Zhou e Ye (2019) apresentam que os empreendedores devem contar com comunidades e contribuintes influentes em uma rede de cooperação na captação de recursos financeiros.

O engajamento nas redes sociais com os investidores e apoiadores das campanhas durante de captação de recursos é determinante para o sucesso da arrecadação dos fundos pretendidos (SONG et al., 2019). Para isso, Zhou e Ye (2019) iniciam a discussão ao apresentar que o número de investidores que propagam mensagens sobre a campanha gera retornos bem-sucedidos, além de medir a capacidade de rede e marketing dos indivíduos na rede social do proponente.

Alguns cuidados são necessários, porém, como o cuidado em relação à linguagem promocional ineficaz, a qual é reconhecida como algo negativo por investidores sofisticados, seja por argumentos exagerados ou pela falta de suporte de dados adequado (JOHAN; ZHANG, 2020). Além disso, a linguagem promocional que não atende as expectativas dos investidores servem como reforço negativo das ações

de divulgação das plataformas. Isso afeta diretamente a capacidade de arrecadação de um projeto podendo até inviabilizá-lo pela má gestão em gerir sua divulgação, afetando a vantagem competitiva das plataformas e dos projetos (JOHAN; ZHANG, 2020).

Sobre este aspecto, da mesma forma que a plataforma age com o engajamento nas redes sociais, também é verificado a possibilidade dos projetos realizarem o **engajamento das redes sociais** (constructo), como forma de se posicionarem estrategicamente no mercado.

Nesta lógica, Zhou e Ye (2019) expõem em seu estudo, *“Legitimacy, Worthiness, and Social Network: An Empirical Study of the key Factors Influencing Crowdfunding Outcomes for Nonprofit Projects”*, que é fundamental compartilhar as informações do projeto de forma clara e objetiva, pois isso afeta a credibilidade da organização (ZHOU; YE, 2019). Mede-se o aceite da campanha pelo número de propagadores das campanhas nas redes sociais (**compartilhamento**), bem como a quantidade de interações naquelas e a frequência que essas ocorrem. Dados coletados diretamente das redes sociais dos projetos (Facebook e Instagram).

Além disso, também é analisado o engajamento do projeto com sua rede de contatos por meio da contabilização desses indicadores, isto é, o **compartilhamento da campanha em diversas redes sociais** (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018; BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014; CHAN et al., 2020), com a divulgação das campanhas nas redes sociais (Facebook e Instagram) Esses dados são coletados diretamente das redes sociais dos projetos anteriormente citadas.

Outra variável importante são os **seguidores nas redes sociais** que estão relacionados a maiores arrecadações financeiras para os projetos. São coletados pela soma dos seguidores das redes sociais, como o Instagram e Facebook (CHAN et al., 2020).

O sucesso das ações em redes sociais, também são apresentados o **número de comentários nas campanhas** (CHAN et al., 2020). Assim, quanto maior é esse número, maiores são as possibilidades de se alcançar o sucesso na captação dos recursos financeiros alcançando a vantagem competitiva.

Por fim, a **quantidade de visualizações dos vídeos, fotos e anúncios** também devem ser considerados nas análises. Como apresentado por Astrauskaitė e Paškevičius (2018), uma maneira de validar o alcance dos dados da campanha é somando a quantidade de visualizações dos vídeos, fotos e dos anúncios. De forma

separada e compilada ao final, esses dados são coletados diretamente das redes sociais dos projetos.

O QUADRO 5 reúne as informações das variáveis, hipóteses e autores que fundamentam o desenvolvimento do modelo.

QUADRO 5 - VARIÁVEIS E HIPÓTESES SOBRE O POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DOS PROJETOS DE EQUITY CROWDFUNDING

PROJETO				Autores
Posicionamento Estratégico	Variável	Hipótese	Hipótese	
Financeiro	Lucro Esperado	H37	Projetos com o lucro esperado de arrecadação mais baixas têm maior probabilidade de sucesso.	Bi et al. (2019); Chan (2019)
	Proporção do custo unitário que o projeto precisa pagar para a plataforma	H38	Quando a proporção de comissão por custo unitário é maior as chances de sucesso diminuem.	Bi et al. (2019)
	Quantidade de cotas do projeto	H39	Quando há mais cotas disponíveis é associado positivamente ao sucesso de captação.	Bi et al. (2019)
	Quantidade de Capital Solicitado	H40	Quantias menores para os projetos tendem a ter mais vantagens na arrecadação de investimentos.	Johan et al. (2020)
Engajamento nas Redes Sociais	Compartilhamento	H41	A quantidade de compartilhamentos das campanhas dentro da própria rede social esta relacionada positivamente ao sucesso de captação.	Chan (2019)
	Compartilhamento em diversas redes sociais	H42	O compartilhamento das campanhas em mais de uma rede social está relacionada positivamente ao sucesso da campanha.	Wessel et al. (2017)
	Número de comentários nas campanhas	H43	A quantidade de comentários das divulgações dos projetos nas redes sociais está positivamente associado ao sucesso da captação da campanha.	Astrauskaitė et al. (2018); Courtney (2016); Belleflamme et al. (2014); Chan (2019)
	Seguidores nas redes sociais	H44	A quantidade de seguidores das redes sociais dos projetos está positivamente associado ao sucesso da campanha.	Chan (2019)
	Quantidade de visualizações dos vídeos, fotos e anúncios	H45	A quantidade de visualizações nos materiais das campanhas pelas redes sociais dos projetos está positivamente associado ao sucesso da captação.	Astrauskaitė et al. (2018); Song et al. (2019)

Fonte: O autor (2023).

Assim, o conjunto dos itens (financeiro e engajamento nas redes sociais) e suas variáveis englobam o posicionamento estratégico que os projetos podem utilizar para alcançar a vantagem competitiva.

3. MATERIAL E MÉTODOS

O propósito desta seção é demonstrar os métodos abordados nesta pesquisa para o cumprimento do objetivo geral deste trabalho, que se baseia em investigar as variáveis e suas interações que desenvolvem a vantagem competitiva entre plataformas de *equity crowdfunding* e seus projetos.

Esta seção está dividida nos subtópicos: 3.1) Hipóteses da Pesquisa, 3.2) Classificação da Pesquisa, 3.3) Definição Constitutivas e Operacionais, 3.4) Validação do Modelo: Análise Fatorial Exploratória e Confirmatória, 3.5) Análise Multinível, 3.6) Coleta de dados e 3.7) População e Amostra.

O desenvolvimento de uma teoria deve buscar em seu núcleo analítico a denominação e definição do fenômeno estudado e dos construtos endógenos a serem estudados (KLEIN; KOZLOWSKI, 2000). Logo, tendo em vista a ampliação das redes de conhecimento proporcionada por estudos anteriores (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014; CHAN et al., 2020; CHEN, 2021; SONG et al., 2015), este trabalho busca fornecer, através de abordagens quantitativas, uma visão abrangente dos fenômenos organizacionais complexos (GONZÁLEZ-ROMÁ, 2019), contemplados na temática da vantagem competitiva e *crowdfunding*.

Para alcançar o objetivo desta pesquisa, serão avaliadas as estratégias adotadas pelas plataformas e a capacidade de seus projetos em captar recursos financeiros por parte dos investidores.

Por fim, para atender aos objetivos propostos neste trabalho, será utilizado o modelo linear generalizado, que é desenvolvido com base nas hipóteses discutidas anteriormente. Através desse modelo, será possível analisar de forma mais detalhada as relações entre as variáveis que influenciam a captação de recursos em plataformas de *equity crowdfunding*. Dessa forma, será possível obter *insights* relevantes que possam contribuir para o aprimoramento das estratégias de captação de recursos e das vantagens competitivas necessárias nesse contexto.

São duas as variáveis dependentes que conduzem esta pesquisa. A primeira é o sucesso da captação, a qual é estimada como variável binária (sim ou não) se o projeto captou o recurso esperado. Essa é considerada, conforme estudos anteriores (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018; BI et al., 2019; CHEN, 2021; COSMA et al., 2021; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017), como determinante para um projeto alcançar a vantagem competitiva sobre seus concorrentes.

A segunda análise, por sua vez, é realizada a partir da perspectiva do cenário brasileiro. De acordo com a Resolução Nº 88 de 2022, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022), as plataformas de *equity crowdfunding* poderão repassar para os empreendimentos os valores captados que excedam os 66% solicitados na campanha. Essa variável dependente é fundamental para o desenvolvimento do segundo modelo apresentado nesta tese. Com base nesse modelo, será possível entender de que forma essa regra estabelecida pela CVM pode afetar a captação de recursos pelas plataformas de *equity crowdfunding* no Brasil e quais estratégias podem ser adotadas pelos empreendedores para aproveitar essa oportunidade.

O detalhamento dessa metodologia é explicado na subseção 3.4 e 3.5. Na sequência é apresentada a delimitação e o *design* da pesquisa.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

No desenvolvimento desta pesquisa são utilizados métodos **quantitativos**. Esses se referem a uma abordagem objetiva ao testar a relação entre variáveis, por meio de abordagens estatísticas. Por se tratar de um campo do conhecimento em desenvolvimento, em busca por evidências teóricas e práticas pouco antes debatidos, esta pesquisa assume um caráter **exploratório** (YIN, 2016).

A pesquisa tem caráter **positivista** porque relaciona hipóteses a serem validadas na prática, baseando-se na teoria, e utiliza dados quantitativos (WEBER, 2004). Para a coleta de dados optou-se por bases **secundários** sistematizadas por órgãos ou instituições legítimas que utilizaram estas informações com uma finalidade diferente do problema abordado nesta pesquisa (MALHOTRA, 2012).

Com o corte temporal **longitudinal**, ao considerar os dados em um recorte de datas estabelecido (YIN, 2016). Referente a abordagem, opta-se pelo modelo **descritivo** ao retratar uma interação entre o fenômeno estudado e suas variáveis (MALHOTRA, 2012).

3.2 DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA E OPERACIONAL

O trabalho a ser desenvolvido foi elaborado por meio da relação multinível entre plataformas e projetos de *equity crowdfunding* que compartilham interesse comum na captação de recursos financeiros. Para o desenvolvimento desta relação

foram desenvolvidos no modelo teórico de vantagem competitiva, oito constructos sobre esta associação.

Estes constructos são configurados nos níveis das plataformas e dos projetos sendo eles: I) posicionamento estratégico e II) capacidades dinâmicas. Na sequência, são explicadas as definições constitutivas (DC) e as definições operacionais (DO) dos constructos e suas variáveis que arranjam a paradigma da presente tese.

I) Posicionamento Estratégico

DC: Posicionamento que uma firma opta ao entrar em determinado mercado constituído, ou determinado por regras, em que se busca alcançar ganhos superiores (BAIN, 1951; CACIATORI JUNIOR, 2020; MASON, 1939; PORTER, 1998; VASCONCELOS; CYRINO, 2000).

a) Nível da Plataforma

DO: O posicionamento estratégico da plataforma diz respeito a como as plataformas devem se posicionar no mercado de *crowdfunding* para conseguir o recurso necessário para o projeto (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018; CHEN, 2021; COSMA et al., 2021; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Dentre a elaboração da operacionalização deste constructo encontram-se variáveis que mensuram o posicionamento estratégico da plataforma de diferentes maneiras. Conforme apresenta-se a seguir:

I. Competição

Força Competitiva: calculada pela divisão da quantidade de cotas que o projeto disponibiliza pela proporção (%) do custo unitário que o projeto precisa pagar para a plataforma. Este índice é calculado pelas informações disponibilizadas no relatório de ofertas públicas de *crowdfunding* da CVM.

Intensidade da Competição: medida pelo financiamento alvo total de todos os concorrentes sobre o financiamento pela proporção médio de todos os projetos.

Variável calculada a partir dos dados disponibilizados pelo relatório de ofertas públicas de *crowdfunding* da CVM.

Investidores qualificados: quantidade de contas financiadas por investidores qualificados / total de cotas ofertadas. Cálculo a partir dos dados coletados no relatório de ofertas públicas de *crowdfunding* da CVM.

Número de competidores: quantidade de projetos de um determinado segmento ofertados pela plataforma (considerando o período) / quantidade de projetos ofertados do mesmo segmento por todas as plataformas de *crowdfunding* durante o mesmo período. Variável calculada a partir dos dados disponibilizados pelo relatório de ofertas públicas de *crowdfunding* da CVM e dos dados categóricos disponíveis nos sites das plataformas de *equity crowdfunding*.

Número de potenciais apoiadores: quantidade de comunidades de investimentos, redes de cooperação, investidores anjos, bancos e outros arranjos de financiadores. Este indicador é calculado pela soma do número dos investidores. Essas informações são disponibilizadas no site da plataforma de *equity crowdfunding*.

Segmentação: variável categórica que classifica o tipo de segmento do projeto (*startups*, agro, imobiliário etc.). Dados disponíveis nos sites das plataformas.

II. Financeiro

Mensalidade (Projeto e Investidor): variável binária que identifica se a plataforma cobra mensalidade dos empreendedores responsáveis pelos projetos e dos investidores. Dados disponíveis nos sites das plataformas.

Mensalidade (Projeto): variável binária que identifica se a plataforma cobra mensalidade dos empreendedores responsáveis pelos projetos ou apenas a taxa de comissionamento. Dados disponíveis nos sites das plataformas.

Taxa do Investidor: variável binária que identifica se a plataforma cobra alguma taxa dos investidores. Dados disponíveis nos sites das plataformas.

Taxa de Comissionamento: É operacionalizada por meio das taxas do contrato em que a plataforma cobra para intermediar a negociação entre investidores e/ou empreendedores que alocam seus projetos nela. Este valor é mensurado em percentagem (%), disponível no site da plataforma de *crowdfunding*.

Lucro Esperado: valor monetário que a plataforma receberá em caso de sucesso na captação do projeto. Dados calculados a partir das informações disponíveis no relatório anual de ofertas públicas da CVM.

III. Engajamento nas redes sociais

Número de comentários nas campanhas: engajamento da plataforma com sua rede de contatos por meio da contabilização desse indicador. A fonte desses dados são as redes sociais do Facebook e do Instagram das plataformas.

Seguidores das redes sociais: soma da quantidade de seguidores. A fonte desses dados são as redes sociais do Facebook e do Instagram das plataformas.

Compartilhamentos: soma dos compartilhamentos das campanhas pelas redes sociais. Informações coletadas diretamente das postagens de divulgação das campanhas pelas redes sociais Facebook e Instagram.

Compartilhamentos em diversas redes sociais: contagem das redes sociais em que as plataformas divulgam as campanhas dos projetos vinculados a elas. Informações coletadas diretamente das postagens de divulgação das campanhas pelas redes sociais Facebook e Instagram.

b) Nível do Projeto

DO: O posicionamento estratégico dos projetos é entendido como a forma se posicionar no mercado de *crowdfunding* ao selecionar as plataformas que conduzirão as campanhas, com o objetivo de arrecadação de recurso financeiros necessários para o seu desenvolvimento (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018; CHEN, 2021; COSMA et al., 2021; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Dentre a elaboração da

operacionalização deste constructo, encontram-se variáveis que são mensuradas de diferentes maneiras.

I. Financeiro

Lucro Esperado: montante financeiro que o projeto aguarda captar nas campanhas de *crowdfunding*, descontada a taxa de comissionamento da plataforma. Dados coletados do relatório de ofertas públicas disponibilizados pela CVM.

Proporção do custo unitário (E): que o projeto precisa pagar para a plataforma influencia o sucesso na captação dos recursos para o projeto. Os dados dessa variável estão disponíveis no site da plataforma e no relatório de ofertas anuais fornecidos pela CVM.

Quantidade de cotas vendidas que o projeto pode disponibilizar (R) Os dados dessa variável estão disponíveis no site da plataforma e no relatório de ofertas anuais fornecidos pela CVM.

Quantidade de capital solicitado: As informações disponibilizadas pelo relatório anual de ofertas públicas fornecidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

II. Engajamento nas redes sociais

Número de comentários nas campanhas: engajamento do projeto com sua rede de contatos por meio da contabilização desse indicador. A fonte desses dados são as redes sociais do Facebook e do Instagram dos projetos.

Seguidores das redes sociais: soma da quantidade de seguidores dos projetos. A fonte desses dados são as redes sociais do Facebook e do Instagram das plataformas.

Compartilhamentos: soma dos compartilhamentos das campanhas pelas redes sociais. Informações coletadas diretamente das postagens de divulgação das campanhas pelas redes sociais Facebook e Instagram dos projetos.

Compartilhamentos em diversas redes sociais: contagem das redes sociais em que os projetos divulgam as campanhas vinculados a elas. Informações coletadas diretamente das postagens de divulgação das campanhas pelas redes sociais Facebook e Instagram.

Quantidade de visualizações dos vídeos, fotos e anúncios: soma da quantidade de visualizações dos vídeos, fotos e dos anúncios. De forma separada e compilada ao final, esses dados são coletados diretamente das redes sociais Facebook e Instagram dos projetos.

Na sequência são apresentadas as definições constitutiva e operacionais das capacidades dinâmicas nos níveis da plataforma e dos projetos.

II) Capacidades Dinâmicas

DC: Estrutura coesa do conhecimento conceitual e empírico que as empresas já possuem e na sua adaptação a ambientes rápidos e futuros, formadas por conjuntos de processos específicos, como o desenvolvimento de novos produtos, alianças e a própria tomada de decisão (DIERICKX; COOL, 1989; EISENHARDT; MARTIN, 2000; TEECE; PISANO; SHUEN, 1997).

a) Nível da Plataforma

DO: Sobre a definição operacional das capacidades dinâmicas no nível do projeto de *crowdfunding* é possível apresentar variáveis que regem esta relação.

I. Sense

Identificação de projetos com a rede de investidores: variável binária (sim ou não). Identifica-se a habilidade dos gestores em triarem empreendimentos que estejam alinhados ao seu escopo de investidores e público. Este tipo de informação é coletado nos sites das plataformas de *crowdfunding* comparando com a natureza do projeto.

Taxa de sucesso: calculado pela razão dos projetos de determinado seguimento bem-sucedidos sobre o total de projetos do mesmo segmento que a captadora realizou ao longo de todas as suas campanhas feitas.

Taxa de falha: calculada pela razão dos projetos de determinado segmento malsucedidos sobre o total de projetos do mesmo segmento que a captadora realizou ao longo de todas as suas campanhas realizadas.

Informações legais dos projetos: variável binária, verifica-se se existe as demonstrações de informações legais e contábeis dos projetos ou não. Dados coletados no site das plataformas.

Apresentação dos riscos do projeto: variável binária que apresenta as informações dos riscos do projeto. Dados coletados do projeto no site das plataformas.

II. Seize

Capacidade de comunicação: entrega de vídeos, materiais ricos e informacionais sobre o empreendimento (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Essa variável é binária, levantada pela presença ou não da entrega desses materiais. Informação coletada diretamente do projeto no site da plataforma.

Informações legais das plataformas: demonstrações de informações legais e contábeis aumentam as taxas de sucesso na arrecadação, passando credibilidade aos investidores. Dados coletados no site das plataformas.

Duração do período de captação: calculado pelo intervalo de tempo em dias entre o início do período de arrecadação e seu fim. Cálculo a partir dos dados coletados no relatório de ofertas públicas de *crowdfunding* da CVM.

Período de lançamento da campanha: projetos do mesmo segmento ou diversos projetos em andamento que competem com os recursos que o projeto busca. Calculado após o tabelamento dos dados de todas as ofertas disponíveis que serão analisadas neste estudo.

Lançamento de campanhas no final de semana: analisado se a campanha foi anunciada no sábado ou no domingo. Dados coletados no projeto.

III. *Transforming*

Vídeos sobre o projeto: Variável binária (sim ou não) é utilizada para verificar se foi utilizado esse recurso para a divulgação da campanha. Esta informação é coletada manualmente no site da plataforma, em específico do projeto.

Quantidade de segundos no vídeo promocional: a quantidade de tempo em segundos da duração do vídeo da campanha. Coletado no projeto disponível no site da plataforma.

Quantidade de *updates*: é a soma de atualizações sobre o projeto ao longo da campanha. O cálculo é realizado sobre a quantidade de atualizações nas redes sociais das plataformas.

Feedbacks aos investidores: operacionalizado por variáveis binárias que avaliam se houve comunicação ou não ao longo do período de captação de recursos monetários para o projeto. Dados coletados na plataforma do projeto e redes sociais, como Instagram e Facebook.

Na sequência, será apresentada a definição operacional das capacidades dinâmicas nos níveis dos projetos.

b) Nível do Projeto

DO: No que se refere a definição operacional das capacidades dinâmicas no nível do projeto de *crowdfunding* é possível apresentar variáveis que regem esta relação.

I. Sense

Rede de investidores da plataforma variável binária que deve ser avaliada sobre a perspectiva de que a plataforma contém ou não uma interação com esses atores. Essa é coletada diretamente no site da plataforma.

Identificação do projeto com a rede de investidores da plataforma: variável binária (sim ou não), sendo que sim é a compatibilidade do projeto a rede de investidores e não o contrário. Esse levantamento é feito de forma manual identificando essa relação diretamente do site da plataforma e dos investidores vinculados à rede.

Informações legais das plataformas: demonstrações de informações legais e contábeis aumentam as taxas de sucesso na arrecadação, passando credibilidade aos investidores. Dados coletados no site das plataformas.

Taxa de sucesso: calculado pelo que se realiza entre a razão dos projetos bem-sucedidos sobre o total de projetos que a captadora realizou ao longo de todas as suas campanhas realizadas.

Taxa de falha: calculado pelo que se realiza entre a razão dos projetos malsucedidos sobre o total de projetos que a captadora realizou ao longo de todas as suas campanhas realizadas.

II. Seize

Informações legais dos projetos: variável binária, verifica se existe as demonstrações de informações legais e contábeis dos projetos ou não. Dados coletados no site das plataformas.

Apresentação dos riscos do projeto: variável binária que apresenta as informações dos riscos do projeto. Dados coletados do projeto no site das plataformas.

Índice de Herfindahl–Hirschman: distribuição dos candidatos durante uma campanha (competição). O modelo de cálculo para este índice se faz da seguinte maneira: $HHI = s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + \dots s_n^2$. A base de informação será após a coleta de todos dos projetos e plataformas ofertados.

Projetos de mesma natureza: concorrendo no mesmo período é calculado pela presença da competição ou não (binária), a qual identifica se houve projetos concorrentes no mesmo período. Variável calculada a partir dos períodos de captação dos projetos.

III. Transforming

Feedbacks aos investidores: operacionalizado por variáveis binárias que avaliam se houve comunicação ou não ao longo do período de captação de recursos monetários para o projeto. Dados coletados na plataforma do projeto e redes sociais, como Instagram e Facebook.

Quantidade de updates: soma de atualizações sobre o projeto ao longo da campanha. O cálculo é realizado sobre a quantidade de atualizações nas redes sociais dos projetos.

Vídeos sobre o projeto: Variável binária (sim ou não) usada para verificar se foi utilizado esse recurso para a divulgação da campanha. Esta informação é coletada manualmente no site da plataforma, em específico do projeto.

Quantidade de segundos no vídeo promocional: a quantidade de tempo em segundos da duração do vídeo da campanha. Coletado no projeto disponível no site da plataforma.

Na próxima subseção, será apresentado o método de análise utilizado para validar esta tese. Foi escolhido o modelo linear generalizado, que será descrito a seguir.

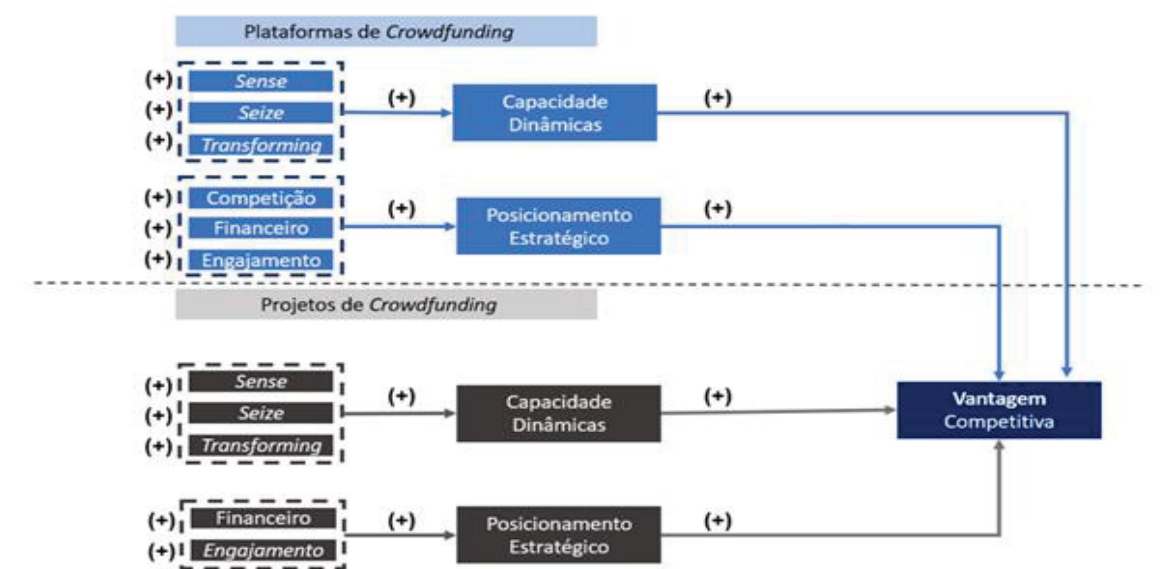
3.3 MODELO LINEAR GENERALIZADO

A abordagem de Modelagem Linear Generalizada é uma expansão do Modelo Linear tradicional, que permite lidar com uma ampla gama de distribuições de probabilidade para a variável de resposta (CORDEIRO; DEMÉTRIO, 2008). Essa metodologia é amplamente empregada em diversas áreas, como epidemiologia, biologia, economia, entre outras. Nesse contexto, foi utilizada essa abordagem para identificar as relações entre as variáveis dependentes: a) proporção de captação e b) atingimento do valor de captação, com o objetivo de avaliar a vantagem competitiva das plataformas e projetos de *equity crowdfunding*.

Para o nível das plataformas, são avaliadas as variáveis independentes que compõem o posicionamento estratégico e as capacidades dinâmicas dos gestores de plataformas. Já no nível projetos, as variáveis independentes refletem o posicionamento estratégico e as capacidades dinâmicas dos empreendedores responsáveis pelos projetos de *equity crowdfunding*.

Dessa forma, o estudo da interação entre as variáveis independentes em cada nível permite identificar quais fatores são mais relevantes para o sucesso na captação de recursos financeiros em plataformas e projetos de *equity crowdfunding*. Figura 11 fornece uma representação visual dessa interação, facilitando a compreensão das relações entre os constructos analisados.

FIGURA 11 - MODELO ANALÍTICO



Fonte: O autor (2022).

Na abordagem de Modelos Lineares Generalizados, é possível assumir uma distribuição de probabilidades para a variável resposta, sendo as distribuições mais comuns pertencentes à família exponencial, como a normal, gama, poisson, binomial e normal inversa (CORDEIRO; DEMÉTRIO, 2008). A escolha da distribuição dos dados é realizada pelo critério de informação de Akaike (AIC), que é uma métrica para comparação e seleção de modelos, em que menores valores de AIC indicam maior qualidade e simplicidade do modelo (BOZDOGAN, 1987).

Para aplicar esse método, é necessário especificar o componente de efeito fixo ou aleatório, o componente sistemático e a função de ligação, que são detalhados na subseção 4.2. Em seguida, os parâmetros são estimados usando o método de verossimilhança.

Para verificar a eficácia do ajuste do Modelo Linear Generalizado à variável dependente "Alcançou o valor de captação", foi realizada uma análise de resíduos. Esse procedimento tem como objetivo garantir a robustez da análise, assegurando a qualidade do modelo ajustado e possibilitando uma compreensão mais profunda e confiável dos resultados obtidos. Para validar a normalidade dos resíduos, foram utilizados os testes de normalidade Kolmogorov-Smirnov.

No caso da variável dependente "Proporção de captação", os resíduos do Modelo Linear Generalizado com a distribuição gama foram analisados através do gráfico Q-Q *Plot*. Esse gráfico é utilizado para verificar se a disposição dos resíduos segue uma distribuição normal, quanto mais próxima a distribuição dos resíduos estiver do eixo central, maior a probabilidade de a distribuição ser normal (YUAN et al., 2021).

A elaboração dos testes estatísticos dos modelos lineares generalizados foi realizada em parceria com um consultor e mestre em estatística, utilizando o software estatístico *RStudio*.

3.4 COLETA DE DADOS

Na presente tese, são coletados e analisados os arquivos, documentos e informações disponibilizados de forma pública e no seu teor completo, tais como, publicações em redes sociais, relatórios oficiais, governamentais, web páginas, dados estatísticos. Além do desenvolvimento de uma base de informações próprias que contemplará os dados compilados desta pesquisa.

Entre as fontes de dados a serem utilizadas encontram-se a web página da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, os sites de cada uma das plataformas online de captação de recursos financeiros, bem como suas redes sociais e dos projetos que são anunciados. Outros documentos analisados serão as propostas escritas dos projetos e as webs páginas das comunidades de financiamento coletivo. Nesse caso, os dados são caracterizados como secundários, quando se referem a documentos que foram desenvolvidos por outros indivíduos (MALHOTRA, 2012). As fontes de dados que serão consultadas estão disponíveis no QUADRO 6, a seguir.

QUADRO 6 - FONTES DE DADOS PARA CONSULTA DE DADOS SECUNDÁRIOS

Fontes de Dados	Endereços de Consulta
Comissão de Valores Mobiliários - CVM	https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/crowdfunding
Rede Social - Facebook	https://www.facebook.com/
Rede Social - Instagram	https://www.instagram.com/
Receita Federal	https://servicos.receita.fazenda.gov.br/servicos/cnpjreva/cnpjreva_solicitacao.asp
Sites das Plataformas	Disponíveis no Anexo II
Sites dos Projetos	Disponíveis no Anexo II

Fonte: O autor (2022).

Para a organização dos dados, esses serão analisados e ordenados para o desenvolvimento do modelo estatístico. Seu armazenamento será realizado em um documento em Excel, no formato xlms.

Para realizar a análise, será utilizado o software estatístico *R* (<https://www.r-project.org/>). Este software usa a linguagem *R* para rotinas e programação de linguagem. Esse software foi usado em combinação com o *RStudio* (<https://rstudio.com/>), que é um ambiente de desenvolvimento integrado (IDE) para a linguagem *R*.

Para sistematizar as informações relacionadas às variáveis, suas fontes de informações, o nível de análise, descrição e os autores que tratam da sua fundamentação foram elaborados três quadros. O QUADRO 7 contempla as variáveis e autores utilizados neste trabalho por plataformas ou projetos.

QUADRO 7 - VARIÁVEIS E AUTORES

Plataformas		Projetos	
Capacidade Dinâmica	Autores	Capacidade Dinâmica	Autores
Identificação de projetos com a rede de investidores	Johan et al. (2020); Astrauskaitė et al. (2018)	Rede de investidores da plataforma	Fernandez-Blanco et al. (2020b); Wessel et al. (2017); Astrauskaitė et al. (2018)
Taxa de sucesso	Fernandez-Blanco et al. (2020)	Identificação dos projetos com a rede de investidores da plataforma	Fernandez-Blanco et al. (2020b); Dushnitsky et al. (2020)
Taxa de falha	Fernandez-Blanco et al. (2020)	Demonstração de informações legais e contábeis da plataforma	Zhou & Ye (2019)
Informações legais dos projetos	Zhou et al. (2019)	Taxa de sucesso	Fernandez-Blanco et al. (2020)
Apresentação dos riscos do projeto	Zhou et al. (2019)	Taxa de falha	Fernandez-Blanco et al. (2020)
Capacidade de comunicação	Wessel et al. (2017)	Informações legais dos projetos	Zhou & Ye (2019)
Informações legais das plataformas	Zhou et al. (2019)	Apresentação dos riscos do projeto	Zhou & Ye (2019); Chen (2021); Janku & Kucerova (2018)
Índice de Herfindahl–Hirschman	Wessel et al. (2017)	Índice de Herfindahl–Hirschman	Wessel et al. (2017)
Duração do período de captação	Dushnitsky et al. (2020); Bi et al. (2019); Chen et al. (2021)	Projetos de mesma natureza concorrendo no mesmo período	Chen (2021); Ge & Luo (2016); Zedadra et al. (2019)
Lançamento de campanhas no final de semana	Janku et al. (2020);	Feedbacks aos investidores	Belleflamme et al. (2014); Dorfleitner et al. (2018); Fernandez-Blanco et al. (2020)
Período de lançamento da campanha	Chen, 2021; Ge & Luo, 2016	Quantidade updates	Fernandez-Blanco et al. (2020); Wessel et al. (2017)
Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	Johan et al. (2020); Wessel et al. (2017)	Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	Johan & Zhang (2020); Wessel et al. (2017)
Quantidade de segundos no vídeo promocional	Chan (2019)	Quantidade de segundos no vídeo promocional	Chan et al. (2020)
Quantidade updates	Fernandez-Blanco et al. (2020); Wessel et al. (2017)		
Feedback aos Investidores	Belleflamme et al. (2014); Dorfleitner et al. (2018)		
Posicionamento Estratégico		Posicionamento Estratégico	
	Autores		Autores
Força competitiva	Bi et al. (2019)	Lucro esperado	Bi et al. (2019); Chan (2019)
Intensidade da competição	Chen et al. (2021)	(E) A proporção do custo unitário que o projeto precisa pagar para a plataforma	Bi et al. (2019)
Investidores qualificados	Autor (2022)	(R) Quantidade de cotas vendidas que o projeto pode disponibilizar	Bi et al. (2019)
Número de competidores	Chen et al. (2021)	Quantidade de Capital Solicitado	Johan et al. (2020)
Número de potenciais apoiadores no mercado.	Bi et al. (2019); Cosma (2021); Thies et al. (2018)	Número de Comentários nas campanhas	Chan (2019)
Segmentação	Bi et al. (2019); Dushnitsky et al., 2020a; Morschheuser et al. (2019); Soublère & Gelman (2020)	Compartilhamento	Wessel et al. (2017)
Mensalidade (Projeto e investidor)	Dushnitsky et al. (2020)	Compartilhamento em diversas redes sociais	Astrauskaitė et al. (2018); Courtney (2016); Belleflamme et al. (2014); Chan (2019)
Mensalidade (Projeto)	Dushnitsky et al. (2020)	Seguidores nas redes sociais	Chan (2019)
Taxa (Investidor)	Dushnitsky et al. (2020); Gal-Or et al. (2019)	Quantidade de Visualizações dos vídeos, fotos e anúncios.	Astrauskaitė et al. (2018); Song et al. (2019)
Taxas de comissionamento	Bi et al. (2019); Cosma (2021); Gal-Or et al. (2019)		
Lucro esperado	Bi et al. (2019); Chan (2019)		
Compartilhamento	Wessel et al. (2017)		
Compartilhamento em diversas redes sociais	Astrauskaitė et al. (2018); Courtney (2016); Belleflamme et al. (2014); Chan (2019)		
Número de comentários nas campanhas	Chan (2019)		
Seguidores nas redes sociais	Chan (2019)		

Fonte: O autor (2022).

As informações apresentadas no quadro anterior servem de base para a elaboração das análises estatísticas realizadas no presente trabalho. Na sequência são apresentadas as informações quanto a população e a amostra desta pesquisa.

3.5 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Para a caracterização da amostra que compõe este trabalho, abordou-se 28 plataformas de *equity crowdfunding*, de um total de 39 registradas na CVM, e 498 projetos. Para o recorte de dados foram selecionadas aquelas reguladas e supervisionadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, por se enquadrarem a uma mesma regulação que norteia suas atividades (CVM, 2017).

Além disso, foram selecionados plataformas e projetos de *crowdfunding* com dados disponíveis no site das Plataformas Registradas na CVM²

Para esse critério também foram utilizadas as composições das plataformas com os projetos divulgados, onde realizam as capturas de investidores, suas redes de parceiros, redes sociais (em que ocorrem as divulgações das campanhas) das plataformas e dos próprios projetos.

O recorte temporal contempla os anos de 2017 a 2021, período em que a modalidade de *crowdfunding* foi regulada por intermédio da Instrução CVM Nº 588, de 13 de julho de 2017 que “[...] 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 (CVM, 2017)”, posteriormente alterada pela Resolução CVM Nº 61, de 27 de dezembro de 2021 (CVM, 2021). Dessa maneira, espera-se trabalhar com empresas que estejam regulamentadas por essa resolução.

Exclui-se projetos que não são considerados ofertas públicas de valores mobiliários, captados por plataformas online de *crowdfunding*, quando se trata de doações, brindes, recompensas, bens e serviços. A escolha por esta opção é pelo intuito de o alinhamento dos projetos a serem levantados estarem em acordo entre si no mesmo modelo regulatório. Também se exclui desta pesquisa, sociedade empresária com receita bruta anual acima de R\$ 10.000.000, como regulado pela IN CVM 588/2017.

² Plataformas registradas CVM, disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/crowdfunding/plataformas-registradas-na-cvm> e os projetos registrados no Relatório Anual de Ofertas Encerradas (<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/crowdfunding/relatorio-anual-de-ofertas-encerradas>).

4. ANÁLISE

Este capítulo apresenta os resultados da pesquisa de campo divididos em duas partes: visão geral dos dados e análise dos modelos lineares generalizados. Ao final desses tópicos, serão discutidos os resultados mais importantes.

4.1 VISÃO GERAL DOS DADOS

Com o objetivo de obter uma compreensão geral das características das plataformas e dos projetos de *equity crowdfunding*, em relação às dimensões investigadas neste estudo, foi realizada uma análise descritiva das variáveis exploradas na coleta de dados.

4.1.1 Observações sobre as plataformas e projetos

A coleta de dados ocorreu entre agosto e novembro de 2022. Para alcançar os dados necessários, foram selecionados quatro pesquisadores da pós-graduação em administração da Universidade Federal do Paraná (UFPR) que contribuíram para a coleta dos dados utilizados neste estudo. O processo foi cuidadosamente supervisionado e aprimorado pelo autor deste trabalho.

As variáveis coletadas para este estudo foram obtidas a partir de diversas fontes, incluindo os Relatórios Anuais de Ofertas Encerradas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022), os sites das plataformas, os sites dos projetos, além das redes sociais Instagram e Facebook das plataformas e projetos. Estas informações foram reunidas para contribuir para o desenvolvimento da análise desta tese.

Ao todo foram reunidos 29.673 dados referentes às plataformas e aos projetos de *equity crowdfunding*. Sendo 33 variáveis referentes às plataformas e 48 referentes aos projetos. Esses dados estão disponíveis respectivamente nos QUADROS 8 e 9.

QUADRO 8 - VARIÁVEIS COLETADAS DAS PLATAFORMAS

Origem	Fonte	Variável
Plataforma	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Plataforma
Plataforma	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	CNPJ
Plataforma	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Teve Projeto Lançado no Ano?
Plataforma	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Ano de referência
Plataforma	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Nº de ofertas encerradas cujo valor alvo mínimo de captação foi atingido
Plataforma	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Nº de ofertas encerradas cujo valor alvo mínimo de captação não foi atingido
Plataforma	Site da Plataforma	Mensalidade (Projeto) - Sim ou Não
Plataforma	Site da Plataforma	Mensalidade (Projeto e investidor) Sim ou Não
Plataforma	Site da Plataforma	Taxa (Investidor) Sim ou Não
Plataforma	Site da Plataforma	Foco de empresas investidas na plataforma (Startups, ramo imobiliário etc)
Plataforma	Site da Plataforma	Taxa de Comissionamento
Plataforma	Site da Plataforma	Demonstração de Informações Legais e Contábeis da Plataforma
Plataforma	Site da Plataforma	Demonstração de Informações Legais e Contábeis dos Projetos dentro da Plataforma
Plataforma	Site da Plataforma	Possui Parceiros?
Plataforma	Site da Plataforma	Parceiros da Plataforma
Plataforma	Site da Plataforma	Feedback aos Investidores (Sim ou Não)
Plataforma	Site da Plataforma	A campanha usou video? (Sim ou Não consta)
Plataforma	Site da Plataforma	Tempo em segundos do video da campanha
Plataforma	Facebook da Plataforma	Facebook - Uptadtes da Campanha
Plataforma	Facebook da Plataforma	Facebook - Número de Comentários nas campanhas
Plataforma	Facebook da Plataforma	Facebook - Compartilhamento
Plataforma	Facebook da Plataforma	Facebook - Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos
Plataforma	Facebook da Plataforma	Facebook - Número de Seguidores
Plataforma	Instagram da Plataforma	Instagram - Uptades por projetos
Plataforma	Instagram da Plataforma	Instragam - Número de Comentários nas campanhas
Plataforma	Instagram da Plataforma	Instragam - Número de Seguidores
Plataforma	Instagram da Plataforma	Índice de Taxa de Sucesso
Plataforma	Calculado por Plataforma	Índice de Taxa de Falha
Plataforma	Calculado por Plataforma	Número de competidores
Plataforma	Calculado por Plataforma	Marketshare por ano/faturamento
Plataforma	Calculado por Plataforma	Número de investidores no ano
Plataforma	Calculado por Plataforma	Número de potenciais investidores no mercado.
Plataforma	Calculado por Plataforma	% de Investidores no ano

Fonte: O autor (2023).

Primeiramente, foram coletadas e organizadas todas as informações mencionadas anteriormente a partir de diversas fontes de dados em um arquivo Excel (.xlsx). Em seguida, o arquivo foi convertido para o formato CSV e importado para o software estatístico R para conduzir as análises necessárias. Além disso, utilizou-se das informações adicionais provenientes das plataformas e projetos para detalhar a população e amostra desta pesquisa, bem como para elaborar e constituir variáveis que foram incorporadas no modelo.

QUADRO 9 - VARIÁVEIS COLETADAS DOS PROJETOS

Origem	Fonte	Variável
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Sociedade empresária de pequeno porte:
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	CNPJ do Projeto
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Tipo societário
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Data de início da oferta
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Data de encerramento da oferta
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Ano de Encerramento da Oferta
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Quantidade de valores mobiliários objeto da oferta
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Espécie
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Preço unitário
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Valor alvo máximo da oferta
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Valor total captado
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Tipo de veículo de investimento do sindicado de investimento participativo (se houver)
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	CNPJ Grupos de Investidores
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	a) qualificados
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	b) não qualificados até R\$ 10.000,00
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	c) não qualificado acima de R\$ 10.000,00
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Total de Investidores
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Alcançou o Valor Solicitado?
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Nome Sócio Administrador
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Tipo de Empreendimento
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Categoria do Empreendimento
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Código da Categoria Empreendimento
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Município e estado da empresa do projeto
Projetos	CVM - Relatório Anual de Ofertas Encerradas	Estado
Projetos	Site do Projeto	Demonstração de Informações Legais e Contábeis do projeto
Projetos	Site do Projeto	Feedback aos Investidores
Projetos	Site do Projeto	A campanha usou vídeo? (sim ou não)
Projetos	Site do Projeto	Tempo em segundos do vídeo da campanha
Projetos	Site do Projeto	Informações dos riscos do projeto
Projetos	Facebook do Projeto	Link - Facebook do Projeto
Projetos	Facebook do Projeto	Facebook - Quantidade de Visualizações dos vídeos, fotos e anúncios.
Projetos	Facebook do Projeto	Facebook - Compartilhamento em diversas redes sociais
Projetos	Facebook do Projeto	Facebook - Número de Comentários nas campanhas
Projetos	Facebook do Projeto	Facebook - Seguidores nas redes sociais
Projetos	Instagram do Projeto	Link - Instagram da Campanha
Projetos	Instagram do Projeto	Instagram - Uptades por projetos
Projetos	Instagram do Projeto	Instagram - Número de Comentários nas campanhas
Projetos	Instagram do Projeto	Instagram - Seguidores nas redes sociais
Projetos	Calculado por Projeto	Projetos de mesma natureza concorrendo no mesmo período
Projetos	Calculado por Projeto	Projetos lançados no mesmo mês
Projetos	Calculado por Projeto	Mês e Ano de Lançamento
Projetos	Calculado por Projeto	dia da semana do Lançamento do projeto foi lançado durante o final de semana
Projetos	Calculado por Projeto	Lançamento do projeto foi lançado durante o final de semana
Projetos	Calculado por Projeto	Experiência prévia do empresário
Projetos	Calculado por Projeto	Quantidade de Projetos lançados por Empresário
Projetos	Calculado por Projeto	Duração do Projeto
Projetos	Calculado por Projeto	Número de potenciais investidores no mercado.
Projetos	Calculado por Projeto	% de potenciais investidores no mercado.
Projetos	Calculado por Projeto	Market Share do Período Inicial de Captação

Fonte: O autor (2023).

Ao todo, conforme Serpe (2022), foram contabilizados entre os anos de 2017 e 2021, o total de 490 projetos. De acordo com o relatório anual de ofertas divulgado pela CVM em 2022 (CVM, 2022), vários projetos que foram registrados em anos anteriores apareceram no relatório de ofertas encerradas como estando ainda em andamento. Esses constam nessas referências como iniciado em um ano e finalizado no outro.

Neste trabalho foram considerados apenas os projetos que estavam finalizados conforme o relatório. Esse critério foi estabelecido considerando que os

projetos com status “em andamento” não têm todas as suas informações divulgadas, dificultando assim a coleta de dados referentes às variáveis estudadas. Assim, ao todo, foram analisados 357 projetos que atendiam a essa solicitação.

Da mesma maneira, foram apenas considerados para o modelo as plataformas que apresentaram projetos no ano em que os relatórios foram publicados. Alguns casos foram a MyFirstIPO e a Starmeup que em 2017 foram registradas na CVM e não vincularam nenhum projeto no ano vigente em que os relatórios de ofertas anuais foram disponibilizados. A FIGURA 12 representa um exemplo da disponibilização da informação do número de ofertas em andamentos pela empresa Blox no ano de 2021.

FIGURA 12 - EXEMPLO DE RELATÓRIO QUE CONSTA PROJETOS EM "ANDAMENTO"

IDENTIFICAÇÃO DA PLATAFORMA

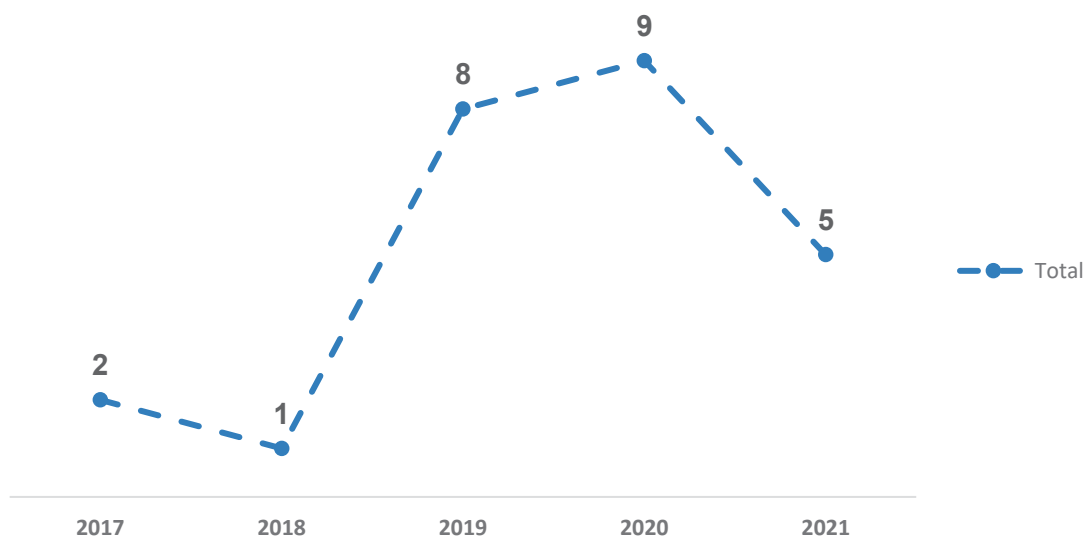
Nome: BTR SERVIÇOS DE PLATAFORMA ELETRONICA E CONSULTORIA
EMPRESARIAL LTDA | BLOXS
CNPJ: 29.131.261/0001-22
Página na rede mundial de computadores: www.bloxs.com.br

RELATÓRIO ANUAL

Ano de referência: 2021
Nº de ofertas encerradas cujo valor alvo mínimo de captação foi atingido: 29
Nº de ofertas encerradas cujo valor alvo mínimo de captação não foi atingido: 07
Nº de ofertas em andamento: 02
Nº de sócios: 02
Nº de funcionários: 31
Patrimônio líquido (R\$): -2.354.510,94

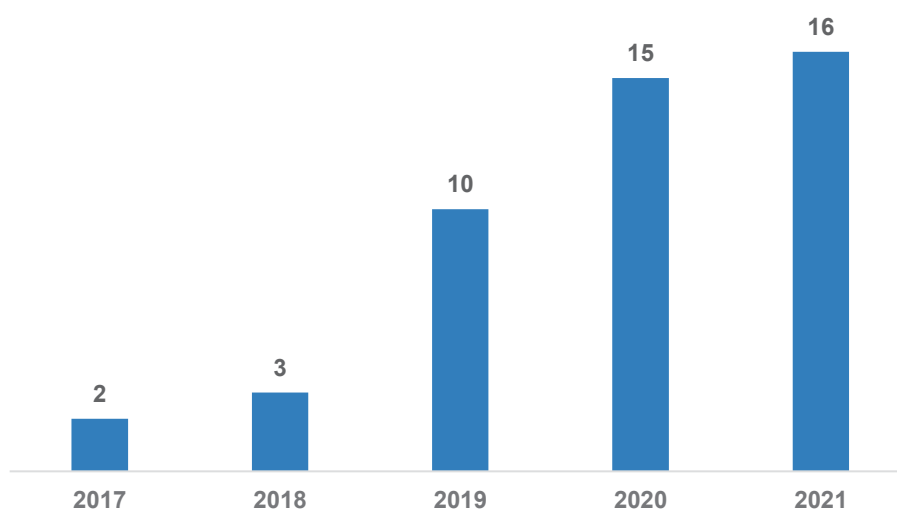
Fonte: CVM (2022).

A adição de plataformas com projetos ativos registrados na Comissão de Valores Mobiliários é ilustrada no GRÁFICO 1. O aumento do número de plataformas registradas apresenta um aumento significativo, passando de uma em 2018 para nove em dois anos. Embora tenha havido mais empresas registrando intermediar projetos de *equity crowdfunding*, somente algumas delas realmente começaram a operar com projetos ativos.

GRÁFICO 1 - QUANTIDADE DE NOVAS PLATAFORMAS CADASTRADAS POR ANO

Fonte: O autor (2023).

A distribuição apresentada no GRÁFICO 2 oferece uma visão sobre a evolução do número de plataformas de *equity crowdfunding* com projetos ativos. É perceptível o salto no número de plataformas, indicando uma crescente popularidade e aceitação desse modelo de financiamento. Além disso, a quantidade crescente de plataformas também pode ser vista como um indicador de uma maior oferta de oportunidades para empreendedores e investidores, o que pode levar a uma maior eficiência e desenvolvimento no mercado.

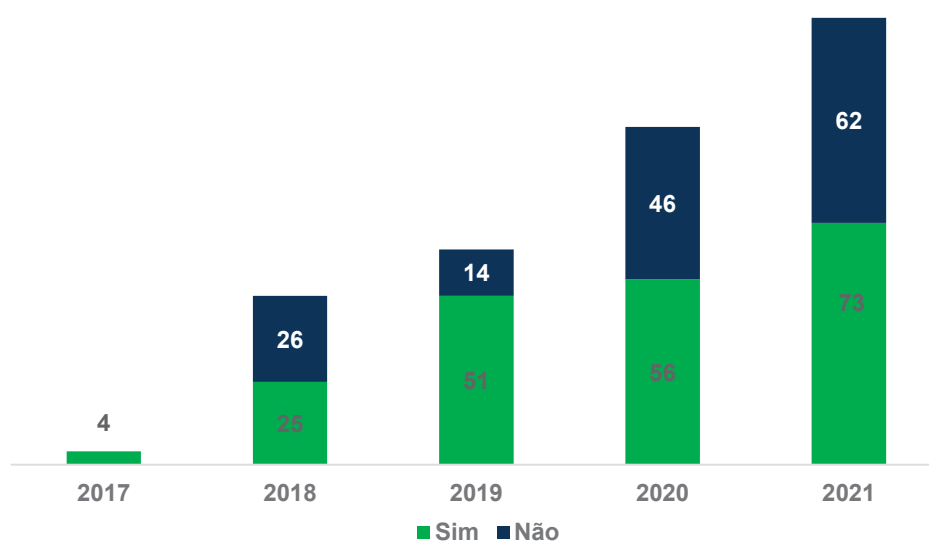
GRÁFICO 2 - QUANTIDADE DE PLATAFORMAS COM PROJETOS ATIVOS POR ANO

Fonte: O autor (2023).

O GRÁFICO 3 também apresenta a distribuição da variável dependente "Alcançou o valor solicitado?" que é importante para avaliar o sucesso dos projetos financiados por meio de *equity crowdfunding*. É importante destacar que o sucesso dos projetos não depende apenas da quantidade de plataformas disponíveis, mas também da qualidade das ideias apresentadas, da capacidade de execução dos empreendedores e de outros fatores já discutidos anteriormente.

Em geral, a distribuição apresentada no GRÁFICO 3 é um indicador para o futuro do *equity crowdfunding* e mostra que esse modelo de financiamento está se consolidando como uma alternativa atraente para empreendedores e investidores. Será interessante acompanhar como essa tendência se desenvolverá nos próximos anos.

GRÁFICO 3 - PROJETOS QUE CONSEGUIRAM CAPTAR OS VALORES FINANCEIROS NAS CAMPANHAS POR ANO



Fonte: O autor (2023).

Analisando o GRÁFICO 3, é possível verificar que, exceto em 2017 e 2019, houve uma distribuição equilibrada entre projetos bem-sucedidos e aqueles que não conseguiram atingir seus objetivos de arrecadação.

Apesar da distribuição proporcional, é notável que os investidores tendem a concentrar seus recursos em projetos mais atraentes que oferecem vantagens competitivas em relação aos seus concorrentes. Dessa forma, os empreendedores

têm o desafio de destacar as vantagens de seus projetos e convencer os investidores de que eles são viáveis e têm potencial de retorno financeiro.

O GRÁFICO 3 destaca a importância de os empreendedores e gestores das plataformas considerarem cuidadosamente suas estratégias de captação de recursos financeiros. É essencial que eles estejam atentos às preferências dos investidores e se adaptem a elas para maximizar suas chances de sucesso. Ao entender como a distribuição de recursos financeiros funciona e quais são as características dos projetos bem-sucedidos, é possível tomar decisões mais informadas e aumentar as chances de sucesso na captação de recursos.

A seguir, serão exploradas as estratégias de divulgação utilizadas pelas plataformas de *equity crowdfunding* e pelos projetos em suas redes sociais com o objetivo de atrair novos investimentos para os empreendimentos.

4.2 ANÁLISE DOS MODELOS LINEARES GENERALIZADOS

No Nível de Plataforma, analisa-se a relação entre as variáveis de posicionamento estratégico e as capacidades dinâmicas dos gestores das plataformas como variáveis independentes. As variáveis dependentes são representadas pela proporção de captações dos recursos solicitados nos projetos e o sucesso na obtenção de recursos financeiros, representado pela vantagem competitiva.

No Nível de Projetos, as variáveis independentes são o posicionamento estratégico dos gestores dos projetos no mercado de crowdfunding e suas capacidades dinâmicas para alcançar o objetivo de captação de recursos financeiros. As variáveis dependentes são as mesmas representadas no nível superior.

Por uma questão de organização, a

TABELA 2 apresenta os passos desenvolvidos ao longo da análise de modelos lineares generalizáveis desenvolvida nesta pesquisa. Ao todo, foram 13 etapas desenvolvidas que com o apoio da subseção anterior serviram como fundamentação para os resultados deste estudo.

TABELA 2 - ETAPAS DA ANÁLISE DOS MODELOS LINEARES GENERALIZADOS

Etapas da Análise dos Modelos Lineares Generalizados	
4.2.1	Formatação dos dados e remoção das variáveis faltantes
4.2.2	Agregação das variáveis em categorias
4.2.3	Distribuição das variáveis dependentes
4.2.4	Ajuste dos Modelos Lineares Generalizados
4.2.5	Modelo Linear Generalizado - Binomial (Variável Dependente - "Alcançou o valor de captação?")
4.2.6	Modelo Linear Generalizado - Binomial (Variável Dependente - "Alcançou o valor de captação?") - Análise de Resíduos
4.2.7	Modelo Linear Generalizado - Gama (Variável Dependente - Proporção de Captação)
4.2.8	Modelo Linear Generalizado - Gama (Variável Dependente - Proporção de Captação) - Análise de Resíduos
4.2.9	4.2.9 Síntese dos modelos analisados

Fonte: O autor (2023).

Na sequência são descritas as etapas para o desenvolvimento da análise multinível, bem como as suas inferências.

4.2.1 Formatação dos dados e remoção das variáveis faltantes

Ao todo foram importados 28.917 dados coletados, em 357 linhas e agrupados em 81 variáveis identificadas nos Relatórios Anuais de Ofertas Encerrados, disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, entre os anos de 2017 a 2021. Além disso, foram registradas informações nos sites das plataformas de *equity crowdfunding*, dos projetos e das redes sociais Instagram e Facebook.

Para o desenvolvimento dos testes estatísticos foram importados os dados armazenados no formato "csv" para a linguagem R com a interface RStudio. Formatando as variáveis para a sua devida tipagem conforme a sua categoria qualitativa e quantitativa.

Após essa etapa, deu-se sequência na identificação das informações disponíveis, levando em consideração os modelos hipotéticos-teóricos apresentados na subseção 2.8 Constructos e Variáveis. As variáveis com até 25% de dados faltantes passaram pelo processo de imputação de dados (função *mice*). Essa ação se realizou devido ao modelo não comportar dados faltantes. As variáveis retiradas deste trabalho

estão descritas na TABELA 3. As que não atendiam a esses critérios foram removidas do modelo estudado no presente trabalho devido a falta de informações disponíveis para o desenvolvimento da análise.

TABELA 3 - VARIÁVEIS RETIRADAS DA AMOSTRA

	Variável	Valores Faltantes	% de Valores Faltantes
Plataforma	Facebook - Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	299	83,75%
	Facebook - Número de Comentários nas campanhas	284	79,55%
	Facebook - Compartilhamento	280	78,43%
	Facebook - Uptades da Campanha	210	58,82%
	Instagram - Uptades por projetos	163	45,66%
	Instragam - Número de Comentários nas campanhas	163	45,66%
	Instragam - Número de Seguidores	70	19,61%
	Vídeo - Tempo em segundos do video da campanha	183	51,26%
	Total	357	

	Variável	Valores Faltantes	% de Valores Faltantes
Projetos	Facebook - Quantidade de Visualizações dos videos, fotos e anuncios.	266	74,51%
	Facebook - Compartilhamento em diversas redes sociais	195	54,62%
	Facebook - Número de Comentários nas campanhas	195	54,62%
	Facebook - Seguidores nas redes sociais	150	42,02%
	Instragam - Seguidores nas redes sociais	257	71,99%
	Instagram - Uptades por projetos	270	75,63%
	Instragam - Número de Comentários nas campanhas	131	36,69%
	Tempo em segundos do video da campanha	353	98,88%
	Total	357	

Fonte: O autor (2023).

Além dessas variáveis, também foram retiradas as informações do CNPJ dos projetos e das plataformas, os campos de data (início da campanha e fim da campanha, considerando apenas o período de captação em mês e ano), os municípios e os links das páginas das campanhas. Foram agregadas algumas categorias da variável Plataformas pelo fato de haver pouca repetição nessas categorias (menos de 5), conforme descrito a seguir.

4.2.2 Agregação das variáveis em categorias

As variáveis com poucos menos de 5 registros foram agregadas em categorias maiores. Dentre elas encontram-se as “categorias dos empreendimentos dos projetos” e as “categorias das plataformas”, conforme a TABELA 4.

Os segmentos dos projetos de *equity crowdfunding* foram categorizados conforme a sua área de atuação. Todos os projetos foram acessados e classificados

por seu objetivo de captação. A categoria “Outros” foi adicionada para agrupar projetos que possuíam um ou dois registros apenas. Esta estratégia foi utilizada para analisar e identificar qual categoria de projeto atraiu com maior êxito o sucesso da captação financeira ao longo de suas campanhas.

TABELA 4 - AGRUPAMENTO DOS PROJETOS EM CATEGORIAS

Categoria dos Projetos	Quantidade de Projetos
Administração de Condomínios	19
Agropecuário	23
Alimentos	21
E-commerce	21
Educação	5
Empreendimento Imobiliário	67
Energia Solar	11
Financeira	39
Outros	10
Saúde	13
Serviços	41
Tecnologia	87

Fonte: O autor (2023).

Dentre as categorias dos projetos que mais tiveram registros, encontram-se empresas ou propostas da área da tecnologia da informação com 87 registros (24,36%), empreendimentos imobiliários com 67 (18,76%) e a área financeira com 39 (10,92%).

Na categoria das plataformas de *equity crowdfunding*, foram agrupadas as intermediadoras financeiras que tinham cinco registros ou menos foram consideradas como a categoria “Outros”. A quantidade de registros de projetos vinculados às plataformas está disposta na TABELA 5.

TABELA 5 - AGRUPAMENTO DAS PLATAFORMAS EM CATEGORIAS

Categoria das Plataformas	Quantidade de Projetos
BTR	54
BASEMENT	49
CAPTABLE	44
OUTROS	50
EQSEED	41
START ME UP	36
INCO	17
CLUSTER	16
URBE	16
GLEBBA	12
INVESTWEB	9
BRAAIM	7
BLOXS	6
ORGANISMO	6

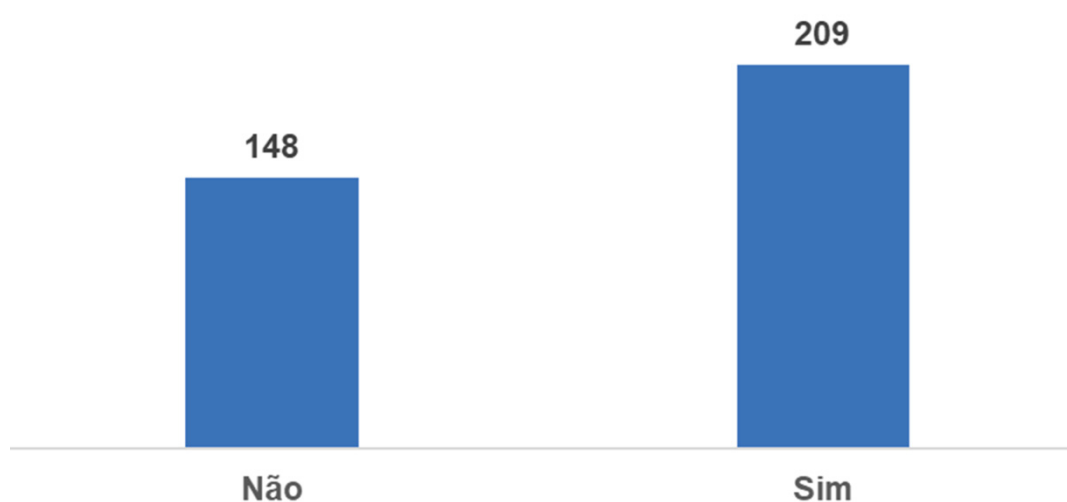
Fonte: O autor (2023).

Das 31 plataformas analisadas neste trabalho, 15 delas tinham menos de cinco projetos registrados durante o período explorado. Essas foram incorporadas na categoria “Outros”. As três principais plataformas que possuem projetos de *equity crowdfunding* registrados na Comissão de Valores Mobiliários foram a BTR com 54 (15,12% dos registros totais), *Basement* (13,73%) e *Captable* (12,32%).

4.2.3 Distribuição das variáveis dependentes

Abaixo são apresentadas as duas distribuições dos valores das variáveis dependentes utilizadas para o desenvolvimento do modelo de análise. A primeira delas "Alcançou o valor solicitado?" refere-se a uma variável binária que dentre um total de 357 projetos de *equity crowdfunding* analisados neste estudo, 209 (58,54%) conseguiram captar valores financeiros acima de 66,66% do total dos valores solicitados. Já os demais, 148 projetos (41,46%), não alcançaram esse percentual, e nesse caso não receberam o repasse do valor captado para o desenvolvimento do empreendimento. Essa distribuição é ilustrada pelo GRÁFICO 4.

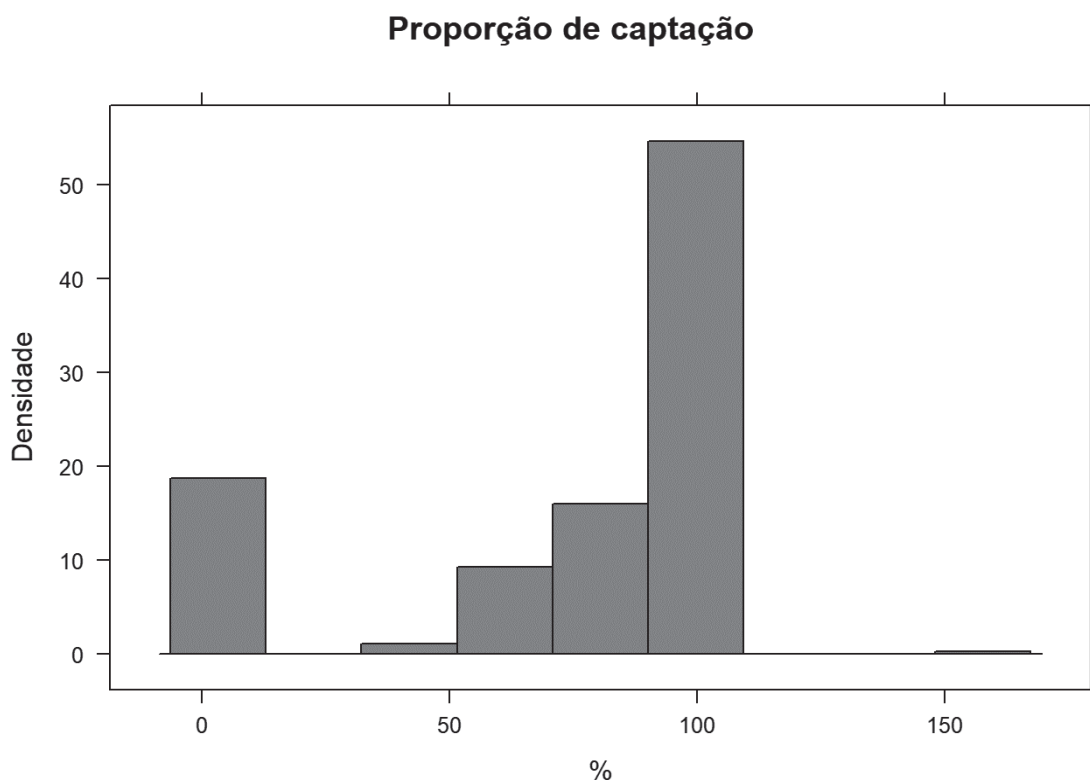
GRÁFICO 4 - DISTRIBUIÇÃO POR CONTAGEM DA VARIÁVEL DEPENDENTE "ALCANÇOU O VALOR SOLICITADO?"



Fonte: O autor (2023).

Na seção 3.1 deste trabalho, abordamos a análise da variável dependente "Proporção de Captação", que reflete a distribuição dos valores captados durante as campanhas de *equity crowdfunding*. De acordo com a CVM (2022), o repasse dos fundos captados é garantido somente para os projetos que alcançam pelo menos 66,66% de seu objetivo de captação. A distribuição dessas proporções é apresentada no histograma do GRÁFICO 5.

GRÁFICO 5 - DISTRIBUIÇÃO POR DENSIDADE DA VARIÁVEL DEPENDENTE PROPORÇÃO DE CAPTAÇÃO



Fonte: O autor (2023).

Para a distribuição da variável contínua dependente “Proporção de captação” foram calculados os valores de Q1 (primeiro quartil), mediana, média e Q3 (terceiro quartil). No primeiro quartil - Q1, ou seja, dos valores abaixo de 25% do total da amostra, foram identificados que o resultado é de 67,43%. Demonstrando uma grande concentração em 0% do valor captado pelos projetos de *equity crowdfunding*, sendo a informação disponibilizada nos relatórios anuais da CVM.

A mediana dos percentuais de captação é de 95,83%, isso representa, em sua grande maioria, os projetos que tiveram êxito em captar o valor almejado nas campanhas de *crowdfunding* e que conseguiram o valor quase completo para seus empreendimentos.

Em média, 74,2% dos 357 projetos analisados mantiveram a proporção de captação, o que indica que boa parte deles recebeu um valor financeiro ao final da campanha, mesmo que não tenham alcançado a receita desejada. Isso demonstra que a maioria dos projetos mantém uma taxa de captação acima dos 66,66% exigidos pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) em 2022.

O terceiro trimestre (Q3) mostra que a maioria dos projetos que atingiram a proporção de captação acima de 75% alcançou 100% de sua meta de financiamento durante as campanhas de *equity crowdfunding*. Estes resultados refletem a distribuição de sucesso desses projetos na captação de recursos financeiros.

Nesta seção, serão detalhados os passos para o ajuste dos modelos lineares generalizados na análise inferencial do trabalho. Este processo será realizado considerando as variáveis independentes apresentadas na TABELA 6, a seguir

4.2.4 Ajuste dos Modelos Lineares Generalizados

Neste trabalho, são apresentados dois modelos com as variáveis independentes. O primeiro modelo foi o modelo binomial com função de ligação logarítmica, com a variável dependente "Alcançou o valor de sucesso de captação". O segundo modelo foi uma regressão gama com função de ligação logarítmica para a variável dependente "Proporção de captação". Os resultados destes modelos identificaram as variáveis independentes significativas para explicar as variáveis dependentes.

A regressão gama é um modelo estatístico utilizado quando a variável resposta é assimétrica e positiva. É especialmente útil para variáveis contínuas que possuem valores positivos, como tempo de espera, custo ou taxa de falha (CORDEIRO; DEMÉTRIO, 2008).

Na sequência foi realizada a seleção das covariáveis por Critério de informação de Akaike - AIC. Essa é uma medida de qualidade para os modelos estatísticos, avaliando a capacidade da análise em explicar os dados e sua complexidade (CORDEIRO; DEMÉTRIO, 2008). O objetivo desse processo é comparar diferentes modelos e escolher aquele que obtiver o menor AIC como determinante na seleção do teste.

Nesse caso, foram consideradas no modelo todas as variáveis identificadas na TABELA 6. Buscou-se pelo critério *stepwise* identificar em submodelos o menor índice de AIC, resultando no melhor modelo de seleção de variáveis dependentes. Nesse aspecto, para a variável "**Proporção de captação**" o modelo de distribuição gama se mostrou adequado. O escopo da distribuição gama contempla valores contínuos e positivos, com o 0 excluído, então os valores "0" da variável dependente

foi substituído por “0,01”. Para a variável “**Alcançou o valor de captação**”, foi utilizado a análise binomial com função de ligação logarítmica.

TABELA 6 - VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO LINEAR GENERALIZADO

Variáveis	
Categoria Plataforma	a) qualificados
Demonstração de Informações Legais e Contábeis da Plataforma	b) não qualificados até R\$ 10.000,00
Possui Parceiros?	c) não qualificado acima de R\$ 10.000,00
Feedback aos Investidores (Sim ou Não)	Categoria do Empreendimento
A campanha usou video? (Sim ou Não consta)	Demonstração de Informações Legais e Contábeis do projeto
Tempo em segundos do video da campanha	Feedback aos Investidores
Facebook - Número de Seguidores	A campanha usou video? (sim ou não)
Instragam - Número de Seguidores	Tempo em segundos do video da campanha_1
Índice de Taxa de Sucesso	Informações dos riscos do projeto
Índice de Taxa de Falha	Facebook - Seguidores nas redes sociais
Número de competidores	Instragam - Seguidores nas redes sociais
Marketshare por ano/faturamento	Projetos de mesma natureza concorrendo no mesmo periodo
Número de investidores no ano	Lançamento do projeto foi lançado durante o final de semana
Número de potenciais investidores no mercado.	Duração do Projeto
% de Investidores no ano	Quantidade.de.valores.mobiliários.objeto.da.oferta
Quantidade de valores mobiliários objeto da oferta	Projetos.de.mesma.natureza.concorrendo.no.mesmo.periodo
Preço unitário	Projetos.lançados.no.mesmo.mês
Valor alvo máximo da oferta	

Fonte: O autor (2023).

Por fim, foram testados dois modelos, ambos com a variável "categoria da plataforma". No primeiro modelo, a variável foi incluída como efeito aleatório, enquanto no segundo modelo ela foi incluída como efeito fixo. Após avaliar os resultados dos modelos com o Critério de Informação de Akaike (AIC), verificou-se que o primeiro modelo apresentou um valor AIC superior ao segundo.

Portanto, optou-se por manter apenas o modelo com os efeitos fixos, que se mostrou mais adequado na explicação dos dados. Na sequência, são apresentados os modelos lineares generalizados binomiais e gama, bem como as suas devidas análises de resíduos.

4.2.5 Modelo Linear Generalizado - Binomial (Variável Dependente - “Alcançou o valor de captação?”)

Após executar o modelo de análise binomial para a variável dependente “Alcançou o valor solicitado” foi possível identificar o p. valor que demonstrou relação para o modelo de análise para cada variável (

TABELA 7). Esse indicador reflete uma medida de significância estatística que tem como objetivo demonstrar se a interação de uma variável independente sobre uma dependente é de fato significativa ou uma relação aleatória ao modelo analisado (HAIR, et al., 2009). Para considerar a variável significativa ao modelo foi utilizado como critério o p. valor ser inferior a 0,05.

TABELA 7 - ANÁLISE BINOMIAL - VARIÁVEL DEPENDENTE: ALCANÇOU O VALOR SOLICITADO

Análise Binomial - Variável Dependente: Alcançou o valor solicitado				
	Estimado	Erro Padrão	Valor Z	p.valor
Intercepto	-15.548	11.275	-1.379	0.169
Duração.do.Projeto	-18.232	0.2727	-6.686	0.000***
Categoria.PlataformaBLOXS	182.899	55.961.613	0.003	0.997
Categoria.PlataformaBRAAIM	0.197	12.632	0.156	0.877
Categoria.PlataformaBTR	-21.646	12.294	-1.761	0.078
Categoria.PlataformaCAPTABLE	30.288	13.472	2.248	0.025
Categoria.PlataformaCLUSTER	0.9643	13.520	0.713	0.476
Categoria.PlataformaEQSEED	24.235	12.450	1.947	0.052
Categoria.PlataformaGLEBBA	23.825	13.697	1.739	0.082
Categoria.PlataformaINCO	33.677	14.496	2.323	0.020
Categoria.PlataformaINVESTWEB	37.752	16.140	2.339	0.019*
Categoria.PlataformaORGANISMO	41.136	15.907	2.586	0.010**
Categoria.PlataformaOUTROS	40.876	11.881	3.440	0.001***
Categoria.PlataformaSTART ME UP	17.576	0.7752	2.267	0.023*
Categoria.PlataformaURBE	-69.889	13.712	-5.097	0.000***
a. qualificados	-0.433	0.221	-1.961	0.049*
Marketshare.por.ano.faturamento	23.666	0.482	4.907	0.000***
Número.de.investidores.no.ano	-14.300	0.395	-3.617	0.000***
Número.de.competidores	0.7871	0.258	3.053	0.002**
Informações.dos.riscos.do.projetoSim	31.420	17.454	1.800	0.072
Possui.Parceiros.Sim	21.157	10.672	1.982	0.047*

Significância	0 '***' 0.001 '***' 0.01 '**' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
----------------------	--

Fonte: O autor (2023).

Ao avaliar os resultados obtidos após a aplicação do modelo linear generalizado, as seguintes conclusões foram identificadas:

- Duração dos projetos: apresentou significância com valor negativo. Neste caso, quanto maior o período de captação dos projetos, menores serão as probabilidades de ele alcançar o sucesso na captação.
- Categoria Plataformas: esta variável demonstrou significância em algumas das plataformas que estão categorizadas. Entre elas: Inco, Investweb, Organismo, Outros, Start Me Up e Urbe, as quais representam a menor taxa de sucesso entre todas as captadoras avaliadas. A presença dessas categorias demonstra que quanto mais plataformas competindo, menos projetos captarão recursos.
- Investidores qualificados: quanto maior a quantidade de investidores qualificados por ano no mercado de *equity crowdfunding*, menor será o sucesso de captação dos projetos.
- Marketshare das plataformas por ano: plataformas que possuem maiores *Marketshare* tendem a ter mais sucesso na captação dos recursos para os projetos.
- Número de investidores por ano: quanto maior a quantidade de investidores, menor é o sucesso na captação dos clientes (concentração de mercado).
- Número de competidores: a quantidade de projetos disputando influência positivamente o sucesso de captação dos recursos financeiros para os projetos de *equity crowdfunding*.
- Plataformas que possuem parceiros: plataformas que possuem parceiros estratégicos também possuem maiores chances de alcançar o sucesso de captação.

Uma observação importante é a presença da variável que representa a exposição dos riscos dos projetos nas plataformas de *equity crowdfunding*. Embora o modelo linear generalizado, após o uso do critério AIC, tenha excluído as variáveis que menos se ajustavam ao modelo, a presença dessa variável foi identificada, mesmo sem apresentar significância estatística.

No entanto, ao analisar sua relação com a variável dependente "Proporção de captação", encontramos evidências de significância, sugerindo que a inclusão dessa variável no modelo é relevante para avaliar a vantagem competitiva entre as plataformas de *equity crowdfunding*.

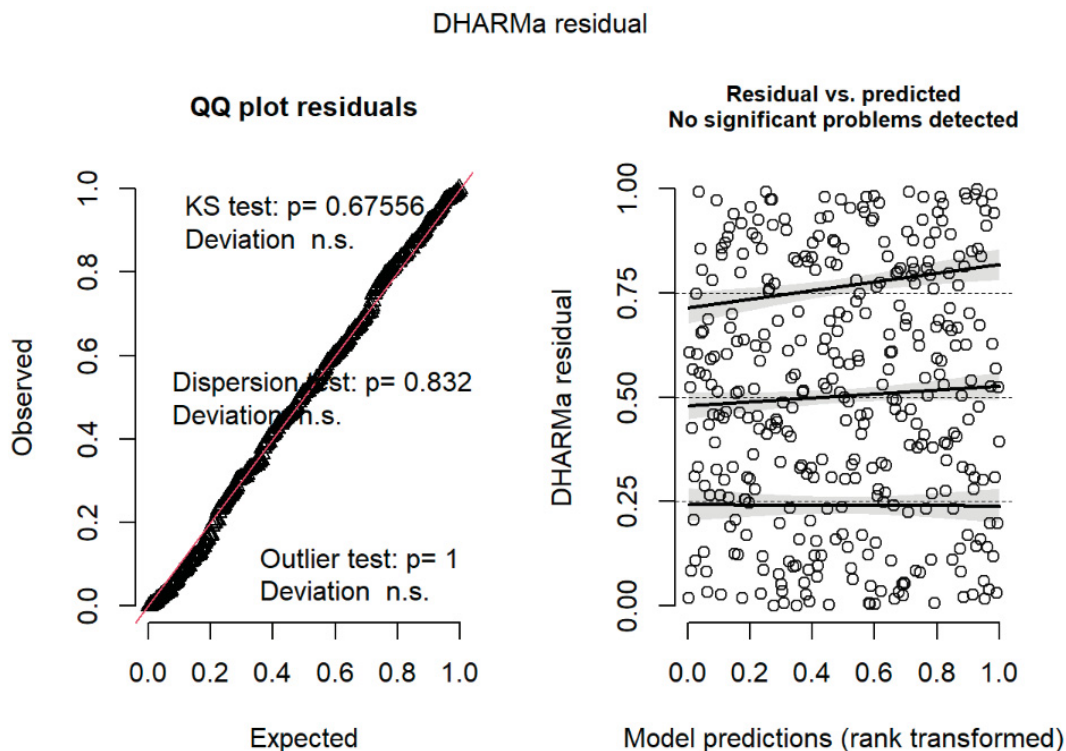
4.2.6 Modelo Linear Generalizado - Binomial (Variável Dependente - “Alcançou o valor de captação?”) - Análise de Resíduos

Para avaliar a eficácia do ajuste do Modelo Linear Generalizado à variável dependente "Alcançou o valor de captação", foi realizada a análise de resíduos. Este procedimento tem como objetivo assegurar a robustez da análise, garantindo a qualidade do modelo ajustado. Desta forma, é possível ter uma compreensão mais profunda e confiável dos resultados obtidos, garantindo a precisão da análise.

Nesta etapa foram seguidas algumas etapas sendo: validação da distribuição normal dos resíduos, avaliação da homoscedasticidade, gráficos de resíduos x previsões (*residual vs predicted*) e análise de *outliers* que poderiam indicar algum problema com o modelo (CORDEIRO; DEMÉTRIO, 2008).

Esta fase é necessária para a validação e aperfeiçoamento dos modelos de regressão linear. Assim, permitindo a qualidade das apurações estatísticas e a validação da melhor representação do fenômeno estudado (LINDSEY, 1997).

GRÁFICO 6 - VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO LINEAR GENERALIZADO



Fonte: O autor (2023).

Os resíduos foram verificados e apresentaram distribuição normal com média 0, independentes e igualmente distribuídos, conforme apresentado no GRÁFICO 6. Para essa análise foram utilizados os gráficos *QQplot Residuals* e *Residuals vs Predicted*. No primeiro foi observado a disposição das observações da variável dependente no eixo, demonstrando a normalidade do teste. O segundo demonstra que não foi observado problemas de significância, validando a robustez do modelo.

4.2.7 Modelo Linear Generalizado - Gama (Variável Dependente - Proporção de Captação)

Depois de executar a análise gama para a variável "Proporção de Captação", foi possível determinar o p-valor das variáveis que apresentaram relação com o modelo. O objetivo de uma medida de significância estatística é determinar se uma variável independente tem uma influência significativa ou se é apenas uma coincidência aleatória em relação à variável dependente no modelo analisado (HAIR, et al., 2009). Em outras palavras, a medida de significância estatística é uma maneira de avaliar se a relação entre as duas variáveis é real e não apenas um resultado fortuito. Da mesma maneira que a análise binomial foi considerada a variável relevante para o modelo, foi estabelecido como critério que o p-valor fosse menor que 0,05. A TABELA 8 a seguir sumariza as análises do modelo gama para o modelo com a variável dependente "proporção de captação".

TABELA 8 - ANÁLISE GAMA - VARIÁVEL DEPENDENTE: PROPORÇÃO DE CAPTAÇÃO

Análise Binomial - Variável Dependente: Alcançou o valor solicitado				
	Estimado	Erro Padrão	Valor Z	p.valor
Intercepto	-1.107	0.369	-2.995	0.002**
Categoria.PlataformaBLOXS	0.069	0.426	0.164	0.869
Categoria.PlataformaBRAAIM	0.077	0.394	0.198	0.843
Categoria.PlataformaBTR	0.490	0.408	1.203	0.229
Categoria.PlataformaCAPTABLE	1.068	0.395	2.698	0.006**
Categoria.PlataformaCLUSTER	-1.477	0.360	4.102	0.000***
Categoria.PlataformaEQSEED	0.896	0.405	2.209	0.027*
Categoria.PlataformaGLEBBA	0.340	0.462	0.737	0.461
Categoria.PlataformaINCO	0.842	0.442	1.903	0.057
Categoria.PlataformaINVESTWEB	-0.003	0.493	0.008	0.993
Categoria.PlataformaORGANISMO	0.403	0.505	0.799	0.424
Categoria.PlataformaOUTROS	0.469	0.353	1.327	0.184
Categoria.PlataformaSTART ME UP	0.016	0.219	0.077	0.938
Categoria.PlataformaURBE	-0.292	0.340	-0.861	0.389
Duração.do.Projeto	0.292	0.061	-4.762	0.000***
Possui.Parceiros.Sim	0.697	0.339	2.053	0.040*
A.campanha.usou.video...sim.ou.não.Sim	0.313	0.190	1.650	0.098
Projetos.de.mesma.natureza.concorrendo.no.mesmo.periodo	-0.108	0.054	-1.998	0.045
c..não.qualificado.acima.de.R..10.000.00	0.120	0.068	1.755	0.079
Feedback.aos.InvestidoresSim	0.327	0.221	1.477	0.139
Significância				
0 **** 0.001 *** 0.01 ** 0.05 * 0.1 ' ' 1				

Fonte: O autor (2023).

Ao avaliar os resultados obtidos após a aplicação do modelo linear generalizado, identificamos as seguintes conclusões:

- Categoria Plataformas: relata-se que essa variável apresentou significância em algumas das plataformas que foram categorizadas. Entre elas: Captable, Cluster e Eqseed as quais representam a maior “Proporção de Captação” por projeto entre todas as captadoras avaliadas. A presença dessas categorias demonstra que quando presentes captam valores superiores aos seus concorrentes.
- Duração dos projetos: encontrou-se significância com valor negativo. Isso indica que quanto mais longo o período de captação dos projetos, menores são as chances de sucesso na captação. Essa variação também foi encontrada no modelo anterior.
- Plataformas que possuem parceiros: plataformas que estabelecem parcerias estratégicas apresentam uma maior probabilidade de sucesso na captação.
- Projetos da mesma natureza competindo no mesmo período: essa é uma relação negativa a variável dependente. Foi notado que quanto mais

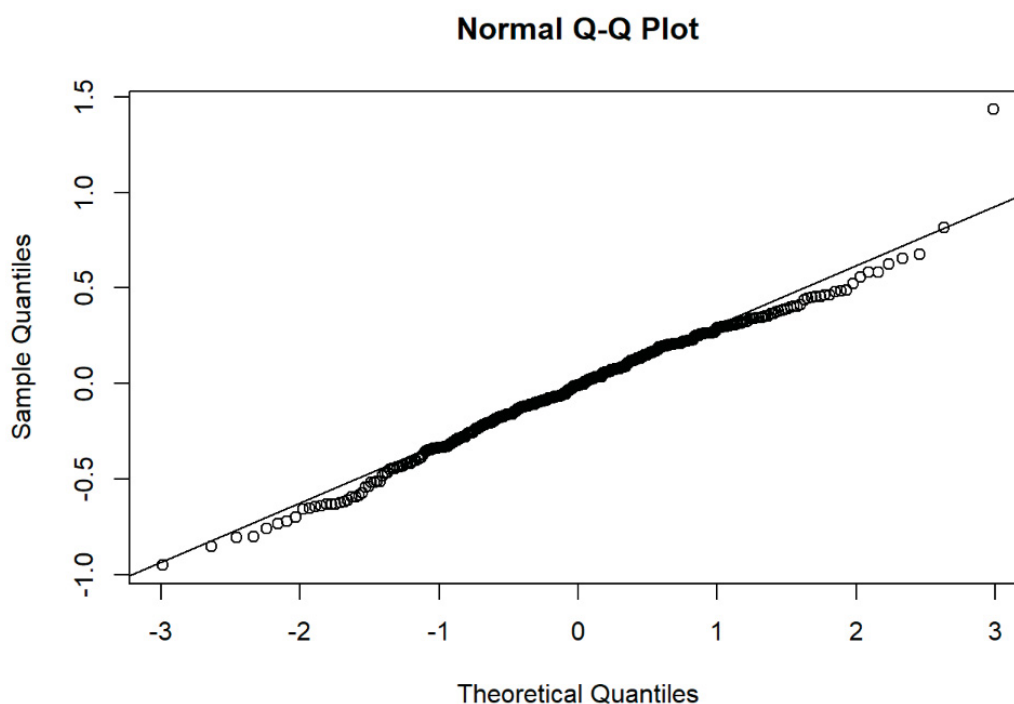
projetos competem por recursos financeiros no mesmo período, menor será a proporção de dinheiro captado por eles.

Foram três as variáveis apresentadas no modelo Gama e que não apresentaram p.valor menor que 0,05. Essas são: campanhas de *equity crowdfunding* que utilizam vídeo, quantidade de investidores não qualificados e apresentação de *feedback* para os investidores. Essas variáveis serão discutidas na seção de resultado.

4.2.8 Modelo Linear Generalizado - Gama (Variável Dependente - Proporção de Captação) - Análise de Resíduos

Analisou-se os resíduos do modelo linear generalizado com uma distribuição gama para a variável dependente “proporção de captação” através do gráfico Q-Q Plot. Esse é utilizado para verificar se a disposição dos resíduos segue uma distribuição normal. Quanto mais próxima a distribuição dos resíduos estiver do eixo central, mais provável é que a distribuição seja normal (YUAN; LIU; HAN, 2021).

GRÁFICO 7 - ANÁLISE DE NORMALIDADE POR Q-Q PLOT



Fonte: O autor (2023).

Da mesma forma que ocorreu na distribuição binomial, o modelo gama apresentou nos resíduos examinados uma distribuição normal com média zero e distribuição uniforme. Isso pode ser visto no GRÁFICO 6, que apresenta as variáveis utilizadas no modelo linear generalizado. O que demonstra que o modelo está captando adequadamente a variação da variável dependente “Proporção de captação”.

4.2.9 Síntese dos modelos analisados

A TABELA 9 sumariza todos os dados compilados da análise realizada pelos Modelos Lineares Generalizadas (Binomial e Gama) para as variáveis dependentes “Alcançou o valor de captação” e “Proporção de captação”. Essas informações servirão como base para discorrer os resultados deste trabalho na seção de Resultados.

TABELA 9 - MODELOS FINAIS DE ANÁLISE COMPILADOS

Variáveis	Análise Binomial - Variável Dependente: Alcançou o valor solicitado				Análise Gama - Variável Dependente: Proporção de Captação			
	Estimado	Erro Padrão	Valor Z	p.valor	Estimado	Erro Padrão	Valor Z	p.valor
Intercepto	-1.5548	1.1275	-1.379	0.16789	-1.106903	0.369544	-2.995	0.00274**
Categoria.PlataformaBLOXS	18.2899	5596.1613	0.003	0.99739	0.069829	0.426121	0.164	0.86983
Categoria.PlataformaBRAAIM	0.1965	1.2632	0.156	0.87681	0.077974	0.394065	0.198	0.84315
Categoria.PlataformaBTR	-2.1646	1.2294	-1.761	0.078289	0.490701	0.408035	1.203	0.22913
Categoria.PlataformaCAPTABLE	3.0288	1.3472	2.248	0.024556	1.068183	0.395909	2.698	0.00697**
Categoria.PlataformaCLUSTER	0.9643	1.3520	0.713	0.475688	-1.477484	0.360186	4.102	0.00004***
Categoria.PlataformaEQSEED	2.4235	1.2450	1.947	0.051577	0.896492	0.405832	2.209	0.02717*
Categoria.PlataformaGLEBBA	2.3825	1.3697	1.739	0.081956	0.340320	0.462029	0.737	0.46138
Categoria.PlataformaINCO	3.3677	1.4496	2.323	0.020170*	0.842544	0.442762	1.903	0.05705
Categoria.PlataformaINVESTWEB	3.7752	1.6140	2.339	0.019333*	-0.003861	0.493101	0.008	0.99375
Categoria.PlataformaORGANISMO	4.1136	1.5907	2.586	0.009708**	0.403828	0.505418	0.799	0.42429
Categoria.PlataformaOUTROS	4.0876	1.1881	3.440	0.000581***	0.469563	0.353810	1.327	0.18446
Categoria.PlataformaSTART ME UP	1.7576	0.7752	2.267	0.023362*	0.016955	0.219546	0.077	0.93844
Categoria.PlataformaURBE	-6.9889	1.3712	-5.097	0.00003***	-0.292942	0.340064	-0.861	0.38900
Duração do Projeto	-1.8232	0.2727	-6.686	0.00002***	0.292462	0.061416	-4.762	0.00001***
Possui Parceiros Sim	2.1157	1.0672	1.982	0.047428*	0.697549	0.339731	2.053	0.04005*
a. qualificados	-0.4328	0.2207	-1.961	0.049901*				
Marketshare por ano faturamento	2.3666	0.4823	4.907	0.00009***				
Número de investidores no ano	-1.4300	0.3953	-3.617	0.000298***				
Número de competidores	0.7871	0.2578	3.053	0.002263**				
Informações dos riscos do projeto Sim	3.1420	1.7454	1.800	0.071836				
A campanha usou vídeo..sim ou não. Sim					0.313937	0.190237	1.650	0.09889
Projetos de mesma natureza concorrendo no mesmo período					-0.108610	0.054371	-1.998	0.04576
c. não qualificado acima de R\$. 10.000,00					0.120583	0.068716	1.755	0.07929
Feedback aos Investidores Sim					0.327515	0.221680	1.477	0.13956
Significância	0 **** 0.001 *** 0.01 ** 0.05 * .1 ' ' ' 1							

Fonte: O autor (2023).

5. RESULTADOS

Os resultados da pesquisa serão expostos com a finalidade de responder às perguntas de pesquisa formuladas e atingir os objetivos geral e específicos estabelecidos.

A estrutura desta seção visa discutir as capacidades dinâmicas que os gestores das plataformas e dos projetos podem levar em conta para alcançar a vantagem competitiva, bem como os posicionamentos estratégicos que podem ser implementados com esse propósito.

5.1 Capacidades Dinâmicas as Plataformas

Para a divulgação dos resultados desta pesquisa combinados com as teorias de vantagem competitiva, apresentaram inferência estatística significativa para o modelo em questão.

O primeiro conceito, "*sense*", diz respeito à capacidade dinâmica em que os gestores das plataformas de *equity crowdfunding* identificam as oportunidades e as ameaças ao selecionarem um projeto para desenvolver suas campanhas.

A capacidade de reconhecer oportunidades e riscos é fundamental para que as plataformas de *equity crowdfunding* alcancem a vantagem competitiva, pois permite que eles escolham projetos viáveis e que façam sentido ao mercado em que a plataforma irá buscar investimentos. Além disso, também é importante para garantir a segurança dos investimentos dos participantes, já que uma avaliação cuidadosa dos projetos pode ajudar a identificar possíveis riscos antes que sejam financiados (COSMA et al., 2021).

O item "*sense*" destaca a importância da avaliação criteriosa dos projetos para as plataformas de *equity crowdfunding*, e como isso afeta a sua capacidade de oferecer oportunidades atraentes aos investidores e garantir os investimentos almejados para os projetos divulgados (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014).

I. Sense

A primeira variável avaliada é a relação entre **identificação de projetos e a rede de investidores**. Utilizando o modelo linear generalizado binomial, com a variável dependente "alcançou o valor de captação?", a análise apresentou resultados estatisticamente significativos, confirmando as conclusões de Johan e Zhang (2020). Esta variável destaca a vantagem competitiva das plataformas de *equity crowdfunding* na seleção dos projetos para administrar as campanhas.

Deve-se considerar se o projeto está alinhado à sua rede de investidores para aumentar as chances de atingir o valor de captação desejado. Em outras palavras, projetos alinhados à rede de investidores da plataforma tendem a ter maior probabilidade de sucesso.

A segunda variável avaliada é a **taxa de sucesso**, que mensura a proporção de projetos bem-sucedidos em relação ao total de projetos realizados pela plataforma, de acordo com Fernandez-Blanco et al. (2020). Quando a taxa de sucesso é elevada, a plataforma tem maiores chances de captar recursos financeiros em relação a seus concorrentes.

Embora a variável específica não tenha apresentado significância nas análises binomial e gama, a presença de plataformas com altas taxas de sucesso demonstrou importância em relação às demais quando avaliadas por categoria.

Assim, plataformas com taxas de sucesso elevadas tendem a ter maiores chances de sucesso em relação a seus concorrentes. Esta vantagem competitiva está ligada à consolidação desses players no mercado e às estratégias que desenvolvem para se destacar. A presença de plataformas de sucesso, como BTR, Captable, Eqseed e Start Me Up, em períodos de captação com vários projetos faz com que os investidores confiem seu dinheiro nessas plataformas.

A terceira variável avaliada é a **taxa de falha**, porém, ela não apresentou significância nos testes estatísticos e, por isso, foi excluída do modelo de acordo com o critério de AIC. Não foi possível confirmar a posição apresentada por Fernandez-Blanco et al. (2020) para esta variável.

É importante ressaltar que a exclusão da taxa de falha do modelo não invalida por completo a pesquisa anterior realizada por Fernandez-Blanco et al. (2020), que sugeriu a existência de uma relação entre essa variável e o fenômeno em questão.

No entanto, os resultados da presente análise não corroboram diretamente essa posição, sugerindo a necessidade de mais estudos e investigações para elucidar a verdadeira influência da taxa de falha nesse contexto específico.

Portanto, com base nos testes estatísticos e no critério de AIC, decidimos excluir a taxa de falha do modelo proposto, pois sua contribuição não foi estatisticamente significativa para explicar o fenômeno em questão. Essa exclusão não descarta a importância dessa variável em outros contextos ou a possibilidade de seu papel ser mais complexo do que inicialmente considerado.

A quarta e quinta variáveis avaliadas são a presença de **informações legais dos projetos e dos riscos envolvidos**. De acordo com Zhou e Ye (2019), a apresentação dessas informações legitima o projeto e aumenta as chances de financiamento. Nos resultados deste trabalho, a variável esteve presente no modelo gama que considera a variável dependente "proporção de captação", com um p-valor próximo a 0,05.

Embora não seja considerado significativo, ao examinar todos os projetos das principais plataformas de *equity crowdfunding* do Brasil, é possível ver que essas informações estão presentes nas campanhas e nas páginas de arrecadação financeira das plataformas. É sugerido que as plataformas e os projetos de *equity crowdfunding* incluam essas informações em suas campanhas, não somente como uma boa prática, mas também pela obrigatoriedade legal estipulada pela Instrução Normativa 88 de 2022 (CVM, 2022).

II. Seize

O “Seize” das capacidades dinâmicas se refere à quantidade de recursos e processos que as plataformas de *equity crowdfunding* possuem para se adaptar e aproveitar as oportunidades no mercado. Em outras palavras, trata-se da capacidade das plataformas em configurar ou reconfigurar seus recursos e processos de maneira eficiente para maximizar o sucesso das campanhas de financiamento coletivo.

Isso inclui habilidades estratégicas, como o desenvolvimento de processos de comunicação eficientes e a relação com sua rede de investidores, que são fundamentais para o sucesso das campanhas e para a criação de uma vantagem competitiva. De acordo com autores como Fernandez-Blanco et al. (2020), as

plataformas de *equity crowdfunding* bem-sucedidas são reconhecidas no mercado pela sua capacidade de captar recursos financeiros para os projetos e pelo número de investidores envolvidos em suas campanhas.

Sobre esse aspecto, analisamos as **informações legais que as plataformas disponibilizam sobre elas** em seus sites e meios de comunicação. De acordo com Zhou e Ye (2019), a legitimidade dos projetos e das plataformas é uma parte importante do processo de *crowdfunding*. Quando as informações legais e contábeis são disponibilizadas as chances de sucesso na arrecadação de fundos aumentam. Mesmo essa variável não tendo se apresentado nos modelos binomial e gama, sugere-se a apresentação dessas informações pela necessidade legal de disponibilização para efeitos de supervisão pela Comissão de Valores Mobiliários conforme instruído na normativa 88 de 2022 (CVM, 2022). Essas informações e os registros na CVM são recorrentes nas plataformas de *equity crowdfunding*.

Um outro indicador mencionado na literatura é o **Índice de Herfindhal-Hirschman**, que mede a distribuição dos participantes em uma campanha (WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Esta informação é importante para determinar o momento ideal para lançar uma nova campanha, considerando a presença de concorrentes no mesmo segmento que disputarão recursos financeiros. Infelizmente, este indicador não foi incluído na análise devido à falta de dados suficientes para sua determinação.

A próxima variável a ser considerada é a **duração do período de captação**. De acordo com a pesquisa de Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020), foi identificado que campanhas com períodos mais longos tendem a ter uma menor probabilidade de atingir o valor desejado. Esta observação foi significativa neste trabalho tanto no modelo binomial quanto no modelo gama. Portanto, para maximizar as chances de alcançar o valor desejado ou se aproximar o máximo possível de 100%, as campanhas com menor duração demonstraram-se mais apropriadas.

De acordo com o estudo de Janků e Kučerová (2018), **campanhas lançadas durante o final de semana** apresentam uma maior chance de atingir o valor almejado para projetos. No entanto, nesta tese não foi encontrada uma relação significativa entre essa variável e o sucesso da campanha. Portanto, a variável foi removida do modelo durante as primeiras análises do Critério de Informação Akaike (AIC).

A remoção dessa variável do modelo indica que sua inclusão não contribui significativamente para a explicação do sucesso da campanha. No entanto, é importante salientar que essa decisão não invalida completamente o estudo anterior

de Janků e Kučerová (2018), que identificou uma associação entre o lançamento durante o final de semana e o alcance do valor almejado para projetos.

Os resultados obtidos nesta tese indicam que, especificamente para o contexto estudado, não foi encontrada uma relação estatisticamente significativa entre o lançamento durante o final de semana e o sucesso da campanha. Essa descoberta destaca a importância de considerar a influência de outros fatores e características específicas do projeto, bem como a necessidade de investigações adicionais para compreender melhor a dinâmica envolvida no sucesso das campanhas.

Portanto, com base nos resultados das análises estatísticas e no Critério de Informação Akaike (AIC), a variável "lançamento durante o final de semana" foi removida do modelo proposto, pois sua inclusão não se mostrou estatisticamente significativa para explicar o sucesso da campanha. Essa exclusão não descarta a possibilidade de que a variável possa desempenhar um papel relevante em outros contextos ou que sua associação com o sucesso da campanha possa ser mais complexa do que inicialmente sugerido.

A última variável analisada no estudo das plataformas é o **período de lançamento da campanha**. De acordo com as análises realizadas, essa variável apresenta uma relação negativa com a variável dependente. Observou-se que quanto mais projetos competem por recursos financeiros no mesmo período, menor será a proporção de dinheiro arrecadada. Isso ocorre porque a quantidade de plataformas com projetos do mesmo segmento concorrendo ao mesmo tempo tende a disputar os recursos financeiros com seus empreendimentos similares (CHEN, 2021; GE; LUO, 2016).

III. Transforming

A capacidade de *transforming*, ou mudança, é crucial para as plataformas de *equity crowdfunding*, pois permite que elas adaptem suas estratégias, negócios, processos, comunicação e tecnologia para atender as necessidades do mercado e minimizar os riscos do negócio. Esse constructo é um dos três que compõem as capacidades dinâmicas que as plataformas precisam possuir para obter vantagem competitiva (TEECE, 2018).

A habilidade em produzir material que suavize a falta de informação por parte das plataformas é algo que pode ser avaliado pela produção de **vídeos sobre o projeto** (JOHAN; ZHANG, 2020; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). No entanto, após análise inicial pelo AIC, essa variável não apresentou significância suficiente e foi removida do processo.

De acordo com os autores, **os vídeos com duração mais longa tendem a ser mais informativos**, proporcionando uma melhor compreensão da proposta oferecida pelos investidores (CHAN et al., 2020). Não havia amostra suficiente disponível, pois os vídeos utilizados nas campanhas não estavam mais acessíveis.

A frequência de atualizações sobre o projeto e suas informações para a comunidade de investidores é uma fonte de vantagem competitiva para as plataformas de crowdfunding (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020; JOHAN; ZHANG, 2020). A amostra não foi suficiente para analisar esse fator, pois diversos vídeos utilizados nas campanhas já não estavam mais disponíveis. Como resultado, essa variável foi desconsiderada na análise.

Sugere-se que futuros estudos em *crowdfunding* considerem uma amostra mais robusta, com uma coleta de dados ampliada e atualizada. Para analisar a importância da frequência de atualizações sobre o projeto e suas informações para a comunidade de investidores, é essencial garantir que os vídeos e outras informações utilizadas nas campanhas estejam disponíveis durante todo o período de coleta de dados. Isso pode ser alcançado por meio de um acompanhamento mais rigoroso das campanhas e uma seleção cuidadosa dos projetos a serem incluídos na análise. Dessa forma, será possível obter insights sobre o papel desse fator como uma fonte de vantagem competitiva para as plataformas de crowdfunding, contribuindo para o avanço do conhecimento nessa área.

A variável **“feedback fornecido pelas plataformas aos investidores”**, representa a divulgação de informações sobre os projetos durante ou após a arrecadação e tende a conduzir a resultados melhores em comparação aos que não o fazem (BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015; DORFLEITNER; HORNUF; WEBER, 2018). Embora não tenha sido encontrada significância na análise, sugere-se os empreendedores considerarem esse fator na escolha de uma plataforma como boa prática de mercado apresentar esclarecimentos acerca dos projetos a potenciais investidores.

Os resultados das validações das hipóteses das capacidades dinâmicas das plataformas estão sistematizados no QUADRO 10, sendo apresentado os itens, as variáveis, as hipóteses, suas confirmações e análise.

QUADRO 10 - RESULTADO DAS CAPACIDADES DINÂMICAS DAS PLATAFORMAS

PLATAFORMA				Análise
Capacidade Dinâmica	Variável	Hipótese	Hipótese	
Sense	Identificação dos projetos com as redes de investidores	H1	Projetos quando alinhados a rede de investidores das plataformas estão positivamente associados a atingir o valor de captação desejado.	Confirma Hipótese? Sim
	Taxa de Sucesso	H2	A taxa de sucesso da plataforma está positivamente associada a captação de recursos financeiros.	Não
	Taxa de Falha	H3	A taxa de falha da plataforma está associada negativamente a captação recursos financeiros.	Não
	Informações legais dos projetos	H4	A presença das informações legais dos projetos aumenta as chancesestão positivamente associadas a captação de recursos financeiros.	Não
	Apresentação dos riscos do projeto	H5	A presença dos riscos do projeto está positivamente associada a captação de recursos financeiros.	Não
Seize	Informações legais das plataformas	H6	As informações legais e contábeis são disponibilizadas as chances de sucesso na arrecadação de fundos aumentam	Não
	Índice de Herfindahl-Hirschman	H7	IHH maiores estão associados positivamente ao sucesso da captação de recursos financeiros.	Não
	Duração do período de captação	H8	Campanhas com períodos mais longos estão associadas negativamente ao sucesso da captação dos recursos financeiros.	Não
	Lançamento de campanhas no final de semana	H9	Campanhas lançadas durante o final de semana estão associadas positivamente a sucesso da captação do valor almejado para projetos.	Sim
Transforming	Período de lançamento da campanha	H10	Quantidades altas de competidores associasse negativamente o valor de captação de recursos financeiros.	Não
	Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	H11	O uso de vídeos durante a campanha está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Sim
	Quantidade de segundos no vídeo promocional	H12	A quantidade de segundos dos vídeos está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Não
	Quantidade de updates	H13	A quantidade de updates ao longo da campanha está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Não
	Feedback aos investidores pela plataforma	H14	Feedbacks aos investidores está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Não

Apresentou significância estatística

Não apresentou significância estatística

Não apresentou significância estatística. Porém há recomendações de realizar essa ação.

Fonte: O autor (2023).

5.2 POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DAS PLATAFORMAS

Retomando, a teoria da organização industrial sugere que as empresas estabelecem suas estratégias de acordo com a estrutura da indústria a que pertencem (PORTER, 1998). A maneira como as plataformas estabelecem sua presença e relacionamentos com comunidades, redes e ecossistemas pode levar a lucros maiores, pois permite que conheçam e lidem com concorrentes, fornecedores, produtos/serviços substitutos, clientes e possíveis concorrentes.

Considera-se que a estratégia de posicionamento de uma empresa visa a obter retornos superiores ao ingressar em um determinado mercado, seja ele estabelecido ou definido por regras (BAIN, 1951; CACIATORI JUNIOR, 2020; MASON, 1939; PORTER, 1998; VASCONCELOS; CYRINO, 2000). Nesse sentido, damos início as variáveis identificadas na literatura para que as plataformas possam considerar para identificar a competição.

I. Competição

As variáveis da força competitiva, tais como a divisão da quantidade de cotas disponibilizadas pelo projeto e o custo unitário pago à plataforma (BI et al., 2019), bem como a **intensidade da competição** e as chances de sucesso da plataforma na captação de recursos (BI et al., 2019), não puderam ser quantificadas devido à falta de dados adequados. Portanto, elas foram desconsideradas neste modelo, mas é recomendável que sejam investigadas em futuros estudos que tenham acesso a essas informações.

A **intensidade da competição** é uma variável importante a ser considerada na avaliação do sucesso da captação de projetos de *equity crowdfunding*. Chen (2021) sugere que se avalie a quantidade de plataformas concorrentes com projetos do mesmo segmento no mesmo momento. A análise mostrou que a intensidade da competição tem uma relação significativa com o sucesso da captação. Por isso, é sugere-se que as plataformas de *equity crowdfunding* verifiquem a existência de projetos similares no mesmo período antes de iniciar uma campanha de captação.

Investidores qualificados são pessoas ou instituições financeiras que possuem uma vasta compreensão dos mercados financeiros e amplos recursos financeiros para investimento. Eles normalmente têm uma ampla variedade de opções

de investimento, incluindo ações, títulos, imóveis e fundos mútuos (FUNCHAL; LOURENÇO; MOTOKI, 2016).

Quando se trata de projetos de *equity crowdfunding*, a presença desses investidores pode ser vantajosa e aumentar as chances de sucesso na captação de investimentos. Sugere-se que as plataformas de financiamento coletivo busquem parcerias estratégicas com grupos e associações de investidores qualificados para fomentar de maneira mais eficiente a captação de investimentos para os projetos que administram.

Os investidores qualificados são conhecidos por fazerem investimentos com base em uma avaliação rigorosa e cuidadosa dos ativos e dos riscos envolvidos. Eles tendem a buscar oportunidades de investimento de longo prazo, concentrando-se em empresas sólidas e bem estabelecidas.

A medida do posicionamento estratégico também pode ser determinada pelo **número de potenciais investidores no mercado**, representados por comunidades de investimentos, redes de cooperação, investidores anjos, bancos e outros grupos de financiadores (COSMA et al., 2021; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). Embora não tenha sido encontrada significância neste estudo, é comum que as plataformas de maior *market share* de captação tenham suas redes de parceiros bem estabelecidas e divulgadas em seus canais de comunicação. Apesar de não ter sido identificada uma relação direta pelas análises estatísticas, recomenda-se a estudos futuros buscar estabelecer se essas alianças estratégicas auxiliam as plataformas e projetos a se posicionarem melhor no mercado e alcançarem os investimentos desejados.

Na sequência, a **segmentação** é determinada pelos tipos de projetos oferecidos na plataforma. Estas informações são coletadas diretamente dos sites das plataformas e categorizadas em temas, como startups, agronegócio, entre outros. Embora não tenha apresentado significância, as áreas financeira, imobiliária e rural foram as que se destacaram no que se refere ao número de projetos com maior aproveitamento de percentual de captação de investimentos.

II. Financeiro

O segundo aspecto do posicionamento estratégico das plataformas de *equity crowdfunding* é o financeiro. Refere-se às estratégias envolvendo a coleta de fundos

dos projetos e/ou investidores pelas plataformas. De acordo com Richard Chan et al. (2020), as táticas de arrecadação de valores mobiliários que seguem práticas de mercado tendem a ter maiores chances de sucesso na obtenção do valor desejado.

Os dados referentes às variáveis de cobrança de mensalidade dos projetos - se a plataforma cobra taxa de assinatura apenas do projeto (como descrito por Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020)), a taxa cobrada do investidor (Taxa do Investidor) - se a plataforma cobra taxa de assinatura apenas do investidor (como descrito por Dushnitsky, Piva e Rossi-Lamastra (2020) e Gal-Or, Gal-Or e Penmetsa (2019) e taxa de comissão, que é cobrada por algumas plataformas em seus contratos (como descrito por Bi et al. (2019)), não foram disponíveis para coleta no âmbito deste estudo.

Assim, essas variáveis não foram consideradas na análise. Ao entrar em contato com diferentes plataformas, foi possível verificar que a taxa de comissão e os contratos realizados com os projetos são avaliados de forma personalizada e não seguem um padrão único, sendo, portanto, não divulgados.

De acordo com Bi et al. (2019), projetos que apresentam uma expectativa de lucro menor em comparação com seus concorrentes, geralmente apresentam menos obstáculos na arrecadação de fundos para seus empreendimentos. No entanto, não houve uma significância estatística comprovada para os testes que consideraram a proporção captada e o sucesso da campanha.

III. Engajamento nas redes sociais

De acordo com Zhou e Ye (2019) é necessário compartilhar informações sobre o projeto de maneira clara e objetiva, uma vez que isso afeta a credibilidade da organização. Os autores também apontam que a credibilidade pode ser medida pelo número de indivíduos que divulgam as campanhas nas redes sociais, bem como pela quantidade e frequência das interações nestas.

De acordo com Chan et al. (2020), o primeiro aspecto a ser considerado é o **número de seguidores da plataforma** nas redes sociais. Eles apontam que quanto maior for o número de seguidores, maiores serão as chances de sucesso na captação financeira para os projetos relacionados a ela. Nos modelos generalizados lineares considerando a proporção do valor captado e o sucesso da arrecadação de investimentos para os projetos essa variável não apresentou significância estatística.

Um ponto identificado na análise descritiva dos dados é de que tanto as plataformas quanto os projetos, que tinham esses dados públicos, não continha mais de 3.000 seguidores somando Instagram e Facebook. Não sendo possível validar esse ponto destacado no trabalho de Chan et al. (2020).

Ainda conforme Chan et al. (2020), deve-se analisar o **número de comentários nas campanhas** divulgadas dos projetos nas plataformas. Eles afirmam que quanto maior for o número de comentários, maiores serão as chances de sucesso na arrecadação financeira. Assim como a variável anterior, essa não demonstrou significância nos testes estatísticos. É importante destacar que a disponibilidade dessas informações é um ponto crítico a ser considerado. Muitos dos projetos e plataformas estudados datam de 2017 e, conseqüentemente, muitas dessas informações já não estavam mais disponíveis para a pesquisa. Embora seja considerada importante para avaliar o status de divulgação dos projetos, não se recomenda utilizar essa variável para avaliar a vantagem competitiva de uma plataforma.

Para Wessel et al. (2017) o número de compartilhamentos das campanhas nas redes sociais é um fator que aumenta positivamente a vantagem competitiva na captação financeira. Entre todas as variáveis relacionadas às redes sociais, esta é considerada a mais complexa de ser coletada. Como se trata de contas comerciais, essas informações não estão disponíveis para consulta pública tanto no Instagram quanto no Facebook. Por essa razão, pelo menos no Brasil, não se recomenda avaliar essa informação para análise de vantagem competitiva nas plataformas de *crowdfunding*.

Astrauskaitė e Paškevičius (2018) e Belleflamme, Omrani e Peitz (2015) destacam que quanto mais as campanhas são compartilhadas em diversas redes sociais, associadas ao Facebook e/ou Instagram, maior a chance de alcançar a captação financeira desejada. Chan et al. (2020) também destacam essa tendência em seu estudo. Porém, da mesma maneira que ocorreu na variável anterior não foi possível ter acesso a esses dados, descartando essa do modelo.

Por fim, a quantidade de seguidores nas redes sociais, como proposto por Chan (2019), não apresentou significância estatística. Assim, não foi possível inferir que o número de seguidores reflete em uma vantagem competitiva para as plataformas de *equity crowdfunding*.

As validações das hipóteses referentes ao posicionamento estratégico das plataformas de *equity crowdfunding* foram organizadas no QUADRO 11, onde são apresentados os itens, variáveis, hipóteses, análises e suas confirmações. Essa sistematização dos resultados permite uma melhor visualização e compreensão das relações entre as variáveis e das estratégias adotadas pelas plataformas para obter sucesso na captação de recursos.

QUADRO 11 - RESULTADO DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DAS PLATAFORMAS

PLATAFORMA				Confirma Hipótese?	Recomendação
Posicionamento Estratégico	Variável	Hipótese	Hipótese		
Competição	Força competitiva	H15	A força competitiva esta associada positivamente ao sucesso na captação dos recursos financeiros.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
	Intesidade da competição	H16	A intesidade da competição está associada negativamente a captação de recursos financeiros para os projetos.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
	Investidores qualificados	H17	A quantidade de investidores qualificados está associada positivamente a captação de recursos financeiros para os projetos.	Sim	Quando se trata de projetos de equity crowdfunding, a presença desses investidores pode ser vantajosa e aumentar as chances de sucesso na captação de investimentos.
	Número de competidores	H18	Quanto maior o número de competidores de mesma natureza iniciando seus períodos de arrecadação está negativamente relacionado ao sucesso da captação dos recursos financeiros.	Sim	Recomenda-se estabelecer essas alianças estratégicas como uma boa prática para se posicionar melhor no mercado
	Número de potenciais apoiadores de mercado	H19	A quantidade de potenciais apoiadores de mercado está positivamente associado a captação dos recursos financeiros	Sim	A quantidade de investidores no ano está associada negativamente ao sucesso das campanhas.
Financeiro	Segmentação de mercado	H20	A segmentação está positivamente associada ao desempenho e o alcançarem a vantagem competitiva pelos recursos financeiros em uma campanha	Não	Nenhum dos modelos apresentou significância estatística, o que impossibilitou a colaboração com os estudos de Dushnitsky et al. (2020).
	Mensalidade (Projeto e investidor)	H21	A cobrança de mensalidades aos empreendedores e investidores tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
	Mensalidade(Projeto)	H22	Cobrar mensalidade dos empreendedores dos projetos tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
	Taxa (Investidor)	H23	Cobrar taxa dos investidores tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
	Taxa de comissionamento menores	H24	Taxa de comissionamento menores tem uma associação positiva com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
Engajamento nas Redes Sociais	Lucro Esperado	H25	Lucros altos tem uma associação negativa com o sucesso na captação de recursos financeiros.	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.
	Compartilhamento	H26	O compartilhamento das campanhas pelas plataformas estão associadas positivamente ao sucesso na captação financeira.	Não	Devido à insuficiência de dados.
	Compartilhamento em diversas redes sociais	H27	A quantidade de redes sociais em que são compartilhadas as campanhas está positivamente associada ao sucesso na captação financeira.	Não	Devido à insuficiência de dados.
	Número de comentários nas campanhas	H28	A quantidade de comentários nas campanhas de equity crowdfunding estão associadas positivamente ao sucesso na arrecadação financeira.	Não	Devido à insuficiência de dados.
	Seguidores nas redes sociais	H29	Quanto maior for o número de seguidores, maiores serão as chances de sucesso na captação financeira	Não	Nenhum dos modelos apresentou significância estatística, o que impossibilitou a colaboração com os estudos de Chan (2019).

Fonte: O autor (2023).

5.3 CAPACIDADE DINÂMICAS DOS PROJETOS

De acordo com a teoria das capacidades dinâmicas, as organizações conseguem obter vantagem competitiva ao gerenciar suas habilidades, desenvolver a capacidade de reconhecer oportunidades, aproveitar e transformar os recursos disponíveis para implementar estratégias assertivas no mercado (SCHILKE; HU; HELFAT, 2018; TEECE, 2007; TEECE; PISANO, 1994). Nesse sentido, foram organizadas em três construtos - *sense*, *seize* e *transforming* - as variáveis validadas neste estudo em relação à aplicação das capacidades dinâmicas pelos gestores de projetos de *equity crowdfunding*.

I. Sense

A capacidade de *sense* refere-se à identificação de oportunidades de mercado pelos gestores dos projetos de *equity crowdfunding* para conseguir captar o investimento necessário para seus empreendimentos. No contexto deste estudo, o incluem-se ações que os gestores devem analisar ao escolher uma plataforma de *equity crowdfunding* para sustentar a campanha de seu negócio.

A primeira dela é a habilidade dos gestores do projeto em identificar **plataformas que já possuam redes de investidores qualificados** ou em potencial. Essa ação ocorre durante a seleção das plataformas e está positivamente relacionada ao sucesso da captação (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017). A rede de investidores apresentou significância estatística positiva para os dois modelos lineares generalizadas.

Esse é um dos principais pontos a serem observados pelos empreendedores que buscam captar recursos financeiros. Logo, projetos que buscam plataformas com redes de investidores qualificados tem maiores probabilidades de obterem maiores vantagens competitivas em suas campanhas.

O próximo item é a **identificação do projeto com a rede de investidores da plataforma**, ou seja, verificar se a plataforma de crowdfunding possui uma rede de investidores alinhada ao escopo do projeto. Isso é relevante, pois se a rede de investidores estiver alinhada, as chances de atingir o valor desejado aumentam significativamente (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020). Essa variável não

apresentou significância e foi retirada do modelo pelo Critério de informação de Akaike – AIC.

Uma boa prática para os gestores dos projetos é analisar cuidadosamente este critério durante a busca por de uma intermediadora financeira adequada, a fim de identificar investidores que estejam alinhados com os objetivos do empreendimento e assim ganhar tempo nas fases de triagem dos projetos pelas plataformas.

De acordo com Zhou e Ye (2019), a existência de **demonstrações contábeis e legais** para a comunidade de investidores é um fator relevante para o sucesso das campanhas de crowdfunding. Essa variável não apresentou significância. Uma observação relevante sobre esse item é que, como os projetos analisados foram anteriores a 2022, as informações contábeis e legais dos projetos já não estavam mais disponíveis nos sites. Como boa prática, sugere-se que essas informações estejam disponíveis ao público no site dos projetos durante as campanhas de captação.

Prosseguindo, a **Taxa de Falha** mede a proporção de projetos que não tiveram sucesso em relação ao total de projetos disponibilizados na plataforma (FERNANDEZ-BLANCO et al., 2020). Esse item também não apresentou significância estatística nos modelos gama e binomial. Embora não haja evidências definitivas de que isso confira uma vantagem competitiva aos projetos durante o período de captação, sugere-se que os empreendedores avaliem cuidadosamente as plataformas antes de escolhê-las, observando aquelas que apresentam maior taxa de sucesso em projetos semelhantes. Essa abordagem pode indicar que a rede de investidores da plataforma está mais familiarizada com o tipo de projeto em questão, o que pode aumentar a probabilidade de sucesso na captação de recursos.

A **Taxa de Sucesso** mensura a proporção de projetos que obtiveram êxito em relação ao total de projetos divulgados na plataforma de crowdfunding. Essa variável também não se mostrou relevante nas análises, e as considerações a respeito dela refletem o que foi discutido no parágrafo anterior.

II. Seize

O enfoque de *Seize* é na habilidade gerencial que compreende a identificação de oportunidades por meio de processos que sustentam a tomada de decisão (TEECE; PISANO, 1994). Neste contexto, este item considera as habilidades que os

empreendedores precisam adquirir para a elaboração bem-sucedida de campanhas de captação de recursos financeiros.

A primeira delas é a habilidade dos empreendedores em selecionar plataformas que divulgam suas **informações contábeis e legais**, o que pode aumentar as chances de sucesso na arrecadação de uma campanha. Para avaliar essa métrica, é verificada a presença desses dados na plataforma (ZHOU; YE, 2019).

Os testes estatísticos não demonstram relevância, porém recomenda-se os gestores buscarem plataformas devidamente registradas na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que tenham as informações de registro e seus termos de adesão divulgados de maneira clara e transparente.

Da mesma maneira, Zhou e Ye (2019) apresentam que especificar **os riscos do projeto** no documento aumenta a confiança dos investidores. Essa variável não apresentou significância. Novamente, por mais que não tenha apresentado relação estatisticamente para considerarmos a divulgação dessa informação na vantagem competitiva recomenda-se pelas conforme a Instrução Normativa 88/2022 (CVM, 2022),divulgar as informações dos riscos do projeto de maneira clara e transparente para os investidores.

Quando se discute os diferentes caminhos estratégicos que os fundadores de projetos podem seguir, ou seja, as alternativas que a organização pode buscar (TEECE; PISANO, 1994). Os empreendedores devem considerar cuidadosamente o momento certo para lançar suas campanhas. Conforme Chen (2021), Janků e Kučerová (2018), quando **empreendimento do mesmo segmento são lançados simultaneamente**, isso pode reduzir a captação de recursos para todos eles.

Nesse sentido a variável projetos semelhantes competindo durante o mesmo período valida esse ponto. Como ocorreu nos estudos de Chen (2021) e Ge e Luo (2016), essa variável também se mostrou significativa. Com base nesse critério, os projetos devem avaliar se existem outros empreendimentos semelhantes competindo por investimentos no momento de seu lançamento. Essa variável apresentou significância estatística significativa (com um valor de $p < 0,01$), sendo um dos principais fatores que os empreendedores devem considerar ao lançar um projeto.

III. *Transforming*

Por último, o terceiro construto relacionado às capacidades dinâmicas diz respeito à habilidade de transformação, que se baseia na reconfiguração de recursos e processos para aproveitar a oportunidade identificada nas etapas anteriores (TEECE, 2017). Nesse item, considera-se a capacidade de realizar ações durante o período de captação de recursos financeiros.

Um aspecto importante relacionado à capacidade dos gestores de projetos de se adaptarem durante uma campanha é a **frequência de atualizações/updates** (conforme Fernandez-Blanco et al. (2020) e Wessel, Thies e Benlian (2017). Essa frequência é medida neste estudo como a quantidade de comunicações realizadas durante o período da campanha e está positivamente relacionada ao sucesso da captação de investimentos ao projeto.

Devido ao fato de muitos projetos terem ocorrido entre 2017 e 2021, muitas informações já não estavam disponíveis. Desta forma, não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação. No entanto, é importante destacar que, dos projetos que ainda tinham informações disponíveis, a maioria apresentou apenas três comunicações ao longo do período de captação e uma interação mínima.

O mesmo ocorre com os **vídeos divulgados nos sites dos empreendimentos** sobre o projeto, o que impossibilita a confirmação das conclusões apresentadas por Johan e Zhang (2020) e Wessel, Thies e Benlian (2017) de que a divulgação de vídeos sobre o empreendimento aumenta a captação de investimentos para o projeto.

Por fim, Chan et al. (2020) apresentam que **vídeos com duração maior tendem a reduzir a assimetria de informação dos investidores sobre o projeto**, o que pode estar associado a resultados positivos na captação de recursos financeiros. Porém, da mesma maneira que ocorre com a variável anterior essas informações não estavam disponíveis na íntegra devido à falta dos vídeos estarem disponíveis nos sites das plataformas. Nesse caso, não é possível inferir que essa informação esteja associada a vantagem competitiva dos projetos.

No QUADRO 12, foram estruturadas as validações das hipóteses sobre as capacidades dinâmicas dos projetos de *equity crowdfunding*. Esse quadro apresenta

os itens, variáveis, hipóteses, análises e suas confirmações. Essa organização dos resultados possibilita uma compreensão mais clara das relações entre as variáveis e das estratégias utilizadas pelas plataformas para alcançar êxito na obtenção de recursos.

QUADRO 12 - RESULTADO DAS CAPACIDADES DINÂMICAS DOS PROJETOS

Capacidade Dinâmica		PROJETO			Confirma Hipótese?	Recomendação
	Variável	Hipótese	Hipótese			
Sense	Rede de investidores da plataforma	H30	Plataformas com redes de investidores esta positivamente relacionada ao sucesso das captações	Sim	Recomenda-se os projetos a buscarem por plataformas que tenham redes de investidores	
	Identificação dos projetos com a rede de investidores da plataforma	H1	Projetos quando alinhados a rede de investidores das plataformas tem mais chances de atingir o valor de captação desejado	Sim	Projetos quando alinhados a rede de investidores das plataformas tem mais chances de atingir o valor de captação desejado	
	Demonstração de informações legais e contábeis da plataforma	H6	As informações legais e contábeis são disponibilizadas as chances de sucesso na arrecadação de fundos aumentam	Não	Recomenda-se a apresentação como boa prática de mercado.	
	Taxa de sucesso	H2	Quando a taxa de sucesso da plataforma é alta ela tem maiores chances de captar recursos financeiros	Não	Não apresentou significância e não foi conclusiva.	
	Taxa de Falha	H3	Quando a taxa de falha da plataforma é alta ela tem maiores chances dela não captar recursos financeiros	Não	Não apresentou significância e não foi conclusiva.	
	Informações legais dos projetos	H4	A presença das informações legais dos projetos aumenta as chances de captação de recursos financeiros	Não	É recomendável que as plataformas e os projetos de equity crowdfunding incluam essas informações em suas campanhas.	
Seize	Apresentação dos riscos do projeto	H5	A presença dos riscos do projeto aumenta as chances de captação de recursos financeiros	Não	É recomendável que as plataformas e os projetos de equity crowdfunding incluam essas informações em suas campanhas.	
	Índice de Herfindahl-Hirschman	H31	Quando o IHH é alto maiores chances de captação de recursos	Não	Devido à insuficiência de dados, não foi possível realizar o cálculo.	
	Projetos da mesma natureza concorrendo no mesmo período	H32	Quando empreendimentos do mesmo segmento são lançados simultaneamente é associado negativamente a proporção de captação de recursos.	Sim	Recomendável que os projetos avaliem se existem outros empreendimentos semelhantes competindo por investimentos no momento de seu lançamento	
Transforming	Feedback aos investidores pelos projetos	H33	Feedbacks aos investidores está positivamente associado à arrecadação de investimentos.	Não	Recomenda-se os empreendedores a responderem os investidores dentro de seus canais de comunicação	
	Quantidade de updates	H34	A quantidade de comunicações realizadas durante o período da campanha e está positivamente relacionada ao sucesso da captação de investimentos ao projeto	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.	
	Vídeo usado na campanha de arrecadação de fundos	H35	A divulgação de vídeos sobre o empreendimento está associada positivamente a captação de investimentos para o projeto	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.	
	Quantidade de segundos no vídeo promocional	H36	Vídeos com duração maior estão associados a resultados positivos na captação de recursos financeiros.	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.	



Apresentou significância estatística

Não apresentou significância estatística

Não apresentou significância estatística. Porém há recomendações de realizar essa ação.

Fonte: O autor (2023).

5.4 POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DOS PROJETOS

I. Financeiro

Conforme Wessel, Thies e Benlian (2017), o aumento na captação de recursos pelas plataformas de *equity crowdfunding* em todo o mundo se deve ao crescimento e popularização dessa modalidade de financiamento coletivo. Buscando alcançar a vantagem competitiva vários estudos (BI et al., 2019; DUSHNITSKY et al., 2020; MORSCHEUSER; HAMARI; MAEDCHE, 2019; SOUBLIÈRE; GEHMAN, 2020) argumentam que as plataformas podem aumentar a quantidade de projetos bem-sucedidos em atingir suas metas de financiamento através da implementação de estratégias efetivas.

O sucesso das operações de *equity crowdfunding* pode depender do posicionamento financeiro adotado pelos projetos. De acordo com pesquisas anteriores, as variáveis relacionadas aos valores estabelecidos pelas plataformas têm um impacto direto na captação de recursos financeiros para esses projetos.

De acordo com Bi et al. (2019), as campanhas de crowdfunding com o **lucro esperado** de arrecadação mais baixas têm maior probabilidade de sucesso. O lucro esperado de uma empresa em uma campanha de crowdfunding é a quantia de dinheiro que ela espera arrecadar, descontando a taxa de comissão da plataforma (BI et al., 2019; CHAN et al., 2020). A análise binomial e gama não revelou significância para essa variável, o que sugere que ela não tem impacto no sucesso da captação de recursos em termos da proporção captada pelos projetos. Em contraste, outras variáveis examinadas mostraram maior relevância para a análise.

O sucesso na obtenção de recursos para o projeto é afetado pela **proporção do custo unitário** que precisa ser pago para a plataforma. Quando essa proporção é maior, as chances de sucesso diminuem (BI et al., 2019). Por não ter acesso às taxas de comissionamento dos projetos para as plataformas não foi possível calcular essa variável. Nesse caso, não é possível inferir uma relação para esse item.

A literatura também considera a **quantidade de cotas que o projeto** pode oferecer aos investidores como um fator relevante. Quando há mais cotas disponíveis é associado positivamente ao sucesso de captação (BI et al., 2019). Essa variável não demonstrou significância em nenhum dos modelos avaliados. Não sendo conclusivo

relacionar a quantidade de cotas ofertadas com o sucesso ou a proporção captada para os empreendimentos.

Segundo Johan e Zhang (2020), projetos que pedem **quantias menores do que seus concorrentes tendem a ter mais vantagens na arrecadação de investimentos**. Essa variável não demonstrou relação significativa com ambos os modelos. Assim, ao menos no Brasil, não foi possível inferir que há uma relação direta com o sucesso da captação ou proporções maiores dos valores captados.

II. Engajamento Social

Por fim, no contexto de um mercado já consolidado e formalizado, uma estratégia importante para o sucesso de projetos de crowdfunding é contar com o apoio de redes de parceiros. Conforme Chen (2021), Zhou e Ye (2019) destacam a relevância de construir uma rede de cooperação com comunidades e contribuintes influentes para a captação de recursos financeiros.

Sendo que uma das estratégias para fomentar, anunciar e se conectar a esse público e por meio do engajamento efetivo nas redes sociais com investidores e apoiadores durante a campanha de arrecadação. Conforme Song et al. (2019), esse é um fator crítico para o sucesso na obtenção dos fundos desejados.

Nesse aspecto, analisamos a **divulgação das campanhas em várias redes sociais**, incluindo o Facebook e Instagram, foi relatada em estudos como Astrauskaitė e Paškevičius (2018), Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2014) e Chan et al. (2020). Essas informações não foram percebidas como um padrão pelos projetos. Sendo mais recorrentes no Instagram do que no Facebook, os projetos divulgaram de uma a três vezes em média durante o período de captação. Essa informação não foi conclusiva para inferir uma relação com o sucesso na captação ou o percentual do valor recebido dos investidores.

A situação em relação ao número de comentários nas campanhas foi recorrente, com a maioria das campanhas apresentando poucos comentários, muitas vezes próximos de zero. Isso difere das conclusões dos estudos de Chan et al. (2020). Além disso, a quantidade de visualizações de vídeos, fotos e anúncios foi descartada na análise de vantagem competitiva dos projetos, pois essas informações estavam restritas às contas comerciais dos projetos, exceto pelos vídeos de divulgação

postados no YouTube. Essa variável também foi descartada do modelo, o que reforça o fato de que, quando disponíveis, esses dados apresentaram pouquíssima interação.

Um fator que foi analisado para contribuir para o sucesso financeiro dos projetos é o número de seguidores nas redes sociais (CHAN *et al.*, 2020). Essa variável que foi calculada através da soma dos seguidores do Instagram e do Facebook não demonstrou significância estatística para os modelos gama e binomial.

O Erro! Fonte de referência não encontrada. apresenta a estruturação das validações das hipóteses acerca dos posicionamentos estratégicos dos projetos de *equity crowdfunding*. Nesse quadro, são expostos os itens, variáveis, hipóteses, análises e suas confirmações. Essa organização dos resultados permite uma compreensão mais precisa das relações entre as variáveis e das estratégias empregadas pelas plataformas para obter sucesso na captação de recursos.

QUADRO 13 - RESULTADO DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DOS PROJETOS

Posicionamento Estratégico	PROJETO			Confirma Hipótese?	Recomendação
	Variável	Hipótese	Hipótese		
Financeiro	Lucro Esperado	H37	Projetos com o lucro esperado de arrecadação menores associam-se positivamente a captação de recursos financeiros.	Não	Não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Proporção do custo unitário que o projeto precisa pagar para a plataforma	H38	Quando a proporção de comissão por custo unitário é maior as chances de sucesso diminuem.	Não	Não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Quantidade de cotas do projeto	H39	Quando há mais cotas disponíveis é associado positivamente ao sucesso de captação.	Não	Não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Quantidade de Capital Solicitado	H40	Quantias menores para os projetos tendem a ter mais vantagens na arrecadação de investimentos.	Não	Não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
Engajamento nas Redes Sociais	Compartilhamento	H41	A quantidade de compartilhamentos das campanhas dentro da própria rede social esta relacionada positivamente ao sucesso de captação.	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Compartilhamento em diversas redes sociais	H42	O compartilhamento das campanhas em mais de uma rede social está relacionada positivamente ao sucesso da campanha.	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Número de comentários nas campanhas	H43	A quantidade de comentários das divulgações dos projetos nas redes sociais está positivamente associado ao sucesso da captação da campanha.	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Seguidores nas redes sociais	H44	A quantidade de seguidores das redes sociais dos projetos está positivamente associado ao sucesso da campanha.	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.
	Quantidade de visualizações dos vídeos, fotos e anúncios	H45	A quantidade de visualizações nos materiais das campanhas pelas redes sociais dos projetos está positivamente associado ao sucesso da captação.	Não	Pela falta de informações não foi possível estabelecer uma relação positiva ou negativa em relação a essa ação.

Fonte: O autor (2023).

Na sexta e última seção é apresentada a conclusão desta tese.

6. CONCLUSÃO

As captações de recursos financeiros por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários intermediadas por plataformas *online* que conectam investidores a projetos que buscam financiamento são conhecidas como *crowdfunding* (BELLEFLAMME; OMRANI; PEITZ, 2015). Nessa alternativa para o financiamento coletivo, a categoria de *equity crowdfunding* foca no investimento de projetos empresariais (ZIEGLER et al., 2019).

A vantagem competitiva neste trabalho foi representada pelo sucesso da captação dos recursos financeiros, que é retrato quando o valor solicitado a investidores no mercado alcança a sua totalidade ou acima de 2/3 do valor almejado (CVM, 2022b) sendo assim transferido ao empreendedor que gerencia o projeto de crowdfunding (BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, 2014). O desempenho econômico superior à média de mercado, em função das estratégias adotada pela firma perante os seus concorrentes, é retratado como a vantagem competitiva.

Logo, identificar os critérios que possam explicar o fenômeno da vantagem competitiva em plataformas de *equity crowdfunding* servem como base para que os empreendedores e gestores das plataformas estejam atentos para os critérios que possam assegurar o valor captado em suas campanhas. A competição existe entre as plataformas tanto na busca de investidores, como na busca e seleção de bons projetos.

Justificou-se esse trabalho pela possibilidade da expansão do entendimento das plataformas de *equity* obterem e manterem suas vantagens competitivas (NISAR; PRABHAKAR; TORCHIA, 2020; D'AVENI; GUNTHER, 1996). Contribuindo com a área acadêmica ao desenvolver novas inferências sobre os fatores que influenciam a vantagem sobre a competição nesta inovação financeira.

Além disso, a pesquisa sobre as variáveis que contribuem para a vantagem competitiva em plataformas e projetos de crowdfunding tem importância prática significativa. Ao identificar essas variáveis, gestores de plataformas e empreendedores podem adotar estratégias para obter sucesso na captação de recursos financeiros. Além disso, a pesquisa pode ser útil para os órgãos reguladores avaliarem os impactos da concorrência nesse mercado de investimentos e entenderem melhor como o crowdfunding pode afetar a economia. Assim, esta

investigação pode fornecer informações valiosas para orientar as decisões estratégicas e políticas no setor de financiamento coletivo.

Dentre os questionamentos realizados ao longo do desenvolvimento desta tese se destacaram: Qual o conjunto de variáveis se relacionam para gerar vantagem competitiva durante a captação de recursos financeiros nas plataformas de *equity crowdfunding*? Quais os critérios que as plataformas devem observar nos projetos que buscarão recursos financeiros com investidores? E quais as características que os empreendedores devem se atentar ao escolher uma plataforma de crowdfunding para depositar os seus projetos? Além disso, onde a academia pode avançar com os estudos sobre *equity crowdfunding* a partir deste trabalho?

Buscando compreender a competição das plataformas de *equity crowdfunding* identificou-se sobre à luz das teorias da organização industrial e das capacidades dinâmicas a possibilidade de estudar o fenômeno investigado. Assim, as respostas para essas perguntas foram exploradas ao longo deste trabalho por intermédio do objetivo geral e seus desdobramentos em pontos específicos que são revisitados a seguir.

6.1 OBJETIVO GERAL

A presente tese teve como seu objetivo geral desenvolver uma estrutura de variáveis que se relacionam a vantagem competitiva na captação de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*. A vantagem competitiva neste trabalho é conceituada como o sucesso da captação dos recursos financeiros para os projetos de *crowdfunding* por suas respectivas intermediadoras.

Definida como variável binária (sim, quando alcançado o valor mínimo proposto no projeto, ou não, quando o recurso almejado não é captado) (ASTRAUSKAITĖ; PAŠKEVIČIUS, 2018; BI et al., 2019; CHEN, 2021; COSMA et al., 2021; WESSEL; THIES; BENLIAN, 2017) esta variável foi o ponto inicial desta pesquisa.

Após a coleta e análise dos dados foi inserida a variável proporção do valor de captação, como variável dependente a análise. A adição desta variável ao modelo se fez sobre a perspectiva da Instrução Normativa nº 588 de 2017 (CVM, 2017), em seu Art.3º, onde: “III – é admitida a distribuição parcial, com o estabelecimento de valores alvo mínimo e máximo de captação, sendo que o valor alvo mínimo deve ser

igual ou superior a 2/3 (dois terços) do valor alvo máximo (CVM, 2017)". Esses valores foram mantidos na Resolução 88 de 2022 (CVM, 2022a), que revoga as normativas antes reguladas pela Resolução 588 de 2017.

Observando a relação dessas variáveis dependentes com as demais independentes previstas nas relações das plataformas e dos projetos de *equity crowdfunding*, foi possível identificar as ações realizadas pelas intermediadoras para conseguir os investimentos necessários para os seus parceiros. Como também a efetividade dessas ações ao influenciar no percentual do resultado total de captação.

O objetivo geral desta pesquisa foi alcançado por meio da análise da vantagem competitiva das plataformas e dos projetos de *equity crowdfunding*, sob a ótica das teorias da organização industrial e das capacidades dinâmicas. A seguir, serão apresentadas as principais conclusões de cada objetivo específico, com o intuito de elucidar os resultados obtidos nesta investigação.

6.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Identificar quais variáveis relacionam-se a vantagem competitiva nas plataformas de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva da teoria das capacidades dinâmicas;

As plataformas de *equity crowdfunding* contam com a *expertise* de seus gestores em relação às capacidades dinâmicas para identificar oportunidades e riscos no mercado. Adaptando-se rapidamente para desenvolver estratégias eficazes de captação de recursos financeiros para os projetos que gerenciam.

Assim, a agilidade na tomada de decisões e na execução de novas ideias, aliada à habilidade de gerenciar efetivamente os recursos disponíveis, são fatores fundamentais para o sucesso dessas plataformas. O desenvolvimento de capacidades dinâmicas é crucial para as plataformas de *equity crowdfunding* se destacarem em meio à concorrência e oferecerem aos investidores as melhores oportunidades de investimento.

Para atender ao primeiro objetivo específico, foram analisados os seguintes itens: a) *Sense* - a capacidade das plataformas de identificarem oportunidades e ameaças; b) *Seize* - a capacidade de aproveitar essas oportunidades; e c)

Transforming - a habilidade da plataforma em desenvolver estratégias para captar recursos financeiros de maneira dinâmica (TEECE; PISANO; SHUEN,1997).

Ao analisar as características da capacidade *sense*, conclui-se que é importante para as plataformas identificar projetos que tenham afinidades com as redes de investidores já existentes e participantes em outras ofertas. Como evidenciado na significância das hipóteses H1 (QUADRO 10) e H30 (QUADRO 12). Nessa fase de identificação de oportunidades para o mercado, é importante avaliar as informações legais dos projetos, bem como seus riscos e quais desses que as redes de investidores estão dispostas a assumir, mesmo que essas não tenham apresentado significância estatística como demonstrado nas hipóteses H4 e H5 (QUADRO 10). Essa informação tem sido comum às campanhas bem-sucedidas de captação realizadas pelas plataformas.

No que se refere ao *seize*, há variáveis em que as plataformas devem se atentar ao aproveitar as oportunidades identificadas na etapa anterior. Destacam-se a duração do período de captação em que elas divulgarão os projetos em seus sites. Projetos com durações menores tendem a ter proporções de captação e sucesso superiores aos seus concorrentes; conforme comprovado pela significância da hipótese H8 (QUADRO 10) Outro ponto a ser avaliado é buscar iniciar a campanha em períodos em que projetos da mesma natureza não estejam concorrendo entre eles, pois foi identificado que isso reduz o sucesso na captação de investimentos, conforme comprovado pela significância da H10 (QUADRO 10).

No que se refere ao *transforming*, sugere-se que as plataformas realizem *feedbacks* constantes aos seus investidores em todos os canais de atendimento. Mesmo sem significância da hipótese H14, há indicações da relevância dessa prática. É importante destacar a identificação e orientação aos gestores dos projetos que estão sendo promovidos, para que implementem essa boa prática e atendam rapidamente aos possíveis clientes.

- b) Identificar quais variáveis relacionam-se a vantagem competitiva nas plataformas de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva da teoria da organização industrial;

De acordo com a Teoria da Organização Industrial, o posicionamento da empresa em um segmento de mercado pode ser fundamental para a obtenção de

recursos financeiros em comparação com empresas que não possuem esse posicionamento. Além disso, essa teoria argumenta que o posicionamento estratégico da empresa dentro de uma indústria pode ser uma fonte importante de vantagem competitiva.

Assim, a empresa deve adaptar sua estratégia competitiva às características da indústria em que está inserida (PORTER, 1998). O posicionamento estratégico correto dentro dessa pode proporcionar vantagens competitivas significativas, incluindo a capacidade de lidar de forma eficaz com concorrentes, fornecedores, produtos/serviços substitutos, clientes e potenciais concorrentes.

As plataformas podem obter lucros maiores ao estabelecerem sua presença e relacionamentos com comunidades, redes e ecossistemas. Essas ações permitem conhecê-las e lidar de forma eficaz com concorrentes, fornecedores, produtos/serviços substitutos, clientes e possíveis concorrentes.

Logo, buscando atender ao segundo objetivo específico foram analisados os itens de a) Competição: refere-se a abordagem a ser considerada pela análise do mercado e dos concorrentes em que as plataformas estão inseridas (BAIN, 1951; PORTER, 1998); b) Financeiro: avaliando as táticas de captação de valores mobiliários que estejam em consonância com as práticas de mercado que possuem maiores chances de alcançar o montante desejado (CHAN et al., 2020); c) Comunicação: a entrega das informações referentes aos projeto pelas plataformas sejam realizadas de forma clara e objetiva, já que isso impacta diretamente na credibilidade da organização (ZHOU; YE, 2019).

Dentre eles, conclui-se no aspecto da competição que as plataformas de *equity crowdfunding* devem considerar que a presença de investidores qualificados no mercado aumenta as chances de captação de investimentos. Assim, com o objetivo de alcançarem a vantagem competitiva, aproximarem-se de grupos de investidores qualificados realizando rodadas de investimento e divulgação de seus projetos junto a esses potenciais parceiros. Essa inferência é apresentada pela significância da hipótese H17 (Quadro 11).

Outro ponto identificado nesse item é que, à medida que mais projetos de natureza semelhante disputam recursos no mercado no mesmo período, menor é a probabilidade de alcançar proporções de investimentos próximas a 100% da meta de captação. A hipótese H18 foi considerada estatisticamente significativa ao analisar a variável dependente "proporção de captação", como demonstrado no QUADRO 11.

Isso sugere que a argumentação apresentada é válida e pode ser aceita como hipótese válida.

Por esse motivo, as plataformas devem observar seus concorrentes no mercado e verifiquem se há outros projetos de mesma natureza competindo pelos investimentos no mesmo período planejado para iniciar a campanha, a fim de obter lucros ou percentuais superiores aos da concorrência.

Em particular, sugere-se que seja feita uma análise dos projetos em andamento nas principais plataformas que historicamente possuem uma fatia maior do mercado, como Eqseed, Start me Up e Bloxs, principalmente se a plataforma em questão for uma recém-chegada ao mercado. Essa informação está relacionada a última conclusão do item competição, pois, devido à grande concentração de investidores focadas nessas plataformas, o número de potenciais apoiadores acabou identificado com uma relação negativa ao sucesso da captação. Como validado na hipótese H19 (QUADRO 12).

Por fim, quanto aos itens referentes ao financeiro e engajamento nas redes sociais, não foi possível confirmar ou refutar sua relação com o sucesso da captação, uma vez que não havia dados suficientes disponíveis. É importante ressaltar que estudos anteriores já apontaram a possível influência dessas variáveis no êxito das campanhas de *crowdfunding*, mas seria necessário investigá-las mais profundamente no contexto das plataformas de *equity crowdfunding*. Não sendo possível realizar as inferências estatísticas e validações das hipóteses H21 a H29, como apresentado no QUADRO 12.

Dessa forma, sugere-se que futuras pesquisas incluam a coleta de dados sobre o desempenho financeiro dos projetos e o engajamento nas redes sociais, a fim de contribuir para um melhor entendimento sobre a influência dessas variáveis na captação de recursos nessas plataformas.

- c) Identificar quais variáveis relacionam-se à vantagem competitiva nos projetos de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva teórica das capacidades dinâmicas;

A capacidade dinâmica para os gestores de projetos de *equity crowdfunding* encontram-se em identificar oportunidades de mercado para obter o investimento necessário para seus empreendimentos. Dentro do contexto deste estudo, esse modelo inclui as ações que os empresários devem considerar ao escolher uma

plataforma de *equity crowdfunding* para apoiar na captação de investimentos para o seu negócio.

Dessa maneira é apresentado o terceiro objetivo específico que considera as capacidades dinâmicas: a) *Sense* - a capacidade das plataformas de identificarem oportunidades e ameaças no mercado; b) *Seize* - a habilidade de aproveitar essas oportunidades; c) *Transforming* - a capacidade da plataforma de desenvolver estratégias dinâmicas para captar recursos financeiros (TEECE; PISANO; SHUEN, 1997).

Sobre o *sense*, conclui-se que os gestores dos projetos de *equity crowdfunding* devem buscar plataformas que possuam redes de financiamento coletivo que sejam adequadas à proposta do seu empreendimento, como validado na hipótese H30 (QUADRO 12). Conforme validado pela hipótese H1 (QUADRO 12), podemos confirmar que investidores qualificados que estejam familiarizados com propostas semelhantes no mesmo segmento de mercado têm maior probabilidade de compreender e se interessar pelas propostas de novos projetos. Recomenda-se identificar as plataformas que possuam as informações legais e seus registros a órgãos supervisores, mesmo que essa não tenha demonstrado significância estatística na hipótese H6 (QUADRO 12). Essa informação é apresentada como boa prática nas plataformas que alcançam maiores proporções de captação de recursos financeiros, bem como as com maior taxa de sucesso, devido a sua obrigatoriedade na disponibilização dessas informações junto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022).

No que se refere ao *seize*, é importante que os gestores avaliem cuidadosamente as informações legais e os riscos envolvidos em seus projetos antes de apresentá-los às plataformas, a fim de aumentar a credibilidade aos investidores. No entanto, as hipóteses H4 e H5 (QUADRO 12) não apresentaram significância estatística, assim como as mencionadas anteriormente. Essas são comuns às campanhas que alcançaram os melhores resultados de captação. Também é necessário identificar se projetos da mesma natureza já estão em processo de captação anunciado ou se haverá projetos que pretendem iniciar a captação em períodos próximos ao pretendidos pelos gestores, pois, quando há a presença de empreendimentos de natureza próxima disputando, há menores probabilidades no sucesso da captação. Essa informação foi validada pela hipótese H32 (QUADRO 12).

Em relação à capacidade de *transforming*, nenhum dos fatores investigados neste estudo mostrou significância estatística nos modelos lineares generalizados avaliados (QUADRO 12). No entanto, uma prática recorrente neste modelo de negócio é fornecer feedback aos investidores em seus canais de divulgação, o que destaca a importância desse item para gestores de novos empreendimentos, mesmo que não seja uma vantagem competitiva.

- d) Identificar quais variáveis relacionam-se à vantagem competitiva nos projetos de *equity crowdfunding* sobre a perspectiva da teoria da organização industrial;

Conforme a Teoria da Organização Industrial, o posicionamento da empresa em um segmento de mercado pode ser crucial para a obtenção de recursos financeiros, se comparada a empresas que não possuem esse mesmo posicionamento. Adicionalmente, essa teoria defende que a posição estratégica da empresa em uma indústria pode ser uma fonte relevante de vantagem competitiva (PORTER, 1988). Sobre os projetos de *equity crowdfunding* foram analisadas as perspectivas da vantagem competitiva desses considerando dois itens que compõem o posicionamento estratégico: a) Financeiro e b) Engajamento nas redes sociais.

Segundo Chen (2021), Zhou e Ye (2019) salientam a importância dos projetos se posicionarem junto a plataformas para estabelecer uma rede de cooperação com comunidades e colaboradores influentes para conseguir arrecadar recursos financeiros para seus empreendimentos.

Uma das estratégias para estimular, divulgar e conectar-se com esse público é por meio da participação ativa nas mídias sociais com investidores e apoiadores durante a campanha de captação. Neste trabalho, essas relações formaram o item de análise “Engajamento nas redes sociais”.

O conjunto de dados utilizado neste estudo consiste nas variáveis coletadas diretamente das mídias sociais Facebook e Instagram dos projetos identificados nas bases de dados. Infelizmente, nenhuma das informações coletadas continha registros em quantidade suficiente para permitir análises estatísticas inferenciais. Devido ao fato de que muitos projetos haviam encerrado suas campanhas de captação de recursos há mais de cinco anos, não foi possível obter dados em quantidade suficiente para uma análise mais aprofundada. Dessa maneira, não foi possível ter inferências para as hipóteses H41, H42, H43, H44 e H45 (QUADRO 13).

Outro ponto importante que não foi possível analisar no nível dos projetos é o impacto do posicionamento financeiro adotado pelos projetos no êxito das campanhas de *equity crowdfunding*. De fato, as variáveis relacionadas aos valores estabelecidos pelas plataformas parecem ter uma influência significativa na captação de recursos financeiros para esses projetos.

No entanto, como as informações financeiras estavam vinculadas às taxas acordadas individualmente e não eram divulgadas pelas plataformas ou pelos projetos, não foi possível inferir ou corroborar com pesquisas anteriores que identificaram uma relação com a vantagem competitiva dos projetos de *equity crowdfunding*. Da mesma forma, não sendo possível validar as hipóteses H37, H38, H39 e H40.

- e) Desenvolver um Modelo Linear Generalizado para validar as variáveis que se relacionam a vantagem competitiva das plataformas e dos projetos de *equity crowdfunding*.

Após realizar as análises dos modelos lineares generalizados com as variáveis dependentes 'Proporção de Captação' e 'Alcançou o valor desejado', foram obtidas as informações apresentadas na TABELA 9.

Os modelos entregam as variáveis que foram complementadas pelos resultados e suas interações com as plataformas e projetos, assim como sua relação com as teorias da organização industrial e das capacidades dinâmicas. Esse modelo final serve como base para os resultados e conclusões deste trabalho, permitindo uma análise mais completa e aprofundada dos dados coletados.

6.3 CONTRIBUIÇÕES

Esta tese traz contribuições práticas e teóricas ao identificar o conjunto de variáveis que se relacionam para gerar vantagem competitiva durante a captação de recursos financeiros pelas plataformas de *equity crowdfunding*.

Este trabalho avança na literatura existente sobre inovações financeiras e *crowdfunding*, identificando novas relações de competição neste setor; desenvolvendo discussão abrangente sobre os níveis de interação entre plataformas

e projetos financeiros e ao usar uma abordagem metodológica quantitativa com modelo linear generalizado para analisar o fenômeno.

A pesquisa pode vir a ajudar gestores de plataformas e empreendedores a identificar variáveis que possam aumentar a vantagem competitiva no acesso a recursos financeiros, bem como ajudar os reguladores a avaliar os impactos da competição no setor. Apresentando contribuições práticas e teóricas que são desenvolvidas a seguir.

6.3.1 Contribuições Práticas

O estudo das variáveis que influenciam o sucesso na captação de recursos financeiros em plataformas e projetos de *crowdfunding* apresenta diversas contribuições práticas. Em primeiro lugar, a identificação dessas variáveis pode auxiliar os gestores das plataformas e os empreendedores a entenderem quais fatores são mais relevantes para alcançar a vantagem competitiva pelos recursos financeiros, permitindo que eles foquem em aspectos críticos para o sucesso.

Além disso, a compreensão das variáveis que impactam a captação de recursos em *crowdfunding* pode ser útil para órgãos reguladores, que podem monitorar e analisar o mercado para verificar quais os impactos que podem ser gerados na economia devido a competição neste segmento de mobiliários. Isso pode ser útil para o desenvolvimento de políticas públicas que visem estimular o mercado de *crowdfunding*, bem como para o desenvolvimento de regulamentações mais efetivas e justas.

Em resumo, as contribuições práticas deste estudo envolvem a identificação de fatores críticos para o sucesso na captação de recursos financeiros em plataformas e projetos de *crowdfunding* que podem ser úteis para os gestores, empreendedores e órgãos reguladores do mercado. Essas informações podem ser usadas para promover a competitividade e a eficiência do mercado de *equity crowdfunding*.

6.3.2 Contribuições Teóricas

O estudo apresenta contribuições teóricas significativas no campo das inovações financeiras, especialmente no que diz respeito ao *equity crowdfunding* e às vantagens competitivas. A análise da interação entre as variáveis independentes em

cada nível permite a identificação dos fatores mais relevantes para o sucesso na captação de recursos financeiros em plataformas e projetos de *crowdfunding*.

Contribuindo para a compreensão dos mecanismos que impulsionam a captação de recursos financeiros e ajuda a identificar a relação entre as capacidades dinâmicas dos gestores e o posicionamento estratégico das plataformas e projetos de *equity crowdfunding*.

Além disso, a utilização do Modelo Linear Generalizado permite uma análise mais precisa dos dados, uma vez que permite a modelagem da distribuição da variável dependente, que pode não seguir a distribuição normal. Isso contribui para aprimorar a compreensão da relação entre as variáveis e o sucesso na captação de recursos financeiros.

Em geral, as contribuições teóricas deste estudo fornecem uma base sólida para o desenvolvimento de pesquisas futuras no campo do *equity crowdfunding* e da vantagem competitiva, bem como para o desenvolvimento de estratégias mais eficazes para a captação de recursos financeiros.

6.4 LIMITAÇÕES

Sobre a limitação desse estudo, sugere-se a quantidade de variáveis propostas no modelo teórico e suas informações referentes, uma vez que algumas delas não estavam disponíveis durante a coleta de dados devido ao período da coleta ter sido ao menos um ano após o encerramento da oferta de diversos projetos. Assim, não foi possível utilizar todas as variáveis identificadas na literatura que fazem relação com as interações desenvolvidas a partir das teorias.

Durante o período em que os projetos abriram o período de captação, variáveis como: a) vídeos disponíveis pelos projetos durante o período da campanha, ou b) quantidade de postagens em redes sociais ou sites, não estavam mais disponíveis durante a coleta das informações, além dos demais dados informados na seção de análise. Nesse caso, não foi possível corroborar o trabalho de Chan *et al.* (2020) que infere que vídeos com maior duração tendem a reduzir a assimetria de informação dos projetos, estando associados a resultados positivos na captação dos investimentos pelas plataformas de *crowdfunding* (CHAN *et al.*, 2020).

Além disso, diversos projetos com o status “em andamento” nos relatórios de ofertas anuais, fonte de coleta de dados para essa pesquisa, invalidaram as informações reais da captação desses.

Outra limitação é a indisponibilidade da informação sobre as taxas de comissionamentos que as plataformas de *equity crowdfunding* cobram de investidores e dos empreendedores. Muitas dessas informações estão restritas ao contrato feito com os empresários não sendo divulgadas ao público em geral.

Foram identificadas algumas limitações no trabalho, dentre elas a aplicação da metodologia de análise multinível, que se baseia em constructos. No entanto, para a tese, era necessário analisar a perspectiva das interações das variáveis independentes nas variáveis dependentes, que envolviam as ações reais das plataformas e dos projetos, como a proporção do valor captado e a capacidade do projeto de obter fundos. Por essa razão, foi necessária a adoção da técnica de modelo linear generalizado, que se mostrou mais apropriada para a análise desse tipo de dados.

Ao final do estudo, constatou-se que a obtenção de informações conclusivas por meio das redes sociais não foi possível. Verificou-se que muitos projetos que não obtiveram sucesso na captação desativaram suas contas de divulgação. Além disso, a complexidade na busca por informações acerca da divulgação dos projetos nas redes sociais das plataformas, devido à dificuldade em acessar postagens antigas, tornou essa etapa demorada. É importante ressaltar que as informações de compartilhamento, impacto e patrocínios das divulgações das campanhas ficaram restritas às contas oficiais das organizações, o que limitou a exploração máxima desses dados durante a pesquisa.

6.5 PESQUISAS FUTURAS

Por mais que a proposta do presente trabalho não seja de identificar as ações dos investidores em um terceiro nível seria interessante em estudos futuros identificar a relação investidores x plataformas, investidores x projetos, além da relação de três níveis entre investidores x projetos x plataformas, para identificar todos os pontos da relação.

Outro ponto atualizado na Resolução nº 88 de 2022, da Comissão de Valores Mobiliários, em seu artigo 11, parágrafo sexto é que, a partir de abril de 2022, as empresas que buscam os recursos pelas plataformas de *crowdfunding*:

§ 6º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte, ao investidor líder e à plataforma, seus sócios, administradores e funcionários divulgar e promover a oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede mundial de computadores, observados os requisitos previstos neste artigo [...] (CVM, 2022a, pág. 12).

Dessa maneira, amplia-se as formas de divulgação e ações que podem ser analisadas sobre a ótica das capacidades dinâmicas das empresas que ofertam seus projetos aos investidores. Assim, recomenda-se em trabalhos futuros analisar sobre a ótica da interação desses atores em seus ecossistemas de investidores contemplando as variáveis identificadas neste trabalho com uma análise qualitativa dessas interações com o público.

Por fim, identifica-se a oportunidade de replicar esse modelo em anos posteriores aos analisados neste trabalho para validar a formação e validação das hipóteses aqui observadas.

6.6 FINANCIAMENTO

Este estudo foi parcialmente financiado pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código Financeiro 001.

REFERÊNCIAS

- ALFONSO, V.; TOMBINI, A.; ZAMPOLLI, F. CoDi and Pix. **BIS Quarterly Review**, 2020. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2012z.htm Acesso em: jul. 2022.
- AMIT, R., SCHOEMAKER, P. J. H. STRATEGIC ASSETS AND ORGANIZATIONAL RENT. **Strategic Management Journal**, v. 14, n. 1, p. 33–46, 1993. Disponível em: DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.4250140105> Acesso em: ago. 2022
- ANDREWS, K. R. **The Concept of Corporate Strategy**. 3. Ed., Illinois: Irwin. 1987.
- ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P., The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? UNSW Law Research Paper, n. 2016-62, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2676553>
- ASTRAUSKAITĖ, I.; PAŠKEVIČIUS, A. An analysis of crowdfunded projects: KPI's to success. **Entrepreneurship and Sustainability Issues**, v. 6, n. 1, p. 23–34, 2018. Disponível em: [https://doi.org/10.9770/jesi.2018.6.1\(2\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2018.6.1(2)) Acesso em: jul. 2022.
- BACEN, Banco Central do Brasil. **Ecosistema Fintech**, 2020. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE089_Fintechs_de_credito_e_bancos_digitais.pdf. Acesso em: 19 mar. 2022.
- BAIN, J. S. Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing, 1936–1940. **Quarterly Journal of Economics**, v. 65, n. 3, p. 293–324, 1951. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1882217> Acesso em: jul. 2022.
- BARNEY, J. B. Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. **Journal of Management**, v. 27, n. 6, p. 643–650, 2001. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(01\)00115-5](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(01)00115-5) Acesso em: ago. 2022.
- BARNEY, J. B. Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy. **Management Science**, v. 32, n. 10, p. 1231–1242, 1986. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.32.10.1231> Acesso em: ago. 2022.
- BARNEY, J. B.; CLARK, D. N. Resource-Based Theory Creating and Sustaining Competitive Advantages. Oxford University Press, Oxford, 316 p., 2007.
- BARNEY, J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/014920639101700108> Acesso em: jul. 2022.
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T., SCHWIENBACHER, A. *Crowdfunding: Tapping the right crowd*. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 5, p. 585–609, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003> Acesso em: jun. 2022.
- BELLEFLAMME, P.; OMRANI, N.; PEITZ, M. The economics of crowdfunding platforms. **Information Economics and Policy**, v. 33, p. 11-28, 2015. Disponível

em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167624515000463> Acesso em: out. 2022.

BI, G. et al. Decision strategies in reward-based *crowdfunding*: the role of *crowdfunding* platforms. **Journal of Modelling in Management**, v. 14, n. 3, p. 569–589, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JM2-10-2018-0179> Acesso em: ago. 2022.

BIS, Bank for International Settlements. **The future of central banking is inextricably linked to innovation**, 2020. Disponível em: <https://www.bis.org/topic/fintech.htm> Acesso em: 19 mar. 2022.

BOEDDU, G. L.; CHIEN, J. **Financial Consumer Protection and Fintech: An Overview of New Manifestations of Consumer Risks and Emerging Regulatory Approaches (English)**. Washington, D.C.: World Bank Group. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/en/099735204212299868/P17300605103480e90baef084f653576421> Acesso em: ago. 2022.

BOZDOGAN, H. Model selection and Akaike's information criterion (AIC): The general theory and its analytical extensions. **Psychometrika**, v. 52, n. 3, p. 345-370, 1987. Disponível em: DOI:[10.1007/BF02294361](https://doi.org/10.1007/BF02294361) Acesso em: set. 2022.

BURTCH, G., GHOSE, A., WATTAL, S. An empirical examination of the antecedents and consequences of contribution patterns in crowd-funded markets. **Information Systems Research**, v. 24, n. 3, p. 499–519, 2013. <https://doi.org/10.1287/isre.1120.0468>

CABRAL, L. M. **An Introduction to Industrial Organization**. Cambridge: The MIT Press, 2002.

CACIATORI JUNIOR, I. **Competitiveness of incumbent, digitalized, and digital banks: a comparative study of financial innovation in Brazil**. 2020. 247 p. Tese (Doutorado) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba. Disponível em: <https://www.prppg.ufpr.br/siga/visitante/trabalhoConclusaoWS?idpessoal=78679&idpograma=40001016025P6&anobase=2020&idtc=1410> Acesso em: ago. 2022.

CACIATORI JUNIOR, I.; CHEROBIM, A. P. M. S. Academic production and technological emergence in finance. **Innovation & Management Review**, v. 17, n. 2, p. 115–131, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/inmr-01-2019-0005> Acesso em: ago. 2022.

CALIC, G.; SHEVCHENKO, A. How signal intensity of behavioral orientations affects *crowdfunding* performance: The role of entrepreneurial orientation in *crowdfunding* business ventures. **Journal of Business Research**, v. 115, p. 204–220, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.04.060> Acesso em: ago. 2022.

CHEN, L. Investigating the impact of competition and incentive design on performance of *crowdfunding* projects: A case of independent movies. **Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research**, v. 16, n. 4, p. 1–20, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/jtaer16040045> Acesso em: jun. 2022.

CHURCH, J.; WARE, R. **Industrial Organization: A Strategic Approach**. Nova Iorque: McGraw Hill, 1962. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1663633/mod_resource/content/1/ChurchWare.pdf Acesso em: ago. 2022.

CICCHIELLO, A. F. **Building an entrepreneurial ecosystem based on crowdfunding in Europe: the role of public policy**, Journal of Entrepreneurship and Public Policy, v. 8, n. 3, p. 297-318, 2019. Disponível em: DOI: 10.1108/JEPP-05-2019-0037 Acesso em: jul. 2022.

CORDEIRO, G. M.; DEMÉTRIO, C. G. B. **Modelos lineares generalizados e extensões**. Piracicaba: USP, 2008.

COSMA, S. et al. Platforms' partner networks: the missing link in *crowdfunding* performance. **European Journal of Innovation Management**, v. 25, n. 6, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/EJIM-06-2020-0230> Acesso em: set. 2022.

COSTA, A. B.; ZOLTOWSKI, A. P. C. Como escrever um artigo de revisão sistemática. In: KOLLER, S. H.; COUTO, M. C. P., HOHENDORFF, J. V. (Orgs.) **Manual de Produção Científica**, Porto Alegre: Penso, 2014, p. 55–70. Disponível em: https://www.biosanas.com.br/uploads/outros/artigos_cientificos/18/6505082c2a7c23986651c7b1f7a4a92e.pdf Acesso em: jun. 2022.

CUMMING, D.; JOHAN, S. Demand-driven securities regulation: evidence from *crowdfunding*. **Venture Capital**, v. 15, p. 361–379, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.847635> Acesso em: ago. 2022.

CVM. **Resolução CVM 61**, Comissão De Valores Imobiliários, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol061.html> Acesso em: jul. 2022.

CVM. **Resolução CVM 88**, Comissão De Valores Imobiliários, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html> Acesso em: jul. 2022.

CVM. **Resolução nº 588**, Comissão De Valores Imobiliários, 2017. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html> Acesso em: jul. 2022.

D'AVENI, R. A; GUNTHER, R. Hypercompetition: Managing the Dynamics of Strategic Maneuvering. Nova Iorque: The Free Press, 1994.

DE BUYSERE, K. et al. A Framework for European Crowdfunding. 1. Ed. European Crowdfunding Network, 2012. Disponível em: http://eurocrowd.org/2012/10/29/european_crowdfunding_framework/ Acesso em: ago. 2022.

DIERICKX, I.; COOL, K. Asset Stock Accumulation and the Sustainability of Competitive Advantage: Reply. **Management Science**, v. 35, n. 12, p. 1514–1514,

1989. Disponível em: <https://doi.org/10.1287/mnsc.35.12.1514> Acesso em: ago. 2022.

DORFLEITNER, G.; HORNUF, L.; WEBER, M. Dynamics of investor communication in *equity crowdfunding*. **Electronic Markets**, v. 28, n. 4, p. 523–540, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s12525-018-0294-5> Acesso em: ago. 2022.

DURÁN-SÁNCHEZ, A.; ÁLVAREZ-GARCÍA, J.; DEL RÍO-RAMA, M. C. Sustainable water resources management: A bibliometric overview. **Water**, v. 10, n. 9, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/w10091191> Acesso em: set. 2022.

DURISIN, B.; CALABRETTA, G.; PARMEGGIANI, V. The intellectual structure of product innovation research: A bibliometric study of the journal of product innovation management, 1984-2004. **Journal of Product Innovation Management**, v. 27, n. 3, p. 437–451, 2010. Disponível em: DOI:[10.1111/j.1540-5885.2010.00726.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-5885.2010.00726.x) Acesso em set. 2022.

DUSHNITSKY, G.; PIVA, E.; ROSSI-LAMASTRA, C. Investigating the mix of strategic choices and performance of transaction platforms: Evidence from the *crowdfunding* setting. **Strategic Management Journal**, v. 43, n. 2, p. 1–36, 2020. Disponível em: DOI:[10.1002/smj.3163](https://doi.org/10.1002/smj.3163) Acesso em: ago. 2022.

EISENHARDT, K. M.; MARTIN, J. A. Dynamic capabilities: what are they? **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 10-11, p. 1105-1121, 2000. Disponível em: [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200010/11\)21:10/11<1105::AID-SMJ133>3.0.CO;2-E](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200010/11)21:10/11<1105::AID-SMJ133>3.0.CO;2-E) Acesso em: jun. 2022.

EQSEED. 2021. Disponível em: <https://eqseed.com/> Acesso em: ago. 2022.

ESTRIN, S.; GOZMAN, D.; KHAVUL, S. The evolution and adoption of *equity crowdfunding*: entrepreneur and investor entry into a new market. **Small Business Economics**, v. 51, n. 1, p. 425–439, 2018. Disponível em: DOI:[10.1007/s11187-018-0009-5](https://doi.org/10.1007/s11187-018-0009-5) Acesso em jun. 2022.

FACCIO, M.; MCCONNELL, J. J. Impediments to the Schumpeterian process in the replacement of large firms. **National Bureau of Economic Research**, 2020.

FERNANDEZ-BLANCO, A., et al. Key factors for project *crowdfunding* success: An empirical study. **Sustainability**, v. 12, n. 2, 2020. Disponível em: DOI: [10.3390/su12020599](https://doi.org/10.3390/su12020599) Acesso em: ago. 2022.

FOSS, N. J. Theories of the firm: contractual and competence perspectives. **Journal of Evolutionary Economics**, v. 3, p. 127–144, 1993. Disponível em: Acesso em: <https://doi.org/10.1007/BF01213830> ago. 2022.

FOSSO WAMBA, S. ET al. Bitcoin, Blockchain and Fintech: a systematic review and case studies in the supply chain. **Production Planning and Control**, v. 31, n. 2-3, p. 115-142, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/09537287.2019.1631460> Acesso em: ago. 2022.

FUNCHAL, B.; LOURENÇO, D.; MOTOKI, F. Y. S. Sofisticação dos investidores, liberdade de movimentação e risco: um estudo do mercado brasileiro de fundos de investimento em ações. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 28, p. 45-57, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/rco.v10i28.121505> Acesso em: set. 2022.

GAL-OR, E.; GAL-OR, R.; PENMETSA, N. Can platform competition support market segmentation? Network externalities versus matching efficiency in *equity crowdfunding* markets. **Journal of Economics and Management Strategy**, v. 28, n. 3, p. 420–435, 2019.

GE, L.; LUO, X. Team rivalry and lending on *crowdfunding* platforms: an empirical analysis. **Financial Innovation**, v. 2, n. 17, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1186/s40854-016-0035-8> Acesso em: set. 2022.

GERBER, E. M.; HUI, J. *Crowdfunding*: Motivations and deterrents for participation. **ACM Transactions on Computer-Human Interaction**, v. 20, n. 6, 2013. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/275961145_Crowdfunding_Motivations_and_Deterrents_for_Participation Acesso em: ago. 2022.

GERNEGO, I., et al. Innovative financing of creative projects on the Kickstarter platform: Ukrainian and Polish experience. **E3S Web of Conferences**, v. 166, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202016613019> Acesso em: set. 2022.

GHEMAWAT, P. Sustainable advantage. **Harvard Business Review**, v. 64, n. 5, p. 53-58, 1986.

GLATTHORN, Allan A.; JOYNER, Randy L. Writing the winning thesis or dissertation: A step-by-step guide. **Corwin Press**, 2005.

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. Disponível em: DOI: [10.1007/s11573-017-0852-x](https://doi.org/10.1007/s11573-017-0852-x) Acesso em: set. 2022.

GONZÁLEZ-ROMÁ, V. Three Issues in Multilevel Research. **The Spanish journal of psychology**, v. 22, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/sjp.2019.3> Acesso em: ago. 2022.

GOZMAN, D.; HEDMAN, J.; SYLVEST, K. **Open Banking: Emergent Roles, Risks & Opportunities**. Atlanta: Association for Information Systems, 2018. Disponível em: https://research.cbs.dk/files/58899604/Gozman_Hedman_Sylvest.pdf Acesso em: ago. 2022.

GRÜNER, H. P.; SIEMROTH, C. Crowdfunding, efficiency, and inequality. **Journal of the European Economic Association**, v. 17, n. 5, p. 1393-1427, 2019. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/oup/jeurec/v17y2019i5p1393-1427..html> Acesso em: ago. 2022.

HAGEDOORN, J. Innovation and entrepreneurship: Schumpeter revisited. **Industrial and Corporate Change**, v. 5, n. 3, p. 883–896, 1996. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1186/s13731-022-00231-6> Acesso em: jul. 2022.

HAIR, J. F. et al. **Multivariate data analysis**. 7. Ed. Harlow: Pearson Education, 2009.

HARTMANN, F., et al. Alternative Fundraising: Success Factors for Blockchain-Based vs. Conventional Crowdfunding. **2019 IEEE 2nd International Workshop on Blockchain Oriented Software Engineering**, p. 38-43, 2019. Disponível em: DOI: [10.1109/IWBOSE.2019.8666515](https://doi.org/10.1109/IWBOSE.2019.8666515) Acesso em: set. 2022.

HEREDIA, J., et al. The new strategy to the legitimization of informal firms. The effects of the signals and biases on decisions about *crowdfunding* digital transformation. **Journal of Technology Management and Innovation**, v. 15, n. 4, p. 54–62, 2020. Disponível em: DOI: [10.4067/S0718-27242020000400054](https://doi.org/10.4067/S0718-27242020000400054) Acesso em: set. 2022.

HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A. Should securities regulation promote *equity crowdfunding*? **Small Business Economics**, v. 49, n. 3, p. 579–593, 2017. Disponível em: DOI: [10.1007/s11187-017-9839-9](https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9) Acesso em: ago. 2022.

HUI, J. S.; GREENBERG, M. D.; GERBER, E. M. Understanding the Role of Community in *Crowdfunding* Work. In: **The 18th ACM Conference**, p. 62–74, 2015 IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa de Inovação (PINTEC) 2014**. Brasília, DF: IBGE, 2014. Disponível em: <http://www.pintec.ibge.gov.br/downloads/PUBLICACAO/PUBLICAÇÃO/PINTEC2014.pdf> Acesso em: ago. 2022.

JACOBSON, R. The “Austrian” School of Strategy. **Academy of Management Review**, v. 17, n. 4, p. 782–807, 1992. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/258808> Acesso em: ago. 2022.

JANKŮ, J.; KUČEROVÁ, Z. Successful Crowdfunding Campaigns: The Role of Project Specifics, Competition and Founders' Experience. **Finance a Uver: Czech Journal of Economics & Finance**, v. 68, n. 4, 2018. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/329031825_Successful_crowdfunding_campaigns_The_role_of_project_specifics_competition_and_founders_experience Acesso em: set. 2022.

JOHAN, S.; ZHANG, Y. Quality revealing versus overstating in *equity crowdfunding*. **Journal of Corporate Finance**, v. 65, p. 375-410, 2020. Disponível em: DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2020.101741](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101741) Acesso em: jul. 2022.
KICKSTARTER. Kickstarter stats. 2021. Disponível em: <https://www.kickstarter.com/> Acesso em: jan. 2023.

KIRZNER, I. **Competition and Entrepreneurship**. The University of Chicago press: Chicago, 1973. Disponível em: <https://www.sjsu.edu/people/john.estill/courses/158-s15/Israel%20Kirzner%20-%20Competition%20And%20Entrepreneurship.pdf> Acesso em: set. 2022.

KIRZNER, I. M. Creativity and/or alertness: A reconsideration of the Schumpeterian entrepreneur. **The review of Austrian economics**, v. 11, n. 1-2, p. 5-17, 1999.

KLEIN, K. J.; KOZLOWSKI, S. W. J. Multilevel theory, research, and methods in organizations: Foundations, extensions, and new directions. San Francisco: Jossey-Bass, 2000.

KRETZER, J.; MENEZES, E. A. A Importância da Visão Baseada em Recursos na Explicação da Vantagem Competitiva. **Revista de Economia Mackenzie**, v. 4, n. 4, p. 63–87, 2006. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/236650930_A_importancia_da_Visao_Baseada_em_Recursos_na_explicacao_da_vantagem_competitiva Acesso em: set. 2022.

KUBO, T., et al. What determines the success and failure of environmental crowdfunding? **Ambio** 50, p. 1659–1669, 2021. Disponível em:

<https://doi.org/10.1007/s13280-021-01522-0> Acesso em: set. 2022.

LAAKSONEN, O.; PELTONIEMI, M. The essence of dynamic capabilities and their measurement. **International Journal of Management Reviews**, v. 20, n. 2, p. 184–205, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/ijmr.12122> Acesso em: ago. 2022.

LI, H.; CAO, E. Competitive *crowdfunding* under asymmetric quality information. In: ANNALS OF OPERATIONS RESEARCH, 2021, **Anais...** Berlin: Published by Springer Nature, 2021 p. 1-32. Disponível em: DOI:10.1007/s10479-021-03939-y Acesso em: ago. 2022.

MALHOTRA, N. K. **Basic marketing research: Integration of social media**. 4. Ed. Boston: Pearson Education, 2012.

MAMONOV, S.; MALAGA, R. Success factors in title III equity crowdfunding in the United States, *Electronic Commerce Research and Applications*. v. 27, p. 65-73, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.elerap.2017.12.001> Acesso em: ago. 2022.

MASON, E. S. Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise. **American Economic Association**, v. 29, n. 1, p. 61–74, 1939. Disponível em:

<https://www.jstor.org/stable/i331339> Acesso em: jul. 2022.

MASON, E. S. The Current Status of the Monopoly Problem in the United States. **Harvard Law Review**, v. 62, n. 8, p. 1265–1285, 1949. Disponível em:

<https://doi.org/10.2307/1336466> Acesso em: jul. 2022.

MAZZERO, S. **Corporate foresight como competência organizacional para construção de vantagem competitiva**. 2019. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/T.12.2019.tde-21052019-170306> Acesso em: out. 2022.

MEHO, L.; YANG, K. A New Era in Citation and Bibliometric Analyses: Web of Science, Scopus, and Google Scholar. **Journal of the American Society for**

Information Science and Technology, 2006. Disponível em: [https://www.academia.edu/4764861/A New Era in Citation and Bibliometric Analyses Web of Science Scopus and Google Scholar](https://www.academia.edu/4764861/A_New_Era_in_Citation_and_Bibliometric_Analyses_Web_of_Science_Scopus_and_Google_Scholar) Acesso em: ago. 2022.

MENEGHETTI, F. K. O que é um ensaio-teórico? **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 2, p. 320–332, 2011. Disponível em <https://doi.org/10.1590/S1415-65552011000200010> Acesso em: set. 2022.

MEYER-BRÖTZ, F., et al. Mapping the technology and innovation management literature using hybrid bibliometric networks. **International Journal of Technology Management**, v. 77, n. 4, p. 235–286, 2018. Disponível em: DOI: [10.1504/IJTM.2018.10013873](https://doi.org/10.1504/IJTM.2018.10013873) Acesso em: set. 2022.

MILLS, J.; et al. **Competing through competences**. 1. Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

MOLLICK, E. The dynamics of *crowdfunding*: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, v. 29, n. 1, p. 1–16, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005> Acesso em: ago. 2022.

MORSCHHEUSER, B.; HAMARI, J.; MAEDCHE, A. Cooperation or competition – When do people contribute more? A field experiment on gamification of crowdsourcing. **International Journal of Human Computer Studies**, v. 127, p. 7–24, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ijhcs.2018.10.001> Acesso em: set. 2022.

MUNYWOKI, J. I. Effects of Innovation on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. 2016. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) Universidade de Nairóbi, Nairóbi, 2016. Disponível em: http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/100048/Munywoki%20James_Effects%20of%20Innovation%20on%20Financial%20Performance%20of%20Commercial%20Banks%20in%20Kenya.pdf?sequence=1 Acesso em: ago. 2022.

NISAR, T. M.; PRABHAKAR, G.; TORCHIA, M. *Crowdfunding* innovations in emerging economies: Risk and credit control in peer-to-peer lending network platforms. **Strategic Change**, v. 29, n. 3, p. 355–361, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/jsc.2334> Acesso em: jul. 2022.

OECD, Frascati Manual 2015: Guidelines for Collecting and Reporting Data on Research and Experimental Development, The Measurement of Scientific, Technological and Innovation Activities, Paris: OECD publishing, 2015. Disponível em: DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264239012-en> Acesso em: set. 2022.

OECD/EUROSTAT. Oslo Manual 2018: Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation. In: **The Measurement of Scientific; Technological and Innovation Activities**, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/24132764> Acesso em: ago. 2022.

PENROSE, E. The theory of the growth of the firm. **Long Range Planning**, v. 29, n. 4, p. 596, 1996. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/s0024-6301\(96\)90295-2](https://doi.org/10.1016/s0024-6301(96)90295-2) Acesso em: jul. 2022.

PETERAF, M. A. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. **Strategic Management Journal**, v. 14, n. 3, p. 179-91, 1993. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486921> Acesso em: ago. 2022.

PORTER, M. E. **Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. 2. Ed. New York: Free Press, 1998.

PRAHALAD, C. K; HAMEL, G. The Core Competence of the Corporation. **Harvard Business Review**, P. 79-91, 1990.

QI, H.; YANG, K.; WANG, W. Does FinTech change the market power of traditional banks in China? **Journal of Business Economics and Management**, v. 23, n. 5, p. 1060–1083, 2022. Disponível em: DOI: <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.17184> Acesso em: out. 2022.

RANCHORDÁS, S. Innovation-friendly regulation: the sunset of regulation, the sunrise of innovation. **Jurimetrics**, v. 55, n. 2, p. 201–224, 2015. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/24395571> Acesso em: jul. 2022.

RANDHAWA, K.; WILDEN, R.; HOHBERGER, J. A Bibliometric Review of Open Innovation: Setting a Research Agenda. **Journal of Product Innovation Management**, v. 33, n. 6, p. 750–772, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jpim.12312> Acesso em: ago. 2022.

RIBEIRO, C. T. O desenvolvimento do mercado de crowdfunding de investimento no Brasil: uma análise do processo regulatório e seus efeitos. 2021. Tese (doutorado CDAPG) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/30496/TESE%20Cristina%20Tauaf%20Ribeiro_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y Acesso em: ago. 2022.

RUMELT, R. P. Theory, Strategy and Entrepreneurship. In: ALVAREZ, S. A.; AGARWAL, R. SORENSON, O. (Eds.), **HANDBOOK OF ENTREPRENEURSHIP RESEARCH: Interdisciplinary Perspectives**, New York: SPRINGER, 2005, p. 11–32.

SCHILKE, O.; HU, S.; HELFAT, C. E. Quo vadis, dynamic capabilities? A content-analytic review of the current state of knowledge and recommendations for future research. **Academy of management annals**, v. 12, n. 1, p. 390-439, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/annals.2016.0014> Acesso em: ago. 2022.

SCHUMPETER, J. **Capitalism, Socialism and Democracy**. 1. Ed. Crows Nest: Allen & Unwin, 1944.

SCHUMPETER, J. **The Theory of Economic Development**. Cambridge: Harvard Economic Studies, 1983.

SCHWIENBACHER, A.; LARRALDE, B. Crowdfunding of Small Entrepreneurial ventures. **Microeconomics: Intertemporal Choice & Growth eJournal**, 2010. Disponível em: DOI:[10.2139/ssrn.1699183](https://doi.org/10.2139/ssrn.1699183) Acesso em: set. 2022.

SHAPIRO, C. The Theory of Business Strategy. **The RAND Journal of Economics**, v. 20, n. 1, p. 125- 137, 1989. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2555656> Acesso em: ago. 2022.

SHNEOR, R.; VIK, A. A. *Crowdfunding* success: a systematic literature review 2010–2017. **Baltic Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 149–182, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/BJM-04-2019-0148> Acesso em: jul. 2022.

SILBER, W. L. The Process of Financial Innovation. **American Economic Review**, v. 73, n. 2, p. 89–95, 1983. Disponível em: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:73:y:1983:i:2:p:89-95> Acesso em: jun. 2022.

SONG, C. et al. Risk and innovation balance in crowdfunding new products. In: WEBER, C. et al. **Proceedings of the 20th International Conference on Engineering Design (ICED 15)**, v. 8, p. 001-010, 2015. Disponível em: <https://www.designsociety.org/publication/37919/RISK+AND+INNOVATION+BALANCE+IN+CROWDFUNDING+NEW+PRODUCTS> Acesso em: out. 2022.

SONG, Y. et al. Mining and investigating the factors influencing crowdfunding success. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 148, n. 4, p. 119723, 2019.

SOUBLIÈRE, J.; GEHMAN, J. The legitimacy threshold revisited: How prior successes and failures spill over to other endeavors on Kickstarter. **Academy of Management Journal**, v. 63, n. 2, p. 472-502, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amj.2017.1103> Acesso em: out. 2022.

SPIGEL, B. The relational organization of entrepreneurial ecosystems. **Entrepreneurship theory and practice**, v. 41, n. 1, p. 49-72, 2017. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1111/etap.12167> Acesso em: set. 2022.

STEMLER, A. R. The JOBS Act and *crowdfunding*: Harnessing the power-and money-of the masses. **Business Horizons**, v. 56, n. 3, p. 271–275, 2013. Disponível em: DOI:[10.1016/j.bushor.2013.01.007](https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.01.007) Acesso em: jul. 2022.

TAN, Y. H.; REDDY, S. K. Crowdfunding digital platforms: Backer networks and their impact on project outcomes. **Social Networks**, v. 64, p. 158-172, 2021. Disponível em: https://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/6605/ Acesso em: out. 2022.

TECHNAVIO. **Crowdfunding Market by Type and Geography - Forecast and Analysis 2021-2025**. Global Crowdfunding Market, 2021. Disponível em: <https://www.technavio.com/> Acesso em: fev. 2022.

TEECE, D. J. Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. **Strategic management journal**, v. 28, n. 13, p. 1319-1350, 2007.

TEECE, D. J. The foundations of enterprise performance: Dynamic and ordinary capabilities in an (economic) theory of firms. **Academy of Management Perspectives**, v. 28, n. 4, p. 328–352, 2014. Disponível em: DOI: [10.5465/amp.2013.0116](https://doi.org/10.5465/amp.2013.0116) Acesso em: ago. 2022.

TEECE, D. J.; PISANO, G. The dynamic capabilities of firms: An introduction. **Industrial and Corporate Change**, v. 3, n. 3, p. 537–556, 1994. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/icc/3.3.537-a> Acesso em: set. 2022.

TEECE, D. J.; PISANO, G.; SHUEN, A. Dynamic capabilities and strategic management. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 7, p. 509–533, 1997. Disponível em: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199708\)18:7%3C509::AID-SMJ882%3E3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7%3C509::AID-SMJ882%3E3.0.CO;2-Z) Acesso em: set. 2022.

TIDD, J.; BESSANT, J.; PAVITT, K. **Managing innovation: Integrating technological, organizational and market change**, 1997. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/228315617_Managing_Innovation_Integrating_Technological_Market_And_Organizational_Change Acesso em: set. 2022.

VALUATES. **Global Crowdfunding Market Size Status and Forecast 2021 to 2027**, 2019. Disponível em: https://reports.valuates.com/sreport/QYRE-Auto-1598/Global_Crowdfunding_Market_Size_Status_and_Forecast_2019_2025 Acesso em: ago. 2022.

VARIAN, H. Artificial Intelligence, Economics, and Industrial Organization. **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, No. 24839, 2018. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w24839.pdf> Acesso em: ago. 2022.

VASCONCELOS, F. C. de; CYRINO, Álvaro B. Vantagem competitiva: os modelos teóricos atuais e a convergência entre estratégia e teoria organizacional. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 40, n. 4, p. 20–37, 2000. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/37773> Acesso em: out. 2022.

VISMARA, S. *Equity retention and social network theory in equity crowdfunding*. **Small Business Economics**, v. 46, n. 4, p. 579–590, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4> Acesso em: jul. 2022.

WANG, H., et al. Blockchain challenges and opportunities: a survey. **International Journal of Web and Grid Services**, v. 14, n. 4, p. 352-375, 2018. Disponível em: DOI: [10.1504/IJWGS.2018.095647](https://doi.org/10.1504/IJWGS.2018.095647) Acesso em: set. 2022.

WERNERFELT, B. Harmonised implementation of Application-Specific Messages (ASMs). **Strategic Management Journal**, v. 5, n. 2, p. 171-180, 1984. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250050207/abstract> Acesso em: jun. 2022.

WESSEL, M.; THIES, F.; BENLIAN, A. Opening the floodgates: The implications of increasing platform openness in *crowdfunding*. **Journal of Information Technology**, v. 32, n. 4, p. 344–360, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/s41265-017-0040-z> Acesso em: ago. 2022.

WESSEL, M.; THIES, F.; BENLIAN, A. The effects of relinquishing control in platform ecosystems: Implications from a policy change on kickstarter. **ICIS 2015 Proceedings**, 2, 2015. Disponível em: <https://aisel.aisnet.org/icis2015/proceedings/EconofIS/2> Acesso em: jul. 2022.

WOLFSON, S. M.; LEASE, M. Look before you leap: Legal pitfalls of crowdsourcing. *Proceedings of the ASIST Annual Meeting*, v. 48, n. 1, p. 1–10, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/meet.2011.14504801135> Acesso em: jul. 2022.

WU, P. S. Fintech trends relationships research: A bibliometric citation meta-analysis. **Proceedings of the International Conference on Electronic Business (ICEB)**, p. 99–105, 2017. Disponível em: http://iceb.johogo.com/proceedings/2017/ICEB_2017_paper_45-full.pdf Acesso em: set. 2022.

XU, S., et al. Sustainable and Hydrolysis-Free Dyeing Process for Polylactic Acid Using Nonaqueous Medium. **ACS Sustainable Chemistry & Engineering**, v. 3, n. 6, p. 1039–1046, 2015a. Disponível em: <https://doi.org/10.1021/sc500767w> Acesso em: set. 2022.

XU, Y.; RIBEIRO-SORIANO, D. E.; GONZALEZ-GARCIA, J. Crowdsourcing, innovation and firm performance. **Management Decision**, v. 53, n. 6, p. 1158–1169, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1108/MD-06-2014-0408> Acesso em: set. 2022.

YASAR, B. The new investment landscape: Equity crowdfunding. **Central Bank Review**, v. 21, n. 1, p. 1-16, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2021.01.001> Acesso em: out. 2022.

ZHANG, X., et al. What is the role of IT in innovation? A bibliometric analysis of research development in IT innovation. **Behaviour and Information Technology**, v. 35, n. 12, p. 1130–1143, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/0144929X.2016.1212403> Acesso em: set. 2022.

ZHANG, Z.; LING, L.; YANG, F. Pricing strategy and campaign design in flight *crowdfunding*: A creative way to sell flight tickets. **Naval Research Logistics**, v. 68, n. 6, p. 795–809, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/nav.21970> Acesso em: out. 2022.

ZHOU, H.; YE, S. Legitimacy, Worthiness, and Social Network: An Empirical Study of the key Factors Influencing *Crowdfunding* Outcomes for Nonprofit Projects. **Voluntas**, v. 30, n. 4, p. 849–864, 2019. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/45219094> Acesso em: out. 2022.

ZIEGLER, T. et al. **The 4th European alternative finance benchmarking report.** University of Cambridge Judge Business School, 2019. Disponível em: <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2019/04/CCAF-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms-April-2019.pdf>
Acesso em: out. 2022.