VALORE FASF
Revista Científica da FASF Faculdade Sul Fluminense

EquityCrowdfunding como um mecanismo de investimento em startups

Gabriel Lacerda da Silva[1]
n.gabriellacerda@gmail.com

Marcelo Gonçalves do Amaral[2]
marceloamaral@id.uff.br

Marília Medeiros Schocair[3]
marilia.schocair@gmail.com

[1]Universidade Federal Fluminense, Volta Redonda, RJ, Brasil
[2]Universidade Federal Fluminense, Volta Redonda, RJ, Brasil
[3]Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil

Resumo: O *equitycrowdfunding* (ECF) é uma alternativa de financiamento para startups, empresas inovadorasem estágio inicial, e vem atraindo estudos da comunidade acadêmica. Contudo, a produção científica sobre o tema carece de sistematizações que revelem padrões, lacunas e perspectivas de desenvolvimento. Este estudo analisa a literatura sobre ECF por meio de uma revisão sistemática e análise bibliométrica, com base no protocolo PRISMA e dados extraídos da Web of Science e Scopus. Identificou-se o crescimento progressivo do volume de publicações e a concentração geográfica de estudo na América do Norte e Europa. A análise de conteúdo dos quarenta artigos mais citados, permitiu destacar abordagens teóricas, variáveis investigadas e perfis metodológicos adotados. A presente pesquisa contribui ao oferecer uma visão ampla e atualizada do campo, além de indicar lacunas e caminhos para futuras investigações, podendo contribuir no contexto brasileiro, onde a literatura é ainda mais incipiente e o fenômeno do ECF encontra-se em consolidação.

Palavras-chave: Equity Crowdfunding. Startups. Financiamento Coletivo.

1. INTRODUÇÃO

O *crowdfunding* consolidou-se como um mecanismo inovador de financiamento coletivo, no qual indivíduos e organizações buscam recursos por meio de múltiplas contribuições realizadas em plataformas digitais, dispensando a intermediação tradicional de instituições financeiras (Mollick, 2014). Trata-se de um fenômeno que extrapola o campo das finanças, assumindo caráter multidisciplinar ao mobilizar discussões em empreendedorismo, inovação, comportamento organizacional e até mesmo aspectos regulatórios, refletindo seu crescente interesse acadêmico (Escudero et al., 2025).

As modalidades de *crowdfunding* são usualmente agrupadas em doação, recompensa, empréstimo e participação societária ou *equity*(Belleflamme et al., 2014; Short et al., 2017). Este estudo concentra-se na última, o*equitycrowdfunding* (ECF), cuja lógica desloca a captação de capital para

plataformas digitais e uma base ampla de investidores, operando como alternativa e complemento à intermediação tradicional (Hornuf & Schwienbacher, 2017; Vulkan et al., 2016). Ao permitir ofertas públicas de participação para múltiplos investidores, o ECF expande o acesso a financiamento para empresas em estágio inicial e, ao mesmo tempo, preserva e revela sinais informacionais relevantes ao investidor como capital humano e retenção acionária (Ahlers et al., 2015; Cumming, Meoli, et al., 2019; Vismara, 2016).

O ECF ocupa posição de destaque por possibilitar que empresas em estágio inicial, como as startups, captem recursos junto aos investidores em troca de participação societária (Hornuf & Schwienbacher, 2018). Esse formato tem se consolidado como alternativa complementar e, em alguns casos substitutiva, a mecanismos tradicionais de financiamento, como o *venture capital* e os *business angels* - especialmente para startups que enfrentam barreiras de acesso ao crédito convencional (Ralcheva & Roosenboom, 2020; Troise et al., 2022).

Joshipura, Joshipura eCastelino (2026)argumentam que a literatura sobre o assunto é dominada por pesquisas baseadas em contextos econômicos europeus ou norte-americanos, evidenciando uma lacuna geográfica em relação ao comportamento do ECF em economias emergentes, os quais há severas diferenças regulatórias e institucionais.Em sendo assim, cresce o interesse científico em compreender o fenômeno, ainda que persistam lacunas na literatura quanto à sistematização do conhecimento disponível, como evidenciado por revisões recentes (e.g., Mochkabadi& Volkmann, 2020; Vismara, 2016).

A consolidação de qualquer campo científico deve passar por uma revisão criteriosa da literatura, etapa fundamental para organizar o saber acumulado, identificar lacunas teóricas e situar novas investigações em relação às contribuições já consolidadas (Okoli & Schabram, 2010). Além de sintetizar evidências, revisões bem conduzidas evitam a duplicação de esforços, avaliam a originalidade das pesquisas e delineiam agendas futuras ao explicitar lacunas e direções promissoras (Snyder, 2019; Tranfield et al., 2003).

O objetivo geral deste trabalho é realizar uma revisão sistemática de literatura sobre ECF cobrindo a última década de pesquisas acadêmicas. Segundo Mora-Cruz e Palos-Sanchez (2023) o ECF ainda carece de revisões sistemáticas que consolidem o estado da arte. Em seu trabalho, os autores evidenciam essa lacuna ao apontar que, apesar do crescimento do tema, faltam estudos aprofundados sobre aspectos como a relação entre ECF e *venture capital*. No Brasil, trabalhos empíricos como o de Figueiredo eBendelá (2024) avançam no mapeamento de campanhas de ECF, mas ainda não há revisões estruturadas, reforçando a necessidade de sistematização do conhecimento acumulado sobre o mercado nacional.

Para atender ao objetivo do trabalho, o presente estudo adota o modelo PRISMA (*PreferredReportingItems for Systematic Reviews and Meta-Analyses*), reconhecido internacionalmente por sua capacidade de assegurar clareza, replicabilidade e qualidade na condução de revisões sistemáticas (Page et al., 2021).De forma complementar, como estratégia analítica, este estudo emprega técnicas bibliométricas, que possibilitam a mensuração e interpretação objetiva da produção científica sobre o ECF. A bibliometria oferece indicadores como volume de publicações, número de citações, autores mais influentes e redes de colaboração, permitindo uma leitura panorâmica e fundamentada da evolução do tema na literatura especializada (Aria & Cuccurullo, 2017; Donthu et al., 2021).

Este estudo está estruturado em cinco partes, com a introdução compondo a primeira seção. Em seguida, é apresentada a literatura acerca do *crowfunding* e do ECF. A terceira seção descreve o método utilizado para condução do estudo. Na quarta seção estão apresentados os dados obtidos na análise bibliométrica e do conteúdo qualitativo obtido da amostra selecionada. Na quinta seção está disposta

discussão a respeito dos resultados obtidos nas análises junto de proposições para futuros estudos como a realização de uma pesquisa empírica do ECF no contexto brasileiro.

2. *CROWDFUNDING E EQUITY CROWDFUNDING*

O *crowdfunding* consolidou-se como um mecanismo inovador de financiamento coletivo, no qual um grande número de indivíduos contribui, geralmente com pequenos valores, para apoiar iniciativas empreendedoras, culturais ou sociais por meio de plataformas *online* (Mollick, 2014). A literatura distingue diferentes modalidades, entre as quais se destacam a doação, a recompensa, o empréstimo e o investimento, cada uma delas associada a formas específicas de contrapartida (Belleflamme et al., 2014; Vulkan et al., 2016).

Entre essas modalidades, o *equitycrowdfunding* (ECF) representa a vertente de investimento, em que empreendedores oferecem participação acionária ou direitos econômicos equivalentes em troca de aportes financeiros realizados pelo público (Ahlers et al., 2015). Essa configuração combina a lógica distributiva do *crowdfunding* com práticas típicas do mercado de capitais, tornando-se uma alternativa relevante e, em alguns contextos, complementar ao venture capital e ao investimento anjo (Ahlers et al., 2015; Hornuf & Schwienbacher, 2017; Vismara, 2016).

Pesquisas indicam que os investidores no ECF apresentam perfis heterogêneos e múltiplas motivações, que podem ir desde o interesse em retornos financeiros até fatores simbólicos e relacionais, como reputação, engajamento pessoal ou identificação com o propósito do projeto (Cumming et al., 2019; Vismara, 2016). Evidências também sugerem que aspectos contextuais, como proximidade geográfica, redes sociais e capital humano dos fundadores, exercem influência significativa sobre o sucesso das campanhas (Ahlers et al., 2015; Hornuf & Schwienbacher, 2017).

Além disso, o ECF tem se mostrado particularmente adequado para iniciativas com foco em inovação e impacto socioambiental, frequentemente mobilizando investidores atraídos pela identificação emocional e pela percepção de propósito (Cumming et al., 2021; Vismara, 2019). Contudo, persistem desafios centrais relacionados à assimetria de informação e ao risco elevado das empresas em estágio inicial, fatores que ainda limitam a consolidação definitiva desse modelo de financiamento (Cumming et al., 2019; Hornuf & Schwienbacher, 2017).Enquanto isso, pesquisas como a de Lukkarinen et al. (2022) documentam a fase de crescimento acelerado e maturação do mercado global, indicando que o ECF está em transição para um formato mais consolidado e regulado internacionalmente.

No Brasil, o mercado de ECF é regulado pela Resolução CVM nº 88, de 27/04/2022, que substituiu a Instrução nº 588/2017 e introduziu aprimoramentos como negociação subsequente e ampliação de limites de captação e de investimento, para fomentar o setor (CVM, 2022a). O Quadro 1 ilustra a evolução do ECF no Brasil.

Quadro 1. Evolução do ECF no Brasil conforme CVM

Ano	**Plataformas Ativas**	**Montante Captado (R$)**	**Demais Dados ou Observações**
2021	56	188,26 milhões	138 ofertas lançadas, 114 concluídas com sucesso; 19.797 investidores (CVM, 2022b)

2022	60	131,13 milhões	120 ofertas lançadas, 83 concluídas com sucesso; valor médio por oferta: R$ 1,58 milhão (CVM, 2023)
2023	72	(crescimento de +50% em relação a 2022)	Avanço nas ofertas (+27,5%), plataformas (+26%), e montante exato não divulgado no relatório; apenas variação percentual (CVM, 2024)
2024	66	1,5 bilhão (recorde anual)	Redução de plataformas devido à depuração cadastral, mas expansão confirmada (CVM, 2025)

Fonte: Elaboração própria.

Conforme ilustrado no Quadro 1, de acordo com CVM (2022b) em 2021 havia 56 plataformas ativas; foram 138 ofertas lançadas, 114 encerradas com sucesso, com R$ 188,26 milhões efetivamente captados e 19.797 investidores participantes. Em 2022, já sob a nova regra, o total de plataformas chegou a 60, com 120 ofertas lançadas e 83 concluídas com sucesso; o montante captado somou R$ 131,13 milhões e o valor médio por oferta foi de R$ 1,58 milhão (CVM, 2023). Em 2023, o Boletim Econômico da CVM registrou crescimento do segmento: 72 plataformas cadastradas (alta de 26% sobre 2022) e avanço tanto na quantidade (+27,5%) quanto no valor (+50%) das ofertas regidas pela Resolução 88 (CVM, 2024).

Em 2024, as ofertas realizadas por plataformas eletrônicas de investimento participativo alcançaram cerca de R$ 1,5 bilhão em emissões, um recorde anual e salto expressivo em relação aos anos anteriores, segundo balanço divulgado com base nos dados da autarquia (CVM, 2025). No mesmo ano, o número de plataformas reguladas passou de 72 (em 2023) para 66 (em 2024), movimento atribuído pela autarquia à depuração da base cadastral, sem prejudicar a tendência de expansão do segmento ao longo do ano registrada nos Boletins Econômicos da CVM.

3. MÉTODO DE PESQUISA

Esta pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa aplicada, de cunho descritivo e exploratório, visando o desenvolvimento de uma revisão sistemática da literatura (RSL). A RSL pode combinar diversas técnicas (Tranfield et al., 2003), e neste trabalho foram utilizados o método PRISMA (*PreferredReportingItems for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) e a análise bibliométrica, visto que ambos permitem que se realize na análise de artigos científicos com o objetivo de mapear a produção acadêmica em uma área do conhecimento (Page et al., 2021). A bibliometria foi aplicada como técnica de identificação de padrões, autores influentes e redes de colaboração, a partir de dados extraídos de bases consolidadas.

A RSL permite reunir, avaliar criticamente e sintetizar de forma objetiva e reprodutível os achados de múltiplos estudos. Sua principal contribuição está na utilização de critérios explícitos de seleção e análise, o que confere robustez e confiabilidade aos resultados obtidos (Siddaway et al., 2019).

A coleta, organização e filtragem dos dados seguiram as diretrizes do protocolo PRISMA, amplamente reconhecido por promover transparência e reprodutibilidade nas revisões sistemáticas. O protocolo propõe um fluxo em quatro fases principais: identificação, triagem, elegibilidade e inclusão (Moher et al., 2009).

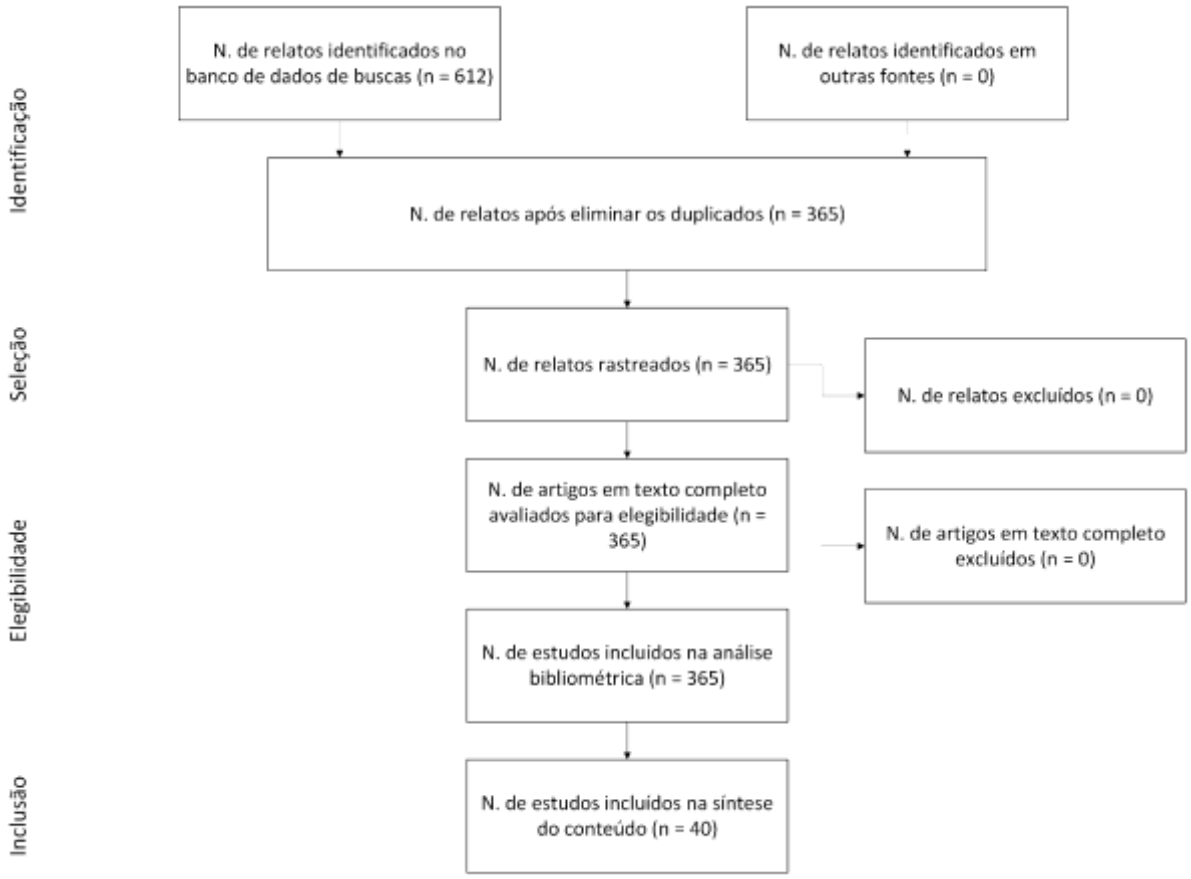
O PRISMAestrutura sua abordagem metodológica por meio de dois instrumentos centrais: um *checklist* composto por 27 itens e um fluxograma dividido em quatro etapas: identificação, seleção, elegibilidade e inclusão(Page et al., 2021). Esses recursos orientam os passos para o tratamento dos artigos, promovendo transparência no processo de seleção e permitindo justificar, de forma clara e sistemática, as exclusões realizadas ao longo da revisão (Moher et al., 2009; Page et al., 2021).

Na fase de identificação, foram utilizadas as bases *Web of Science* (WoS) e *Scopus*, e justifica-se a escolha por estas bases serem considerada uma das principais bases de dados para pesquisa, tanto em termos de volume de conteúdo (Abrizah et al., 2013), quanto em termos de qualidade (Vieira & Wainer, 2013), resultando na identificação de 612 publicações.

Durante a triagem, os artigos duplicados foram identificados e eliminados com o auxílio do RStudio(Aria & Cuccurullo, 2017). A leitura de títulos, resumos e palavras-chave permitiu refinar os documentos de interesse.Já na elegibilidade, os artigos foram avaliados quanto ao livre acesso ao texto completo e adequação temática. Foram excluídos documentos opinativos ou que mencionavam o tema superficialmente, sem contribuição empírica ou conceitual relevante. Todo esse procedimento resultou em 365 artigos, que foram utilizados na análise bibliométrica por meio do Biblioshiny. Posteriormente, foram selecionados os 40 artigos mais citados para análise de conteúdo aprofundada.

Além do checklist, a aplicação do protocolo PRISMA nesta revisão é representada visualmente no fluxograma disposto abaixo, na **Erro! Fonte de referência não encontrada.**. Ele ilustra de forma clara todas as etapas do processo.

Figura 1: Aplicação do protocolo PRISMA



Fonte: Elaboração própria.

A partir da extração de dados das bases Web of Science e Scopus, foram identificados os periódicos de maior impacto, os autores mais influentes, os termos mais recorrentes e as principais redes de coautoria e colaboração institucional. Como ressaltam Van Eck&Waltman (2014), esse tipo de análise contribui para revelar a estrutura intelectual do campo e orientar novas agendas de pesquisa de forma estratégica.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção está dividida em duas partes, uma de apresentação dos resultados e outra de discussão da aplicação das técnicas de pesquisa sobre os dados coletados.

4.1 Análise bibliométrica

A análise bibliométrica foi conduzida com o objetivo de mapear a produção científica no campo do ECF, identificando os autores mais influentes, os periódicos com maior volume de publicações, os padrões de colaboração entre pesquisadores e instituições, e os temas emergentes na literatura. Inicialmente, foram consideradas quatro bases de dados: Web of Science (WoS), Scopus, SciELO e SPELL. Contudo, SciELO e SPELL foram descartadas por apresentarem baixa representatividade no tema, resultando em apenas 2 e 4 documentos respectivamente. Assim, a análise concentrou-se nas bases WoS (318 resultados) e Scopus (294 resultados), por sua cobertura abrangente e relevância internacional.

Foram selecionados documentos classificados como artigo científico, artigo de revisão ou *early access*, pertencentes às áreas de *Management, Business, Business Finance ou Economics.* As buscas não utilizaram delimitação temporal, com o intuito de capturar o desenvolvimento do tema ao longo do tempo.

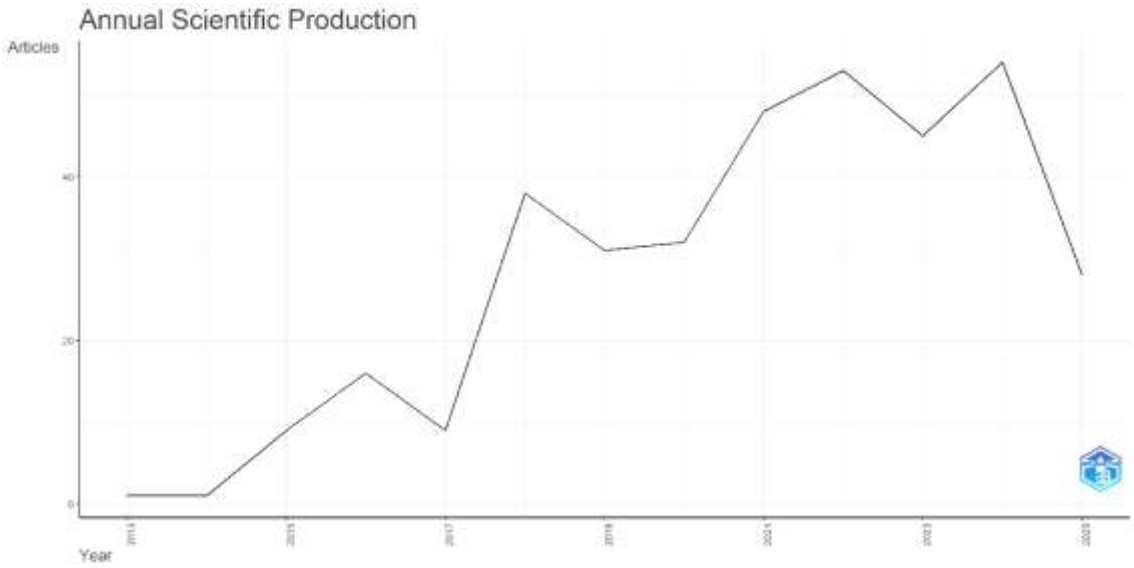
Os dados obtidos foram exportados das bases WoS e Scopus e tratados com auxílio do software RStudio, pacote Biblioshiny o que resultou em 365 artigos não duplicados visto na tela do Biblioshiny na Figura 1.

Figura 1. Informações gerais apresentadas pela análise no pacote Bibliometrix.

Fonte: Resultado de pesquisa, Biblioshiny.

O primeiro indicador analisado refere-se à produção científica ao longo do tempo conforme a **Erro! Fonte de referência não encontrada.**. Observa-se um crescimento consistente nas publicações sobre ECF, especialmente a partir de 2014, com aceleração acentuada entre 2016 e 2021. Esse aumento reflete a crescente relevância do tema tanto no meio acadêmico quanto nos ambientes regulatórios e de mercado.

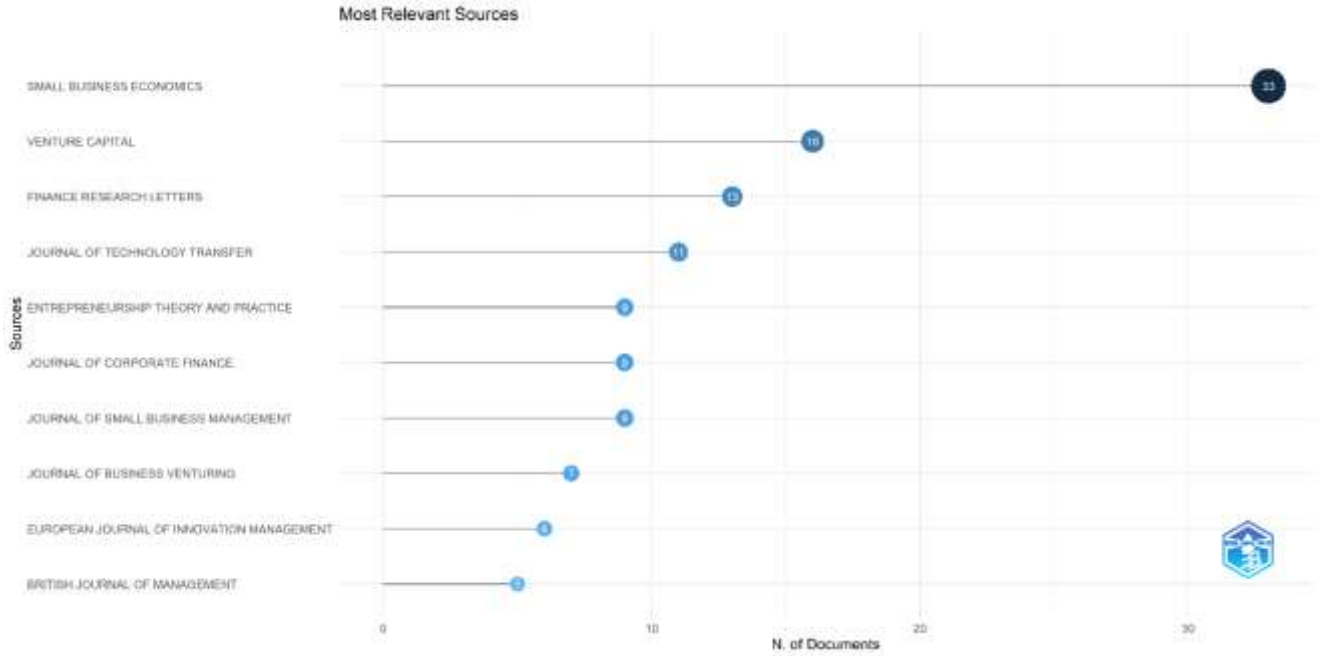
Figura 3. Produção científica anual em gráfico.



Fonte: Resultado de pesquisa, Biblioshiny.

Em relação aos periódicos com maior número de publicações, como visto na Figura 4, destacam-se títulos como Small Business Economics, Venture Capital e Finance ResearchLetters. Esses periódicos demonstram o caráter interdisciplinar do tema, que transita entre os campos da administração, finanças, inovação e empreendedorismo. A concentração de publicações nesses periódicos também evidencia os espaços consolidados para debates acadêmicos sobre o financiamento coletivo de capital.

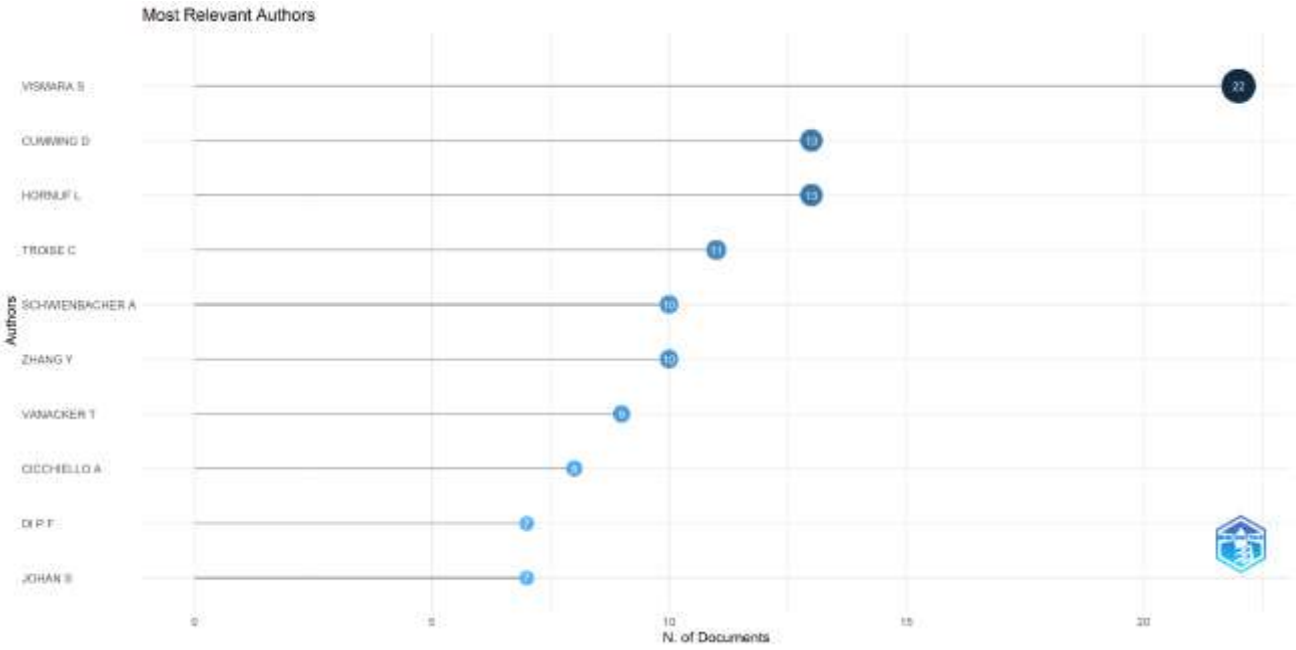
Figura 4. Relação de periódicos com mais publicações.



Fonte: Resultado de pesquisa, Biblioshiny.

A Figura 5 traz os autores mais produtivos e aponta nomes como Silvio Vismara, Douglas J. Cumming, Lars Hornuf e Ciro Troise como referências recorrentes. Esses pesquisadores não apenas lideram em volume de publicações, mas também figuram entre os mais citados, indicando sua influência na formação do campo. Além disso, foi observada forte presença de autores europeus, o que sugere uma concentração da produção em países como Reino Unido, Alemanha e Itália.

Figura 5. Relação de autores com mais publicações.



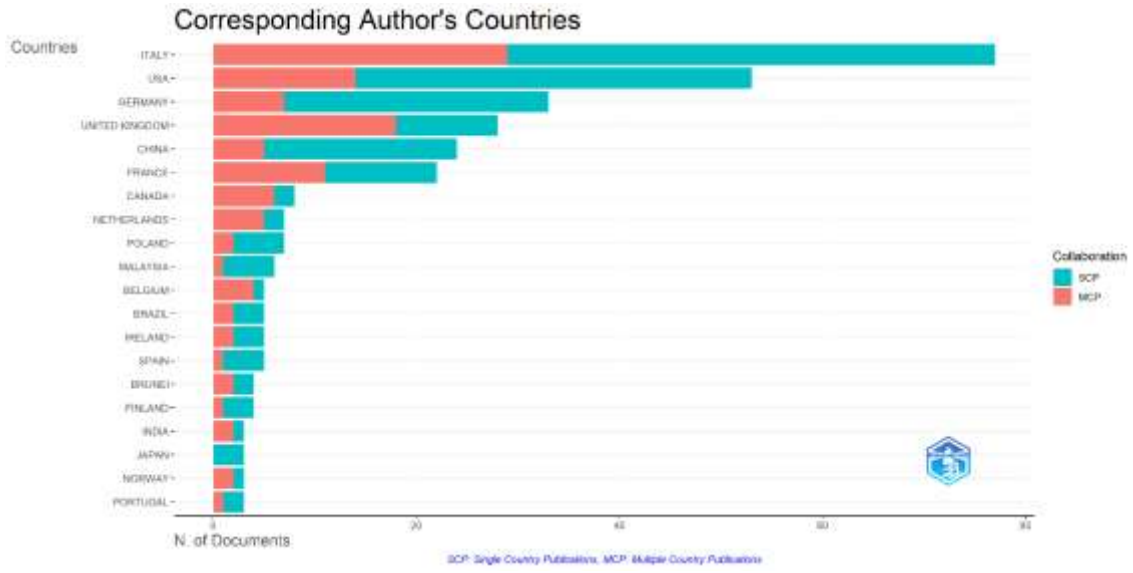
Fonte: Resultado de pesquisa, Biblioshiny.

Os mapas de cocitação de autores indicaram agrupamentos densos em torno de determinadas correntes teóricas. Foram identificadas comunidades de autores que exploram o tema sob diferentes perspectivas: financeira, institucional, comportamental e tecnológica. Essa visualização foi fundamental para compreender a estrutura intelectual do campo e os diálogos entre suas subáreas.

A análise de citação de documentos revelou os trabalhos mais referenciados na base consolidada analisada. Entre os artigos com maior número de citações, destacam-se aqueles que trataram de modelos de sinalização, estrutura de plataformas, e relação entre *crowdfunding* e capital de risco. Esses textos serviram de base teórica para grande parte das investigações empíricas recentes.

A rede de colaboração entre autores evidenciou a formação de núcleos produtivos internacionais, principalmente entre pesquisadores da Europa Ocidental e América do Norte como visto na Figura 6. As legendas SCP (*single country publications*) e MCP (*multiplecontrypublications*) presentes na Figura 6 indicam respectivamente publicações de um único país somente e publicações compostas por vários países.

Figura 6: Relação dos países correspondentes aos autores.



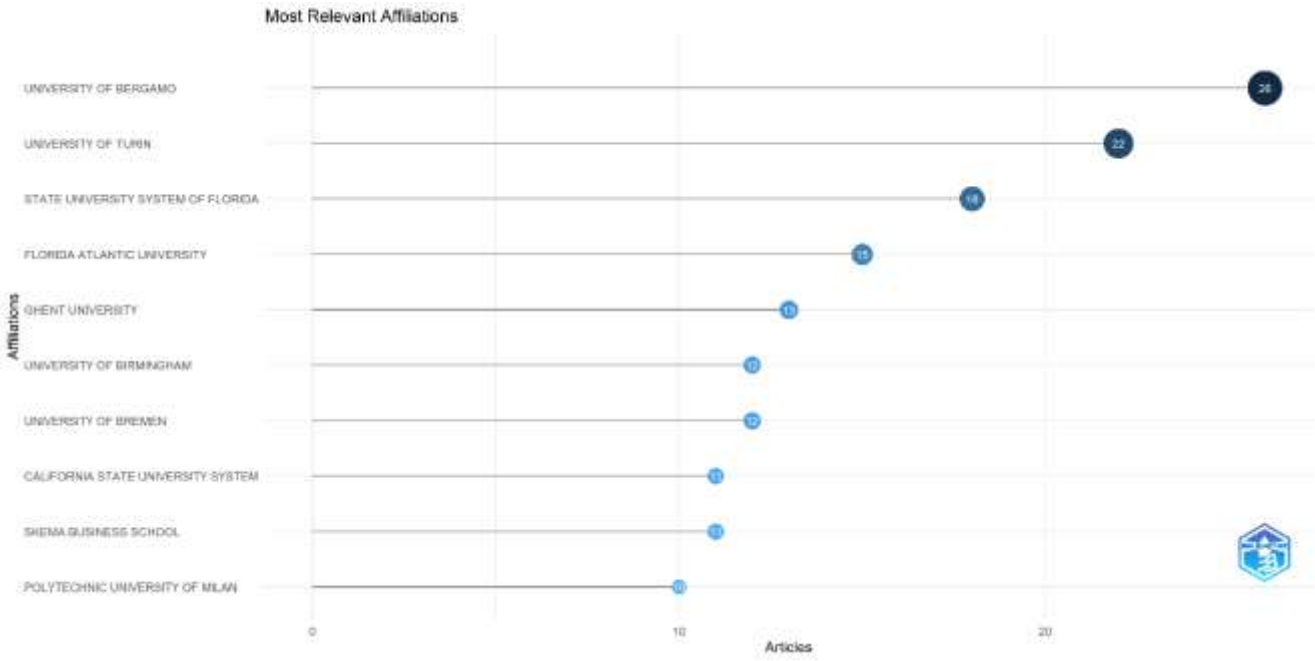
Fonte: Resultado de pesquisa, Biblioshiny.

No tocante à colaboração entre países, há forte intercâmbio entre autores da Alemanha, Reino Unido, Itália, Estados Unidos e Canadá. Países emergentes, como Brasil, aparecem ainda de forma

marginal na rede internacional, refletindo o estágio incipiente da pesquisa sobre ECF em contextos periféricos.

O indicador de produtividade por instituição apresentado na Figura 7 identificou a Universidade de Bergamo, a Universidade de Turin e a Universidade do Estado da Flórida como algumas das instituições com maior produção no tema. Essa informação reforça a identificação de centros de pesquisa consolidados que lideram a discussão acadêmica e formam redes de orientação científica sobre ECF.

Figura 7: Relação de universidade com mais publicações.



Fonte: Resultado de pesquisa, Biblioshiny.

4.2 Análise do conteúdo

A partir dos 365 artigos identificados nas bases de dados e tratados na análise bibliométrica, foi realizada uma seleção criteriosa dos quarenta trabalhos mais citados, listados de forma decrescente pelo número de citações. Essa escolha teve como objetivo garantir a análise de estudos reconhecidos como os mais influentes e consolidados no campo do ECF, sob a premissa de que a frequência de citações reflete, em certa medida, a relevância, o impacto e a contribuição teórica ou empírica de cada publicação

A análise dos artigos mais citados sobre ECF revelou uma diversidade significativa de abordagens teóricas, metodológicas e temáticas. Os trabalhos foram identificados em categorias analíticas com base em seus objetivos principais, contribuindo para a identificação das linhas predominantes de investigação no campo.

Alguns estudos se concentram em revisões estruturadas da literatura do tema (Martínez-Climent et al., 2018; Piva & Rossi-Lamastra, 2018; Shneor & Vik, 2020), que sistematizam o conhecimento existente sobre o ECF e suas particularidades em relação a outras formas de *crowdfunding*. Essas

contribuições oferecem frameworks conceituais, categorizam as abordagens adotadas e apontam lacunas para investigações futuras, evidenciando que o campo ainda está em expansão teórica.

A dimensão do comportamento do investidor também é explorada em Cholakova & Clarysse (2015); Cumming, Meoli, et al. (2019); Guenther et al. (2018); Mohammadi & Shafi (2018). Esses trabalhos analisam fatores como aversão ao risco, influência da proximidade geográfica, percepção de valor e predisposição para investir em campanhas locais. Cholakova & Clarysse (2015) destaca a influência das estruturas contratuais sobre as expectativas dos investidores, enquanto os artigos (Cumming, Meoli, et al., 2019; Mohammadi & Shafi, 2018) investigam variáveis como gênero e participação acionária. Guenther et al., (2018), por sua vez, examina o papel de preferências por campanhas locais.

No que diz respeito às plataformas de ECF, os artigos de Ahlers et al. (2015); Lukkarinen et al. (2016); Rossi & Vismara (2018); Vismara (2018); Wang et al. (2019) discutem como a arquitetura das plataformas, os modelos de intermediação, e o envolvimento de investidores institucionais moldam o engajamento e o desempenho das campanhas. Vismara (2018) compara plataformas com custódia ativa e passiva, e Wang et al. (2019) analisa a atuação conjunta de investidores anjo e de varejo.

A sinalização é um dos temas mais centrais da literatura analisada, sendo abordada diretamente em diversos artigos (Ahlers et al., 2015; Bapna, 2019; Hornuf et al., 2018; Mahmood et al., 2019; Piva & Rossi-Lamastra, 2018). Esses estudos discutem como elementos simbólicos e comunicacionais como capital humano e social, storytelling, reputação, complexidade visual, uso de logotipos e validação por terceiros influenciam a percepção e decisão dos investidores. O artigo de Mahmood et al., (2019), por exemplo, investiga o papel do design visual na construção da confiança.

O ECF também se relaciona a temas como inovação, impacto social e diversidade (Bapna, 2019; Cumming, Deloof, et al., 2019; Mahmood et al., 2019; Mohammadi & Shafi, 2018; Troise et al., 2021; Troise & Tani, 2021; Vismara, 2019; Walthoff- Borm et al., 2018). Esses estudos destacam o papel do ECF no apoio a projetos sustentáveis (Troise et al., 2021), na inclusão de grupos sub-representados(Cumming, Deloof, et al., 2019; Mohammadi & Shafi, 2018), e na construção de confiança simbólica por meio de elementos visuais e narrativos (Mahmood et al., 2019; Troise & Tani, 2021). Também exploram como estruturas de governança (Walthoff- Borm et al., 2018) e sinais qualitativos (Bapna, 2019) influenciam a atração de investidores com interesses sociais e ambientais.

Metodologicamente, muitos estudos se baseiam em análises quantitativas com uso de dados secundários de plataformas (De Crescenzo et al., 2020; Ralcheva & Roosenboom, 2020; Signori & Vismara, 2018; Stemler, 2013; Walthoff-Borm et al., 2018). O estudo de Ralcheva & Roosenboom (2020) propõe um modelo preditivo de sucesso de campanhas, já De Crescenzo et al. (2020) adota uma abordagem estrutural. Por outro lado, os métodos qualitativos também têm espaço (Estrin et al., 2018; Hornuf & Schwienbacher, 2017; Moritz et al., 2015; Troise & Tani, 2021; Vrontis et al., 2020) recorrendo a entrevistas, análises de conteúdo e estudos de caso para explorar as percepções de empreendedores, investidores e gestores. O artigo de Moritz et al. (2015) foca nos mecanismos de comunicação e confiança simbólica, e o artigo de Troise & Tani (2021) investiga as motivações dos empreendedores italianos.

A regulação e o ambiente institucional são amplamente discutidos (Butticè & Vismara, 2022; Hornuf & Schwienbacher, 2017; Martínez-Climent et al., 2018; Piva & Rossi-Lamastra, 2018; Stemler, 2013), evidenciando o papel das normas legais na consolidação do ECF como mecanismo legítimo de financiamento. O artigo de Stemler (2013), em especial, trata do impacto do JOBS Act nos Estados Unidos, enquanto Martínez-Climent et al. (2018) faz comparações entre marcos regulatórios internacionais. O artigo de Butticè & Vismara (2022) analisa como o desenho normativo afeta a estrutura das campanhas.

No que se refere à comparação entre plataformas, certos artigos analisam em detalhes (Cholakova&Clarysse, 2015; Rossi &Vismara, 2018; Stemler, 2013; Vismara, 2019; Vulkan et al., 2016; Walthoff- Borm et al., 2018) e discutem diferenças estruturais, contratuais e operacionais. Rossi & Vismara (2018) destaca o papel da custódia ativa nas plataformas, enquanto Walthoff- Borm et al. (2018) investiga o impacto da estrutura acionária pós-campanha. O artigo de Cholakova & Clarysse (2015) oferece uma análise da variação nas estruturas contratuais entre plataformas.

Vários estudos também se dedicam a aspectos internos das campanhas, como formato da oferta, elementos visuais e composição da equipe e tratam desses fatores, que influenciam diretamente o engajamento do público (Block et al., 2018; Butticè & Vismara, 2022; Mahmood et al., 2019; Martínez-Climent et al., 2018; Shneor & Vik, 2020). O artigo de Mahmood et al. (2019) foca nos logotipos e sinais visuais, enquanto Shneor & Vik (2020) analisa determinantes estruturais do sucesso das campanhas.

A interação entre ECF e outras fontes de financiamento é debatida, e discutem a complementaridade (ou substituição) entre ECF, venture capital e investidores anjo (Agrawal et al., 2016; Cumming, Deloof, et al., 2019; Walthoff-Borm et al., 2018; Walthoff- Borm et al., 2018; Wang et al., 2019). Agrawal et al. (2016) examina os sindicatos como mecanismos de convergência entre investidores profissionais e os pulverizados (*crowd*). Já Walthoff- Borm et al. (2018) estuda como o ECF afeta a estrutura de governança corporativa.

Por fim, determinados estudos propõem modelos teóricos e analíticos que estruturam o entendimento do fenômeno do ECF (De Crescenzo et al., 2020; Mahmood et al., 2019; Martínez-Climent et al., 2018; Mochkabadi & Volkmann, 2020; Ralcheva & Roosenboom, 2020). O artigo de De Crescenzo et al. (2020) traz uma abordagem estrutural, Ralcheva & Roosenboom, (2020) desenvolve um modelo preditivo, e os demais constroem frameworks conceituais úteis para futuras pesquisas no campo.

Com base na análise aprofundada dos artigos sobre ECF dentro deste estudo, foi possível categorizar os principais elementos discutidos na literatura, conforme é apresentado no Quadro 2, a saber temas como sinalização, governança, marketing, regulação e engajamento dos investidores.

Quadro 2. Categorização dos elementos e variáveis da literatura analisada

Categoria	**Elementos / Variáveis**	**Artigos com Alusão aos Elementos**
Sinalização	• Capital humano; • Capital social; • Storytelling; • Certificações; • Investidores âncoras	1, 11, 18, 32 e 40
Governança	• Estrutura acionária; • Poder decisório; • Participação do investidor; • Transparência	1, 16, 17 e 35
Marketing e Comunicação	• Presença em redes sociais; • Complexidade visual; • Uso de logotipo; • Vídeos; • Reputação	2, 5, 27 e 33

Aspectos Regulatórios	• Legislação nacional; • Comparações internacionais; • JOBS Act; • Ambiente legal	11, 20, 21, 29 e 34
Engajamento dos Investidores	• Motivações dos aportes • Perfil do investidor; • Proximidade geográfica	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 21, 22, 23, 25, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38 e 40
Plataformas de ECF	• Modelo de negócio; • Serviços oferecidos; • Presença de co-investidores; • Tipo de intermediação	1, 3, 5, 6, 7, 9, 10, 12, 21, 22, 26, 27, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37 e 38
Composição da Campanha	• Tamanho da equipe; • Tipo de ação; • Produto ou serviço ofertado; • Grau de inovação	3, 10, 17, 26, 35, 36, 37 e 40
Inovação e Sustentabilidade	• Foco em sustentabilidade; • Impacto social; • Acesso de minorias; • Apoio a tecnologias limpas	10, 18, 19, 35, 36, 37, 39 e 40
Desempenho Pós-Campanha	• Desempenho financeiro após campanha; • Continuidade do negócio; • Captação subsequente	3, 10, 13, 26, 34 e 35

Fonte: Elaboração própria.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O emprego do protocolo PRISMA, associado à análise bibliométrica (com a ferramenta Biblioshiny) e a análise de conteúdo, permitiu mapear de forma criteriosa a literatura científica disponível, evidenciando os principais autores, periódicos, redes de colaboração e temáticas recorrentes sobre o tema.

A análise revelou que o ECF é um tema ainda recente na literatura acadêmica, embora apresente um crescimento significativo no número de publicações ao longo dos últimos anos. Tal expansão indica o amadurecimento do campo e o aumento do interesse de pesquisadores em compreender suas dinâmicas, impactos e desafios.

Do ponto de vista geográfico, observou-se uma concentração predominante das pesquisas na América do Norte e na Europa, com contribuições mais pontuais provenientes da Ásia e Oceania. O volume de estudos produzidos no contexto latino-americano, especialmente no Brasil, é incipiente. Esse cenário sugere uma oportunidade concreta para que pesquisadores brasileiros contribuam para o avanço da literatura sobre ECF, sobretudo considerando as especificidades regulatórias e estruturais do ecossistema empreendedor nacional.

Com base na análise dos quarenta artigos mais citados, foi possível identificar um conjunto relevante de abordagens teóricas e empíricas, que ampliam o entendimento sobre motivações de

investidores, performance de plataformas, perfis de campanhas, aspectos regulatórios, entre outros. Esses achados confirmam que o ECF é um campo multidimensional e promissor, que demanda investigações contínuas e interdisciplinares.

Em síntese, o presente estudo não apenas sistematiza o conhecimento existente sobre ECF, mas também aponta caminhos para pesquisa futuras. Espera-se que os resultados aqui apresentados sirvam de subsídio para pesquisadores, profissionais do mercado e formuladores de políticas públicas interessados em aprofundar a compreensão sobre esse instrumento de financiamento coletivo.

Como desdobramento deste estudo, propõe-se a realização de uma pesquisa empírica no contexto brasileiro, por meio de entrevistas semiestruturadas com empreendedores, investidores e representantes de plataformas. A tabela de categorias e elementos construída com base na análise dos quarenta artigos mais citados oferece um referencial sólido para estruturar o questionário, o que abrange temas como sinalização, regulação, governança, desempenho pós-campanha, entre outros.

Essa etapa permitiria captar percepções e práticas do ecossistema nacional de ECF, ainda pouco explorado na literatura. A combinação entre fundamentos teóricos e dados primários contribuirá para aprofundar o entendimento sobre os desafios e oportunidades do ECF no Brasil, oferecendo subsídios relevantes para os interessados por este tipo de financiamento.

REFERÊNCIAS

Abrizah, A., Zainab, A. N., Kiran, K., & Raj, R. G. (2013). LIS journals scientific impact and subject categorization: A comparison between Web of Science and Scopus. *Scientometrics*, *94*(2), 721–740. https://doi.org/10.1007/s11192-012-0813-7

Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2016). *Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?52*(2). https://doi.org/10.1525/cmr.2016.58.2.111

Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *39*(4), 955–980. https://doi.org/10.1111/etap.12157

Aria, M., & Cuccurullo, C. (2017). bibliometrix: An R-tool for comprehensive science mapping analysis. *Journal of Informetrics*, *11*(4), 959–975. https://doi.org/10.1016/j.joi.2017.08.007

Bapna, S. (2019). Complementarity of Signals in Early-Stage Equity Investment Decisions: Evidence from a Randomized Field Experiment. *Management Science*, *65*(2), 933–952. https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2833

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, *29*(5), 585–609. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003

Block, J., Hornuf, L., & Moritz, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics*, *50*(1), 3–27. https://doi.org/10.1007/s11187-017-9876-4

Butticè, V., & Vismara, S. (2022). Inclusive digital finance: The industry of equity crowdfunding. *The Journal of Technology Transfer*, *47*(4), 1224–1241. https://doi.org/10.1007/s10961-021-09875-0

Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward–Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, *39*(1), 145–172. https://doi.org/10.1111/etap.12139

Cumming, D., Deloof, M., Manigart, S., & Wright, M. (2019). New directions in entrepreneurial finance. *Journal of Banking & Finance*, *100*, 252–260. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.02.008

Cumming, D., Johan, S., & Zhang, Y. (2019). The role of due diligence in crowdfunding platforms. *Journal of Banking & Finance*, *108*, 105661. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105661

Cumming, D., Meoli, M., & Vismara, S. (2019). Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. *Research Policy*, *48*(8), 103740. https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.014

Cumming, D., Meoli, M., & Vismara, S. (2021). Does equity crowdfunding democratize entrepreneurial finance? *Small Business Economics*, *56*(2), 533–552. https://doi.org/10.1007/s11187-019-00188-z

CVM. (2022a). *Crowdfunding de Investimento—Evolução do Mercado 2021*. https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220427_estatisticas_de_crowdfunding_2021.pdf

CVM. (2022b). *RESOLUÇÃO CVM Nº 88, DE 27 DE ABRIL DE 2022*. https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html

CVM. (2023). *Crowdfunding de Investimento—Evolução do Mercado 2022*. https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20230707_relatorio_crowndfunding_2022.pdf

CVM. (2024). *Boletim Econômico CVM 2023*. https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/boletim-economico-edicao-11/@@download/file/CVM_Boletim_Economico_100.pdf

CVM. (2025). *Boletim Econômico CVM 2024*. https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_104.pdf

De Crescenzo, V., Ribeiro-Soriano, D. E., & Covin, J. G. (2020). Exploring the viability of equity crowdfunding as a fundraising instrument: A configurational analysis of contingency factors that lead to crowdfunding success and failure. *Journal of Business Research*, *115*, 348–356. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.051

Donthu, N., Kumar, S., Mukherjee, D., Pandey, N., & Lim, W. M. (2021). How to conduct a bibliometric analysis: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, *133*, 285–296. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.04.070

Escudero, S. B., Anglin, A. H., Allison, T. H., & Wolfe, M. T. (2025). *Crowdfunding: A Theory-Centered Review and Roadmap of the Multidisciplinary Literature*.

Estrin, S., Gozman, D., & Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding: Entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*, *51*(2), 425–439. https://doi.org/10.1007/s11187-018-0009-5

Figueiredo, R., & Bendelá, F. (2024). The Role of Equity Crowdfunding in the Brazilian Entrepreneurial Ecosystem: An Empirical Analysis. *Administrative Sciences*, *14*(9), 213. https://doi.org/10.3390/admsci14090213

Galvão, T. F., Pansani, T. de S. A., & Harrad, D. (2015). Principais itens para relatar Revisões sistemáticas e Meta-análises: A recomendação PRISMA. *Epidemiologia e Serviços de Saúde*, *24*(2), 335–342. https://doi.org/10.5123/S1679-49742015000200017

Guenther, C., Johan, S., & Schweizer, D. (2018). Is the crowd sensitive to distance?—How investment decisions differ by investor type. *Small Business Economics*, *50*(2), 289–305. https://doi.org/10.1007/s11187-016-9834-6

Hornuf, L., Schmitt, M., & Stenzhorn, E. (2018). Equity crowdfunding in Germany and the United Kingdom: Follow‐up funding and firm failure. *Corporate Governance: An International Review*, *26*(5), 331–354. https://doi.org/10.1111/corg.12260

Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, *49*(3), 579–593. https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9

Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2018). Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, *50*, 556–574. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.08.009

Joshipura, M., Joshipura, N., & Castelino, R. (2026). Equity Crowdfunding Research: A Retrospective Review and Future Research Agenda. Journal of Economic Surveys, 40(2), 659-674. https://doi.org/10.1111/joes.70027

Lukkarinen, A., Shneor, R., & Wallenius, J. (2022). Growing pains and blessings: Manifestations and implications of equity crowdfunding industry maturation. *Decision Support Systems*, *157*, 113768. https://doi.org/10.1016/j.dss.2022.113768

Lukkarinen, A., Teich, J. E., Wallenius, H., & Wallenius, J. (2016). Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*, *87*, 26–38. https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.04.006

Mahmood, A., Luffarelli, J., & Mukesh, M. (2019). What's in a logo? The impact of complex visual cues in equity crowdfunding. *Journal of Business Venturing*, *34*(1), 41–62. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.09.006

Martínez-Climent, C., Zorio-Grima, A., & Ribeiro-Soriano, D. (2018). Financial return crowdfunding: Literature review and bibliometric analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, *14*(3), 527–553. https://doi.org/10.1007/s11365-018-0511-x

Mochkabadi, K., & Volkmann, C. K. (2020). Equity crowdfunding: A systematic review of the literature. *Small Business Economics*, *54*(1), 75–118. https://doi.org/10.1007/s11187-018-0081-x

Mohammadi, A., & Shafi, K. (2018). Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors. *Small Business Economics*, *50*(2), 275–287. https://doi.org/10.1007/s11187-016-9825-7

Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., Altman, D. G., & The PRISMA Group. (2009). Preferred reporting items for systematic reviews and meta-analyses: The PRISMA statement. *PLoS Med*, *6*(7). https://doi.org/10.1371/journal.pmed.1000097

Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, *29*(1), 1–16. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005

Mora-Cruz, A., & Palos-Sanchez, P. R. (2023). Crowdfunding platforms: A systematic literature review and a bibliometric analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, *19*(3), 1257–1288. https://doi.org/10.1007/s11365-023-00856-3

Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: A qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets*, *7*(3), 309–342. https://doi.org/10.1108/qrfm-07-2014-0021

Okoli, C., & Schabram, K. (2010). A Guide to Conducting a Systematic Literature Review of Information Systems Research. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.1954824

Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., Shamseer, L., Tetzlaff, J. M., Akl, E. A., Brennan, S. E., Chou, R., Glanville, J., Grimshaw, J. M., Hróbjartsson, A., Lalu, M. M., Li, T., Loder, E. W., Mayo-Wilson, E., McDonald, S., … Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 statement: An updated guideline for reporting systematic reviews. *BMJ*, *372*, 71. https://doi.org/10.1136/bmj.n71

Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2018). Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, *51*(3), 667–686. https://doi.org/10.1007/s11187-017-9950-y

Ralcheva, A., & Roosenboom, P. (2020). Forecasting success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, *55*(1), 39–56. https://doi.org/10.1007/s11187-019-00144-x

Rossi, A., & Vismara, S. (2018). What do crowdfunding platforms do? A comparison between investment-based platforms in Europe. *Eurasian Business Review*, *8*(1), 93–118. https://doi.org/10.1007/s40821-017-0092-6

Shneor, R., & Vik, A. A. (2020). Crowdfunding success: A systematic literature review 2010–2017. *Baltic Journal of Management*, *15*(2), 149–182. https://doi.org/10.1108/bjm-04-2019-0148

Short, J. C., Ketchen, D. J., McKenny, A. F., Allison, T. H., & Ireland, R. D. (2017). Research on Crowdfunding: Reviewing the (Very Recent) past and Celebrating the Present. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *41*(2), 149–160. https://doi.org/10.1111/etap.12270

Siddaway, A. P., Wood, A. M., & Hedges, L. V. (2019). How to Do a Systematic Review: A Best Practice Guide for Conducting and Reporting Narrative Reviews, Meta-Analyses, and Meta-Syntheses. *Annual Review of Psychology*, *70*(1), 747–770. https://doi.org/10.1146/annurev-psych-010418-102803

Signori, A., & Vismara, S. (2018). Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms. *Journal of Corporate Finance*, *50*, 575–591. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018

Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, *104*, 333–339. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039

Stemler, A. R. (2013). The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power—and money—of the masses. *Business Horizons*, *56*(3), 271–275. https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.01.007

Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a Methodology for Developing Evidence- Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, *14*(3), 207–222. https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375

Troise, C., Matricano, D., Sorrentino, M., & Candelo, E. (2022). Investigating investment decisions in equity crowdfunding: The role of projects' intellectual capital. *European Management Journal*, *40*(3), 406–418. https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.07.006

Troise, C., & Tani, M. (2021). Exploring entrepreneurial characteristics, motivations and behaviours in equity crowdfunding: Some evidence from Italy. *Management Decision*, *59*(5), 995–1024. https://doi.org/10.1108/md-10-2019-1431

Troise, C., Tani, M., Dinsmore, J., & Schiuma, G. (2021). Understanding the implications of equity crowdfunding on sustainability-oriented innovation and changes in agri-food systems: Insights into an open innovation approach. *Technological Forecasting and Social Change*, *171*, 120959. https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.120959

Van Eck, N. J., & Waltman, L. (2014). Visualizing Bibliometric Networks. Em Y. Ding, R. Rousseau, & D. Wolfram (Org.), *Measuring Scholarly Impact* (p. 285–320). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-10377-8_13

Vieira, P. V. M., & Wainer, J. (2013). Correlações entre a contagem de citações de pesquisadores brasileiros, usando o Web of Science, Scopus e Scholar. *Perspectivas em Ciência da Informação*, *18*(3), 45–60. https://doi.org/10.1590/S1413-99362013000300004

Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, *46*(4), 579–590. https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4

Vismara, S. (2018). Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *42*(3), 467–497. https://doi.org/10.1111/etap.12261

Vismara, S. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting and Social Change*, *141*, 98–106. https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014

Vrontis, D., Christofi, M., Battisti, E., & Graziano, E. A. (2020). Intellectual capital, knowledge sharing and equity crowdfunding. *Journal of Intellectual Capital*, *22*(1), 95–121. https://doi.org/10.1108/jic-11-2019-0258

Vulkan, N., Åstebro, T., & Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding: A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, *5*, 37–49. https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2016.02.001

Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., & Vanacker, T. (2018). Equity crowdfunding: First resort or last resort? *Journal of Business Venturing*, *33*(4), 513–533. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.04.001

Walthoff- Borm, X., Vanacker, T., & Collewaert, V. (2018). Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, *26*(5), 314–330. https://doi.org/10.1111/corg.12259

Wang, W., Mahmood, A., Sismeiro, C., & Vulkan, N. (2019). The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*, *48*(8), 103727. https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.003

Recebido em: 15-06-2026
Aceito em: 15-06-2026

Endereço para correspondência:
Nome:Marcelo Gonçalves do Amaral
E-mail: marceloamaral@id.uff.br

Esta obra está licenciada sob uma Licença Creative Commons Attribution 4.0