



**PERCEPÇÃO DE GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS  
SOBRE O SISTEMA DE CONTROLE GERENCIAL DE EMPRESAS  
STARTUPS INVESTIDAS**

**INVESTMENT FUND MANAGERS'S PERCEPTIONS ON THE MANAGEMENT  
CONTROL SYSTEM OF INVESTED STARTUP COMPANIES**

**PERCEPCIÓN DE GERENTES DE FONDOS DE INVERSIONES SOBRE EL SISTEMA  
DE CONTROL GERENCIAL DE EMPRESAS STARTUPS INVERTIDAS**

**IAGO FRANCA LOPES**

Doutorando

Universidade Federal do Paraná - Brasil

ORCID: 0000-0001-7627-4815

iagofrancalopes@gmail.com

**ILSE MARIA BEUREN**

Doutora

Universidade Federal de Santa Catarina – Brasil

ORCID: 0000-0003-4007-6408

ilse.beuren@gmail.com

**VIVIANE THEISS**

Doutora

Universidade Federal de Santa Catarina – Brasil

ORCID: 0000-0002-2450-9704

theissviviane@gmail.com



Submetido em: 27/08/2018

Aprovado em: 24/09/2020

Doi: 10.14210/alcance.v28n1(jan/abr).p33-51

Editor de Seção: Jeferson Lana

**LICENÇA CC BY:**

Artigo distribuído  
sob os termos  
Creative Commons,  
permite uso e  
distribuição irrestrita  
em qualquer meio  
desde que o autor  
credite a fonte  
original.



## RESUMO

Evidências empíricas apontam que os Sistemas de Controle Gerencial (SCG) podem fornecer suporte à tomada de decisão no aporte de investimentos em *startups*. Assim, neste estudo, investiga-se a percepção de gestores de fundos de investimentos sobre o desenho e o uso do SCG de *startups* nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro. Entrevistas semiestruturadas foram realizadas com gestores de três fundos de investimentos e a construção de evidências empíricas foi amparada na análise do conteúdo das narrativas. Os resultados revelaram, quanto ao desenho do SCG, que a ênfase está na capacidade de o sistema fornecer controles alinhados: ao projeto da *startup* e do perfil do empreendedor; aos riscos assumidos e recursos investidos; e à negociação da compra/venda da participação do fundo, continuidade da *startup* e criação de valor. Quanto ao uso do SCG, o foco está em controles voltados: aos riscos assumidos e plano de ação; à valoração da empresa e informações para alcançar o objetivo organizacional; e às informações que evidenciem a relevância do fundo para a execução do projeto e criação de valor na *startup*. Conclui-se que o desenho e o uso do SCG apresentam-se como condutores do processo de aportes financeiros pelos fundos de investimento em *startups* e da mitigação dos riscos inerentes.

**Palavras-chave:** Sistema de Controle Gerencial; Fundos de Investimentos; *Startups*.

## ABSTRACT

Empirical evidence shows that Management Control Systems (MCS) can provide support for decision-making for investments in startup companies. This study examines the perceptions of investment fund managers on the design and use of MCS in startups at different stages in the process of evaluating financial contributions. Semi-structured interviews were conducted with managers of three investment funds, and the construction of empirical evidence was supported by content analysis of the narratives. In terms of the design of the MCS, the results showed that the emphasis is on the system's ability to provide controls that are aligned with: the startup project and entrepreneur profile; the risks assumed and the resources invested; and the purchase/sale negotiation of the fund's investments, continuity of the startup, and value creation. In relation to the use of the MCS, the focus is on controls of the risks assumed and the plan of action; enhancing the company's value and information to achieve the organizational objective; and information that shows the importance of the fund for executing the project and creation of value in the startup. It is concluded that the design and use of MCS are drivers of the process of financial investment by investment funds in startups, and for mitigating the inherent risks.

**Keywords:** Management Control System; Investment Funds; Startups.

## RESUMEN

Las evidencias empíricas señalan que los Sistemas de Control de Gestión (SCG) pueden proporcionar apoyo a la toma de decisiones en las inyecciones de inversiones en *startups*. Así, este estudio investiga la percepción de los administradores de fondos de inversión sobre el diseño y uso del SCG de *startups* en las diferentes etapas del proceso de evaluación de la contribución financiera. Se realizaron entrevistas semiestruturadas con gerentes de tres fondos de inversión y se apoyó la construcción de evidencia empírica en el análisis de contenido de las narrativas. Los resultados revelaron con respecto al diseño del SCG, que el énfasis está en la capacidad del sistema proporcionar controles alineados: con el proyecto de la *startup* y perfil del emprendedor, en los riesgos asumidos y los recursos invertidos; y para la negociación de compra/venda de la participación del fondo, continuidad de la *startup* y la creación de valor. Con respecto al uso del SCG, el enfoque está en los controles dirigidos a: los riesgos asumidos y plan de acción; la valoración de la empresa e información para lograr el objetivo organizacional; e información que resalte la relevancia del fondo para la ejecución del proyecto y la creación de valor en la *startup*. Se concluye que el diseño y uso del SCG se presentan como impulsores del proceso de las inversiones financieras por los fondos de inversión en *startups* y la mitigación de riesgos inherentes.

**Palabras clave:** Sistema de control de gestión; Fondos de inversión; *Startups*.

## 1 INTRODUÇÃO

As etapas do processo de avaliação do aporte financeiro realizado por fundos de investimentos no financiamento das *startups* são fundamentais para o desenvolvimento de atividades inovadoras. As *startups* possuem suas raízes na ideia que passam por um ciclo de crescimento, desafiado por variações inesperadas até fixarem-se em uma fonte de criação de valor. No entanto, mover-se de uma ideia para um projeto rentável requer financiamentos e um conjunto de controles. Geralmente estas empresas começam com a coordenação e o controle de esforços por meio de um gerenciamento informal e a partir de normas sociais. No decorrer de seu crescimento, ocorre a transição da gestão informal para a adoção de sistemas formais de gestão (Davila, Foster & Oyon, 2009). Esse novo escopo é impulsionado pela dependência de fundos de investimentos para a operacionalização das ideias e dos processos inovadores.

Evidências empíricas denotam que fundos de investimentos prestigiam *startups* que contam com Sistemas de Controle Gerencial (SCG) para a condução dos seus processos inovadores (Davila & Foster, 2005; Davila *et al.*, 2009; Davila, Foster & Jia, 2015; Kerschenbauer, Mühlburger & Grasser, 2015). Nesse aspecto, Davila e Foster (2005) investigaram a adoção de SCG e o desempenho de empresas *startups* do ramo de tecnologia. Os autores constataram que os fundos de investimentos valorizam a adoção de SCG em empresas com características inovadoras e que possuem produtos e serviços com especificidades de rápida ascensão no mercado. Essa valorização pode estar alinhada às discussões de Kerschenbauer *et al.* (2015), de que o uso do SCG representa um mecanismo de mitigação dos riscos envolvidos em processos inovadores.

Reconhece-se também que há um interesse saliente no apoio às empresas de base tecnológica pelos fundos de investimentos, com o propósito de financiar atividades inovadoras e com elevado potencial tecnológico (Silva & Biagini, 2015). Esse movimento demanda a discussão de critérios metodológicos por investidores para que possam realizar o aporte de capital em empresas com alto potencial de inovação e crescimento (Rieche & Santos, 2006). Em especial, para que esse aporte de investimentos garanta que retornos esperados sejam vislumbrados em termos de curto e longo prazo. Este arcabouço, além de apresentar-se como uma preocupação para os fundos de investimentos, permeia também as preocupações das empresas *startups*, ou seja, as receptoras do aporte financeiro. Para aumentar a propensão de elas receberem investimentos, lhes são demandados atributos relevantes inscritos em processos inovadores e capacidade mercadológica e de controle, cujos fatores são avaliados pelos investidores no momento da decisão de investir (Aguar, 2016).

Desta forma, instaura-se um debate, de um lado os gestores de fundos de investimentos, que buscam investir em empreendimentos com alto potencial de crescimento e que assegurem que o capital financeiro investido para impulsionar os negócios inovadores seja recuperado com rentabilidade e riscos aceitáveis; e de outro lado, as empresas *startups*, que em geral dependem deste aporte financeiro para o desenvolvimento de suas ideias e seus processos inovadores e para implementar mecanismos que assegurem ao investidor que o aporte será conduzido e consumido de modo eficiente e com retornos (Davila *et al.*, 2015).

Neste contexto, o desenho e o uso do SCG na *startup* apresentam-se como uma alternativa que pode equacionar esses valores e interesses no processo de investir e suportar os riscos inerentes à atividade inovadora. Sob a ótica de *startups* que receberam aplicação de recursos por provedores de *funding*, Theiss e Beuren (2020) verificaram que a aplicação de recursos por esses provedores está relacionada com o desenho e o uso do SCG. Para Sampaio, Crespo e Rodrigues (2018), a intensidade dos controles dependerá do peso dos recursos financeiros que o investidor possui na estrutura de capital da *startup* e se os recursos financeiros estão na forma de capital de terceiros ou de patrimônio. Portanto, o tipo de investidor tem implicações no desenho e no uso de SCG da *startup*. Neste contexto, identificar a percepção desse investidor quanto ao desenho e ao uso do SCG em *startups* pode se tornar um diferencial em momentos de negociação.

A análise das diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro a partir de uma visão holística do desenho e uso do SCG em empresas *startups* pode contribuir para o gerenciamento do retorno e dos riscos. A fragmentação em pesquisas do desenho e do uso do SCG pode levar a observações limitadas, pois as decisões precisam ser tomadas considerando a totalidade de processos e especificidades do escopo organizacional e a interdependência entre diferentes mecanismos de controle que operam ao mesmo tempo na organização (Ferreira & Otley, 2009). Assim, este estudo considera de forma conjunta o desenho e o uso do SCG. Para tal, o estudo baseou-se em diferentes estruturas conceituais, em particular, o desenho do SCG pela abordagem de pacote proposto por Malmi e Brown (2008) e o uso do SCG pelas alavancas de controle de Simons (1995).

Nesta perspectiva, a pesquisa pauta-se na percepção dos gestores de fundos de investimentos sobre o SCG em empresas *startups* nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro. A questão que norteia esta pesquisa é a seguinte: Como é a percepção de gestores de fundos de investimentos sobre o desenho e o uso do SCG

em empresas *startups* como mecanismo de suporte nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro? Assim, este estudo objetiva investigar a percepção de gestores de fundos de investimentos sobre o desenho e o uso do SCG em empresas *startups* nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro.

A relevância desta pesquisa está em identificar como o desenho e o uso do SCG são percebidos por gestores de fundos de investimentos no momento do aporte financeiro e nas diferentes etapas do processo de avaliação. Ao transladar o desenho e o uso do SCG na percepção dos gestores desses fundos de investimentos, as evidências mostram como esses acreditam que o SCG pode contribuir para a tomada de decisão. Em contrapartida, isso pode influenciar *startups* a desenvolverem suas estruturas formais e informais de gestão e controle, quando precisam recorrer a um fundo de investimento para o desenvolvimento de suas atividades inovadoras. Destaca-se aqui o campo em uma nação em desenvolvimento, o que se difere das discussões já socializadas por Davila e Foster (2005), Davila *et al.* (2009), Davila *et al.* (2015) e Kerschbauer *et al.* (2015), inscritas em nações desenvolvidas e com seguridade econômica. Os resultados da pesquisa podem ainda proporcionar vantagem competitiva quando da submissão de uma ideia e/ou negócio a um fundo de investimento para captar recursos, uma vez que tornará tal processo mais transparente aos empreendedores quando da avaliação dos projetos pelos fornecedores de recursos.

Reconhece-se que os projetos desenvolvidos por *startups* implicam geralmente em resultados mais incertos e intangíveis do que investimentos comuns, uma vez que aqueles normalmente representam inovações tecnológicas. Além disso, há dúvidas sobre a taxa de retorno exigida para um empreendedor investir seus próprios fundos, e o retorno exigido pelos investidores externos, levando a restrições de liquidez (Crespi, Giuliadori, Giuliadori & Rodriguez, 2016). No intuito de mitigar essas incertezas, o SCG pode fornecer suporte à tomada de decisão quanto ao aporte de investimentos (Davila *et al.*, 2015).

Este estudo contribui para a literatura de SCG, ao reconhecer que as decisões de financiamentos são específicas do contexto e que o desenho e o uso do SCG podem contribuir para este processo (Davila *et al.*, 2015). Neste sentido, presume-se que as decisões relativas à concessão do aporte financeiro, nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro, podem estar também consubstanciadas no desenho e no uso do SCG de empresas *startups*. Esta pesquisa busca ainda contribuir para o desenvolvimento de mecanismos voltados ao aperfeiçoamento da avaliação destes projetos, já que a incipiência da abordagem desta prática confere subjetividade ao processo. Por fim, este estudo justifica-se pelo seu enfoque teórico-empírico, ao buscar compreender o processo decisório de aplicação e acompanhamento dos fundos de investimentos, por meio de uma pesquisa qualitativa. A relevância do estudo está em abordar simultaneamente dois atores-chave no desenvolvimento da inovação e da tecnologia no Brasil, os fundos de investimentos e as empresas *startups*, buscando estabelecer a percepção de atores externos ao processo de desenvolvimento da ideia e/ou negócio e contribuir ou contrapor-se a resultados anteriores.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O SCG é definido por Anthony (1965) como um processo de guiar um conjunto de variáveis para atingir a meta preconcebida ou o objetivo traçado. Para o autor, o SCG possui três funções principais: planejamento estratégico, controle de gestão e controle de tarefas. O planejamento estratégico tem a função de definir os objetivos, as estratégias e as políticas da organização. O controle de gestão é o processo pelo qual os gestores devem assegurar que os recursos sejam obtidos e utilizados com eficácia e eficiência na realização dos objetivos da organização. Já o controle de tarefas é usado para garantir que as tarefas especificadas sejam realizadas como planejado (Ferreira & Otley, 2009).

Chenhall (2003) aduz que o melhor SCG é aquele que ajuda o gestor a atingir os objetivos organizacionais e, portanto, deve se ajustar ao contexto em que vai operar. Nesse sentido, Ferreira e Otley (2009) propõem para pesquisas que envolvem o SCG considerar as suas duas dimensões: desenho e uso. O desenho refere-se à dimensão que caracteriza os aspectos teóricos do SCG (Malmi & Brown, 2008), enquanto que a dimensão do uso incorpora aspectos sociais e organizacionais do SCG (Simons, 1995).

A literatura sobre SCG ainda não apresenta um arcabouço consolidado sobre modelos teóricos que possam elucidar as dimensões de desenho e uso dos sistemas. Desse modo, nesta pesquisa optou-se por considerar para o desenho o sistema como um pacote, conforme proposto por Malmi e Brown (2008); enquanto para o uso do sistema foi considerado o modelo clássico das alavancas de controle de Simons (1995). Ambos os modelos são elucidados a seguir e discutidos aspectos teórico-empíricos dessas abordagens do SCG.

## 2.1 MODELO TEÓRICO DE MALMI E BROWN (2008)

Para Malmi e Brown (2008), o SCG não opera isoladamente. Partindo dessa premissa, propõem que estudos devem considerar todo o fenômeno, sendo que isso tem implicações organizacionais e de cunho operacional. Fisher (1998) argumenta que, se as ligações entre os SCG não são reconhecidas, a maneira pela qual os componentes do SCG são operacionalizados levará a conclusões equivocadas e erros de gestão podem permear toda estrutura organizacional, principalmente quando estes são frutos de decisões que não consideram o SCG como um mecanismo holístico da empresa.

Compreender o SCG como um pacote pode facilitar a projeção e o desenvolvimento de uma série de controles para apoiar os objetivos da organização, as atividades de controle, e impulsionar o desempenho organizacional (Malmi & Brown, 2008). Os SCG como um pacote, em função da configuração integrada e holística de seus elementos, podem fornecer condições para melhores decisões dos investidores e/ou dos gestores da empresa.

No caso das *startups*, o desenho do SCG como um pacote pode facilitar ao fundador comunicar as necessidades estratégicas e operacionais da empresa diretamente para cada funcionário (Davila *et al.*, 2015), assim como para os financiadores da atividade inovativa. O desenho do SCG como um pacote pode favorecer a profissionalização da gestão, a realização de avaliações da qualidade da equipe e o recrutamento de pessoas responsáveis pelo controle gerencial (Sampaio *et al.*, 2018).

Davila *et al.* (2015) aduzem que a ausência do histórico da situação econômico-financeira limita o desenvolvimento das *startups*. Para abster-se desses problemas quanto à confiabilidade da operação da empresa, os financiadores podem superar os problemas de seleção adversa e fazer escolhas caras a partir da verificação da presença de SCG. Este processo pode estar em linha com a necessidade de equacionar os desejos e as aspirações dos financiadores no que tange à rentabilidade diante do aporte financeiro a ser realizado.

O SCG, além de sinalizar a qualidade inovadora e operacional do produto e do serviço a ser executado pela *startup*, precisa subsidiar os financiadores externos por meio de medidas e indicadores que evidenciem o ciclo financeiro ao qual o recurso a ser aportado será submetido em termos de controle e gestão (Davila *et al.*, 2015). Nesta perspectiva, na Figura 1 apresentam-se os elementos do pacote do SCG proposto por Malmi e Brown (2008).

Cultural						
Grupo		Valores			Símbolos	
Planejamento		Cibernéticos				Remuneração e recompensa
Planejamento estratégico	Planejamento operacional	Orçamentos	Controles financeiros	Controles não financeiros	Controles híbridos	
Administrativo						
Estrutura de Governança		Estrutura organizacional			Políticas e procedimentos	

**Figura 1.** Pacote do SCG

Fonte: Beuren e Vaz (2016), adaptada de Malmi e Brown (2008, p. 281).

O SCG como um pacote, proposto por Malmi e Brown (2008), congrega no desenho o inter-relacionamento de cinco elementos de controle: planejamento, cibernéticos, recompensa e compensação, administrativo e cultural. Para Beuren, Santos e Theiss (2018, p. 22), com o “conjunto de elementos holísticos de Malmi e Brown (2008), tem-se a oportunidade de congrega todos os elementos presentes dentro de um SCG a partir do inter-relacionamento dos cinco elementos da tipologia”. Atualmente, tem-se pouco suporte teórico que permite aos pesquisadores estabelecer relações entre os sistemas em um pacote (Malmi & Brown, 2008).

A tipologia desenvolvida por Malmi e Brown (2008) tem chamado atenção de pesquisadores em diversos campos do conhecimento. Dentre eles, destacam-se os achados de Lee e Cobia (2013), uma vez que reconhecem a utilidade do SCG em manter o espírito empreendedor e o crescimento das empresas *startups*. Os autores realizaram um estudo de caso em que observaram que, à medida que o negócio cresce e ocorre o ingresso de novos investidores, tornam-se necessários SCG, de modo a possibilitar a avaliação do desempenho periódico, dos lucros e das decisões operacionais em tempo real.

## 2.2 MODELO TEÓRICO DE SIMONS (1995)

O modelo teórico de Simons (1995) compõe-se de quatro alavancas de controle voltadas ao uso do SCG: controle de crenças, controle de limites, sistema de controle diagnóstico e sistema de controle interativo. O sistema de crenças comunica a cultura organizacional, os valores básicos, os propósitos e a direção para todos os funcionários. Segundo Widener (2007), o sistema de crenças comunica valores fundamentais para inspirar e motivar os funcionários, explorar, criar e gastar esforços envolvendo-se em ações apropriadas.

O sistema de limites constitui-se de normas que estabelecem limites ao comportamento dos indivíduos (Simons, 1995). Este sistema estabelece regras, códigos de conduta, sistemas de planejamento estratégico e diretrizes, os quais são instigados pelos riscos que se propõe evitar (Collier, 2005). O sistema de limites delinea o domínio aceitável de atividades e estratégias impostas aos funcionários, que podem ajudar a proteger o nome de uma organização contra prováveis ameaças (Simons, 1995; Widener, 2007).

O sistema diagnóstico está voltado ao *feedback* e busca assegurar a concretização dos objetivos organizacionais. É visto como um sistema formal utilizado pelos gestores para monitorar resultados e corrigir equívocos de desempenho. Este sistema permite mensurar as saídas dos processos, corrigir os desvios de desempenho e comparar padrões predeterminados com resultados atuais (Simons, 1995). Segundo Widener (2007), este sistema reporta informações sobre os fatores críticos de sucesso e permite aos gestores concentrar-se nos *drivers* organizacionais a serem monitorados para que a empresa realize a sua estratégia.

O sistema interativo caracteriza-se por um diálogo ativo e frequente entre os gestores de base e de topo, para ajudar a organização a encontrar novas formas de se posicionar estrategicamente em um mercado dinâmico (Widener, 2007). Conforme Simons (1995), este sistema propõe que a mudança de natureza estratégica seja global, a atenção para as estratégias seja de toda a organização, os dados a serem analisados e interpretados em grupos incluam todos os níveis hierárquicos e que sejam estimulados debates e discussões regulares. De forma geral, o modelo das alavancas de controle proposto por Simons (1995) gera uma mudança de paradigma em relação ao controle tradicional, visto que fornece relevância ao controle frente à estratégia organizacional. Davila *et al.* (2009) adotaram este modelo para analisar a estratégia de inovação em *startups*, sob o argumento de apresentar sistemas interativos que envolvem a organização na exploração de incertezas estratégicas.

## 2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO DESENHO E DO USO DO SCG NO APORTE FINANCEIRO DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

A combinação de mecanismos de controle adaptados às necessidades das *startups* pode levá-las ao desempenho superior, contribuir para o sucesso dos negócios e garantir que recursos advindos de fundos de investimentos sejam obtidos para o financiamento das suas atividades inovadoras. Estes processos tornam-se prioritários para as empresas que desejam lidar com os desafios advindos das incertezas do processo de inovação e com a adoção de garantias para um crescimento sustentável desses negócios (Carraro, Meneses & Brito, 2019).

Diante desse reconhecimento, três movimentos principais são percebidos em relação à temática. O primeiro é sobre a importância de ações como a criação do fundo de investimento Criatec, uma iniciativa do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), iniciada em 2007, para apoio às empresas de base tecnológica (Silva & Biagini, 2015). Isso tem contribuído para um aumento significativo do número de investidores, o que sugere que o número de empreendimentos voltados à inovação e ao desenvolvimento tecnológico também tem aumentado ao longo do tempo (Silva & Biagini, 2015).

Este cenário culmina no segundo movimento, a posição das *startups* diante da dependência de recursos para o financiamento da atividade operacional e o papel dos SCG (Davila *et al.*, 2009; Davila *et al.*, 2015; Kerschenbauer *et al.*, 2015; Aguiar, 2016; Sampaio *et al.*, 2018; Beuren *et al.*, 2018). Para Davila *et al.* (2009), os SCG são uma parte vital do crescimento das *startups*, uma vez que tais sistemas auxiliam no fornecimento de informações e apresentam-se como um quadro de referência estável para navegar em ambientes de elevada volatilidade. Ademais, os SCG possuem a capacidade de capturar o aprendizado que se acumula ao longo do tempo por meio de rotinas adaptativas e coordenam quando os sistemas informais quebram, fornecendo legitimidade à empresa. Nesse ponto, a prática de controles gerenciais nas *startups* pode ser em pequena escala, mas é necessária (Carraro *et al.*, 2019).

Davila *et al.* (2015) reforçam que os investidores externos de empresas iniciantes valorizam os SCG por dois motivos. Primeiro, por acreditarem que esses sistemas levam a melhores decisões e melhores execuções, devido à variedade de tarefas e processos complexos e incertos. Segundo, por sinalizarem uma qualidade da empresa e o

potencial crescimento futuro. Assim, os SCG podem apresentar-se como um mecanismo que mitiga a agência existente entre os interesses dos fundos de investimentos e os interesses da *startup* em desenvolver sua atividade inovadora.

O desenho e o uso adequados do SCG organizam e mantêm o equilíbrio dentro da organização, avançando assim no fornecimento de informações fidedignas e propícias para o desenvolvimento da inovação (Kerschenbauer *et al.*, 2015; Lopes, Beuren & Gomes, 2019). Nesse sentido, Kerschenbauer *et al.* (2015) examinaram a percepção de executivos de *startups* de tecnologia que faliram após um período de pós-incubação. Na análise, consideraram as alavancas de controle do modelo de Simons (1995). Destacaram a relevância do SCG para as partes interessadas e que o período de pós-incubação requer dos governos a criação de programas que fortaleçam a estabilidade econômica e financeira da empresa no mercado.

A pesquisa de Aguiar (2016) apontou que a credibilidade da equipe e do empreendedor, a perspectiva de retorno elevado e o projeto ser inovador representam as principais características de *startups* consideradas na avaliação de investidores no momento da decisão de realizar o aporte financeiro. As características identificadas apresentam-se como as primeiras colocadas no *ranking* geral da relevância dos atributos, e que podem fazer a diferença na concessão de financiamento aos projetos de inovação das empresas *startups*.

Sampaio *et al.* (2018) observaram que, dependendo da fase de desenvolvimento da empresa *startup*, o tipo de atividade que exerce, os fatores situacionais, a quantidade de recursos financeiros investidos e se esses recursos foram aplicados em ações ou dívida, podem ter efeitos diferentes na importância empregada nos SCG por essas empresas. Na relação entre investidor e investida, haverá a busca pela mitigação do risco e dos problemas de agência por meio dos SCG, considerado o retorno dos investimentos destes recursos.

Estes estudos, que destacam a posicionalidade dos SCG de *startups* em relação aos fundos de investimentos, evidenciam que os mesmos possuem papel importante e merecem atenção quanto ao desenho e ao uso no ambiente inovador. No entanto, esse segundo movimento instiga o desenvolvimento de novas investigações que se interseccionem entre o cenário desejado pelos gestores dos fundos de investimentos nas diferentes etapas do aporte financeiro, com vistas a avançar na temática e contribuir para a construção de evidências que melhor consolidem um espaço de inovação em nações em desenvolvimento.

Por fim, o terceiro movimento, em termos de discussão quanto aos SCG, *startups* e fundos de investimentos, está na busca de evidências empíricas sobre possíveis critérios metodológicos valorizados pelos investidores para realizar o aporte de capital em empresas com alto potencial de crescimento (Rieche & Santos, 2006). Argumenta-se que fatores alinhados à prática de SCG são decisivos no momento da realização do investimento por uma *venture capital* (Cicconi, 2014), e isso alcança também os investidores anjo (Horbucz, 2015). Nesta perspectiva, a literatura traz indícios que a presença de investidores externos apresenta-se como um incentivo para a adoção e estruturação de SCG (Davila & Foster, 2005).

A implementação de SCG faz parte de um pacote de benefícios que as empresas *startups* podem adotar, principalmente para equacionar os interesses dos financiadores da atividade inovadora e o desenvolvimento eficiente da inovação (Sampaio *et al.*, 2018). Arelado a isso, o desenho e o uso desses SCG para acompanhar o fluxo de investimento obtido a partir do aporte de fundos de investimentos mostram-se oportunos e relevantes tanto para *startups* como para os gestores e os responsáveis pela aplicação desses recursos para o fomento à inovação, com vistas a atender os interesses dos atores envolvidos nesse ambiente inovador.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa com abordagem qualitativa foi realizada a partir de entrevistas semiestruturadas com três gestores de diferentes fundos de investimentos, selecionados devido à acessibilidade/conveniência, visto que a construção de evidências por meio de entrevistas demanda que a confiança seja estabelecida entre entrevistado e entrevistador.

Na análise das entrevistas, empregou-se a técnica de análise de conteúdo em consonância com recomendações de Bardin (2011), visto que permite uma visão singular dos fatos e do que os investidores pensam, sentem e expressam a respeito dos elementos do construto e das questões relacionadas, no caso ao desenho e ao uso do SCG em diferentes fases do aporte financeiro. Desse modo, a partir da seleção de frases narradas sobre a realidade dos mesmos, evidências empíricas foram construídas, procedimento também adotado no estudo de Kerschenbauer *et al.* (2015).

### 3.1 FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Para o levantamento deste grupo de interesse, foram realizadas buscas em catálogos empresariais e buscadores *on-line*. Esta primeira etapa proporcionou a coleta do *e-mail* e do endereço físico dos fundos de investimentos de Florianópolis, SC. Fato que se apresenta como uma limitação e um incentivo para novas investigações. A partir dessa prospecção, entrou-se em contato com os fundos de investimentos via telefone para apresentação da proposta de pesquisa, o que possibilitou a troca de informações a respeito de particularidades da pesquisa e demais informações necessárias para o possível agendamento das entrevistas.

Após o primeiro contato, apenas três fundos de investimentos se dispuseram a participar das entrevistas. Esses apresentam um histórico de investimentos em empresas *startups* e projetos inovadores, o que está alinhado com os requisitos da pesquisa. Assim, as evidências empíricas desta investigação são pautadas em relatos de três gestores de fundos de investimentos distintos, os quais aceitaram o convite para participar da pesquisa.

A segunda etapa consistiu do agendamento das entrevistas. Antes disso, firmou-se um Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE), com vistas em garantir o sigilo e a identidade dos gestores e dos respectivos fundos. Este termo é um compromisso de que as informações serão utilizadas apenas para cunho acadêmico. A última etapa compreendeu a realização das entrevistas, que foram gravadas e consubstanciaram o alcance do objetivo desta investigação. As entrevistas totalizaram duas horas, trinta e cinco minutos e quatro segundos.

A partir deste ponto da pesquisa, os três fundos de investimentos são identificados pelas seguintes nomenclaturas E<sub>1</sub>, E<sub>2</sub> e E<sub>3</sub>, em consonância com os parâmetros estabelecidos via TCLE. Na Tabela 1, apresenta-se o perfil dos fundos de investimentos e dos entrevistados.

**Tabela 1.**

Perfil dos entrevistados e dos fundos de investimentos

Fundo de investimento	E <sub>1</sub>	E <sub>2</sub>	E <sub>3</sub>
Origem do fundo de investimento	Privado	Privado	Privado
Gênero do entrevistado	Masculino	Masculino	Masculino
Área de formação	Economia	Administração	Economia
Cargo do entrevistado	Associate Venture Capitalist	Sócio do Fundo de Investimento	Membro do Conselho
Data da entrevista	21/09/2016	17/01/2017	18/01/2017
Duração da entrevista	00:46:49	00:46:53	01:22:00

Fonte: Dados da pesquisa.

O processo de investimento, segundo Alves, Filizzola e Junqueira (2015), é segregado nas etapas de prospecção, aceleração e desinvestimento. Esses autores explicam que a prospecção consiste na busca por novos negócios a serem investidos, por meio de um processo estruturado que busca oportunidades de investimento e a construção e efetivação do investimento. Já a aceleração pode durar de 4 a 6 anos e visa construir valor por meio da utilização adequada dos recursos investidos, governança e apoio à gestão. Trata-se de um processo ativo de suporte e apoio à gestão (Alves *et al.*, 2015). Por fim, o processo de desinvestimento dura de 6 a 12 meses e consiste no processo da venda da participação societária do fundo (Alves *et al.*, 2015).

### 3.2 ROTEIROS DA ENTREVISTA

Na Tabela 2, são apresentados os construtos do desenho do SCG e as respectivas questões do roteiro para as entrevistas dos gestores dos fundos de investimentos.

**Tabela 2.**  
Construtos da pesquisa – Desenho do SCG

Construtos e questões sobre desenho do SCG		
Controles de Planejamento	1	Definição das metas das áreas funcionais da organização para orientar os esforços e os comportamentos.
	2	Fornecimento dos padrões a serem alcançados em relação à meta, deixando claro o nível de esforço e comportamento esperado.
	3	Alinhamento dos objetivos, por meio das áreas funcionais da organização, com vistas a controlar as atividades de grupos e indivíduos.
Controles Cibernéticos	4	Medidas que permitem a quantificação de um fenômeno subjacente ou das atividades do sistema.
	5	Padrões de desempenho ou metas a serem cumpridos.
	6	Processo de <i>feedback</i> que permite a comparação do resultado das atividades com o padrão.
	7	Realimentação do sistema a partir de informações de <i>feedback</i> quantitativas e qualitativas.
Controles Administrativos	8	Capacidade de modificar o comportamento do sistema ou de atividades subjacentes.
	9	Direção para o comportamento da força de trabalho por meio da organização dos indivíduos (desenho organizacional e estrutura).
	10	Monitoramento do comportamento dos empregados e dos responsáveis pelo seu monitoramento (governança).
	11	Especificação de como as tarefas ou comportamentos devem ser realizadas ou não realizadas (políticas e procedimentos).
Controles Culturais	12	Agenda de reuniões executivas que estabelecem prazos e direcionam o comportamento dos membros da organização.
	13	Valores, crenças e normas sociais que são estabelecidos e influenciam o comportamento da força de trabalho.
	14	Procedimentos para recrutar e selecionar pessoas seguem os valores da organização.
	15	Explicação do comportamento e dos valores organizacionais desejados se reflete na força de trabalho.
	16	Hábitos de comunicação e de colaboração são meios de controlar o comportamento da força de trabalho.

Fonte: Elaboração própria com base no referencial teórico de Malmi e Brown (2008).

Conforme a Tabela 2, o desenho do SCG foi operacionalizado a partir do modelo teórico de Malmi e Brown (2008). Na Tabela 3, são evidenciados os construtos relativos ao uso do SCG e as questões para as entrevistas dos gestores dos fundos de investimentos.

**Tabela 3.**  
Construtos da pesquisa – Uso do SCG

Construtos e questões sobre uso do SCG			Referências
Diagnóstico	1	Acompanhar o progresso em direção às metas.	Henri (2006)
	2	Monitorar os resultados.	
	3	Comparar os resultados com as expectativas.	
	4	Revisar as medidas chave de desempenho.	
Interativo	5	Promover a discussões em reuniões entre superiores, subordinados e pares.	
	6	Proporcionar o contínuo desafio e discutir os dados subjacentes, os pressupostos e os planos de ação.	
	7	Fornecer uma visão comum da organização.	
	8	Alinhar a organização à visão.	
	9	Oportunizar a organização a concentrar-se em questões comuns.	
	10	Possibilitar a organização a focalizar-se nos fatores críticos de sucesso.	
	11	Desenvolver um vocabulário comum na organização.	
Crenças	12	A declaração de missão comunica claramente os valores fundamentais da empresa para a força de trabalho.	Widener (2007)
	13	Os gestores de topo comunicam os valores fundamentais da empresa para a força de trabalho.	
	14	A força de trabalho está ciente dos valores fundamentais da empresa.	
	15	A declaração de missão inspira a força de trabalho.	
Limites	16	A empresa se baseia em um código de conduta empresarial para definir o comportamento apropriado para a força de trabalho.	
	17	O código de conduta empresarial informa a força de trabalho sobre os comportamentos que estão fora dos limites.	
	18	A empresa tem um sistema que comunica à força de trabalho riscos que devem ser evitados.	
	19	A força de trabalho está ciente do código de conduta empresarial.	

Fonte: Elaboração própria com base no referencial teórico de Henri (2006) e de Widener (2007).

De acordo com a Tabela 3, este roteiro de entrevista semiestruturado foi desenvolvido com vistas no alcance do objetivo desta pesquisa quanto ao uso do SCG.

### 3.3 COLETA DE DADOS E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A coleta de dados foi realizada por meio de um roteiro de entrevista semiestruturado, como destacado. O primeiro bloco compõe-se das perguntas relativas ao desenho do SCG. Assim, solicitou-se aos gestores que narrassem quais atributos e argumentos sustentam a importância de a empresa *startup* possuir determinado item do pacote de SCG proposto por Malmi e Brown (2008), como identificado nos construtos apresentados na Tabela 2, em cada etapa do processo do aporte financeiro (prospecção, aceleração e desinvestimento). Após a atribuição do grau de importância, incitou-se o entrevistado a narrar sobre as expectativas e os atributos que o levam a conceder tal nível de importância aos atributos do desenho do SCG e diante das etapas de prospecção, aceleração e desinvestimento.

O segundo bloco compõe-se das perguntas relacionadas ao uso do SCG. Solicitou-se que o gestor do fundo de investimento discorresse sobre o grau de importância do uso das alavancas de controle de Simons (1995) pelas empresas *startups* em cada etapa do processo de aporte financeiro. Na sequência, buscou-se promover um diálogo com os gestores para que fornecessem subsídios que sustentam a sua posição frente ao grau de importância atribuída.

As entrevistas foram gravadas e transcritas e serviram de base para a análise dos resultados da pesquisa. O processo de identificação da percepção dos gestores de fundos de investimentos sobre o desenho e o uso do SCG de empresas *startups* nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro tomou por base a análise de conteúdo das entrevistas e das inferências a partir do material teórico-empírico já socializado na literatura. Assim, a partir de fragmentos das narrativas dos gestores, foram construídas evidências à luz da importância percebida quanto ao desenho e ao uso do SCG em cada etapa do aporte financeiro, prospecção, aceleração e desinvestimento.

A análise dos resultados foi guiada por meio de duas etapas: (i) o posicionamento dos gestores nas diferentes etapas do aporte financeiro quanto à presença dos elementos do desenho do SCG; e (ii) a percepção dos entrevistados quanto ao uso do SCG pelo proponente. A ideia central da análise está consubstanciada em reconhecer como os entrevistados valorizam e percebem o desenho e o uso do SCG nas diferentes etapas do aporte financeiro.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 PERCEPÇÃO DE GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS SOBRE O DESENHO DOS SCG

A força da tipologia proposta por Malmi e Brown (2008) situa-se no âmbito dos controles do SCG como um pacote. Essa lente foi utilizada para mapear a percepção dos gestores de fundos de investimentos sobre o desenho do SCG em empresas *startups* investidas, nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro. Quanto aos controles de planejamento, na etapa da prospecção, o entrevistado E<sub>2</sub> apontou que:

Mais importante que a meta, é o racional construído pelo empreendedor. Como é que ele vai atingir aquela meta. O foco da nossa análise não está na empresa, mas no empreendedor. Se o empreendedor é capaz de mostrar racionalidade, objetividade, que aquelas metas são atingíveis, tendemos a gostar, a tomar a decisão de fazer o investimento (E<sub>2</sub>).

Na percepção do gestor E<sub>2</sub>, a definição de metas pelas empresas *startups*, na etapa de prospecção, não apresenta relevância, por serem contraproducentes neste estágio. Nesta etapa são mais relevantes os sinais de interesse do mercado pelos produtos ou serviços oferecidos ou a evolução da ideia proposta pela *startup*. O perfil do empreendedor, ao mostrar-se racional e interessado e possuir objetividade no que pretende alcançar, é credível de que as metas definidas serão atingidas. Davila e Foster (2005) esclarecem que, na etapa de prospecção, na busca de empresas e aporte de capital nas selecionadas, os controles são focados no produto, no cliente e nas outras áreas operacionais. Portanto, controles internos não são relevantes para os fundos de investimentos nesta fase.

Quanto aos controles cibernéticos, na etapa da prospecção, nota-se no discurso do entrevistado E<sub>2</sub> o desafio de estabelecer padrões e metas, como segue:

Padrões e metas a serem cumpridos, isso é um desafio de verdade, mas o desafio está no fato de que a gente não tem *benchmarks* confiáveis. A gente não tem esse número palpável para a realidade brasileira, a gente tem *benchmarking* lá de fora, a gente acaba comparando com o passado e com outras fontes de acesso, mas é difícil mensurar isso (E<sub>2</sub>).

A ausência de um histórico da situação econômico-financeira apresenta-se como um fator limitador ao desenvolvimento das empresas *startups* (Davila *et al.*, 2015). De modo geral, os investimentos das empresas de fundos de investimentos em *startups* deve-se ao fato de apresentarem capacidade de crescimento. Van der Linden, Zanini, Zani e Diehl (2010) esclarecem que a possibilidade de elevada taxa de crescimento e o retorno sobre o investimento são as condições que justificam os altos custos para a estruturação, o monitoramento e a negociação com as investidas, até mesmo pela baixa liquidez e pelo alto risco.

Quanto aos controles administrativos, na etapa de prospecção, os entrevistados apresentaram evidências de que não são considerados relevantes. Tais controles direcionam o comportamento da força de trabalho, por meio da organização de indivíduos e grupos, além de estabelecerem os processos de especificação das tarefas que devem ou não ser realizadas (Malmi & Brown, 2008). O entrevistado E<sub>3</sub> corrobora para tal inferência: “não é isso que motiva a fazer um investimento em uma *startup*. Interessa como os empreendedores se organizam e organizam o seu time. Quando o empreendimento é muito pequeno, é preferível ser mais flexível do que mais especialista”.

Os relatos das entrevistas corroboram com o observado por Horbucz (2015) e Aguiar (2016), no que concerne à importância do perfil da equipe e do empreendedor, como elementos chave para a decisão favorável de aporte de capital pelo investidor.

No que tange aos controles culturais, na etapa de prospecção, reconhece-se que cada empresa tem valores próprios e distintos, e os valores da empresa se confundem com os dos empreendedores. Tal observação conduz a procedimentos para recrutar e selecionar pessoas, realizar a explicação do comportamento e dos valores organizacionais desejados na execução das tarefas. Quanto aos controles culturais, o relato do entrevistado E<sub>1</sub> expôs que:

Acho que cada empresa tem um valor diferente, cada uma vai ter um nível de valores diferente, não vai ter empresa que tenha valores parecidos, principalmente envolvendo a ética. Então você tem essa questão de empatia com o seu investidor, ou relacionamento de longo prazo, acho que para prospecção, a questão dos valores para uma empresa pequena são os empreendedores (E<sub>1</sub>).

Depreende-se do exposto que há um direcionador quanto aos controles culturais na etapa da prospecção. De modo geral, os relatos das entrevistas destacados para a etapa da prospecção, em termos do desenho do SCG, revelam a necessidade da *startup* evidenciar a presença de controles de planejamento, cibernéticos, administrativos e culturais que se alinhem com as propostas inovadoras apresentadas e com perfil empreendedor.

Na etapa da aceleração ocorre o desenvolvimento dos negócios investidos. Assim, nesta etapa do aporte financeiro, os controles de planejamento são:

[...] muito importantes para a empresa, a gente cria um orçamento com metas agressivas, mais agressivas do que já estão acostumados, tem a remuneração baseada nessas metas, então muitas vezes isso é levado em consideração e é uma das atividades mais importantes (E<sub>1</sub>).

Observa-se que nesta fase os investidores começam a empregar procedimentos de análise do valor investido e do rendimento relativo ao aporte de capital. Davila e Foster (2005) esclarecem que, nos estágios iniciais de uma empresa, as interações informais são suficientes para satisfazer as necessidades de informação, mas à medida que ela cresce, o aumento da escala requer infraestrutura de informação para lidar com essas necessidades.

Quanto aos controles cibernéticos, na etapa de aceleração, esses são considerados importantes, por facilitarem o trabalho, gerarem informações e ajudarem a empresa na obtenção de desempenho positivo. Nesta etapa do aporte financeiro, destacam-se as metas focadas em vendas, mais do que nos custos. O olhar do avaliador do fundo de investimento muda, conforme o entrevistado E<sub>2</sub>:

Nessa hora estamos mais preocupados com métricas relacionadas as vendas do que propriamente com os custos. [...] Para nós, número de clientes, *ticket* médio, vamos sempre medir essas coisas. Agora, precisou medir desempenho do comércio eletrônico mês a mês, ai já passa a ser uma coisa específica de cada um (E<sub>2</sub>).

De acordo com Rieche e Santos (2006), o desempenho do negócio é afetado pela estruturação dos sistemas financeiros e pela capacidade de inovação. Os investidores buscam opções que promovam o crescimento mais rápido da empresa, por meio do apoio à contratação de funcionários estratégicos e implantação de ferramentas de apoio à

gestão, além do emprego da *expertise* e da rede de contatos estratégicos da *startup* (Sahlman, 1994).

Em relação aos controles administrativos, na etapa de aceleração, estes passam a ser mais importantes, conforme relatado pelo entrevistado E<sub>1</sub>: “a partir do momento que se quer mudar a estrutura organizacional, deseja-se especializar e também trabalhar para contratar uma equipe, deve haver a especialização para conseguir tirar o máximo proveito da mesma”.

Silva e Biagini (2015) aduzem que o gestor da *startup*, após atrair investidores, deve adotar práticas adequadas de governança, para proporcionar retornos atrativos aos proprietários e agregar valor aos ativos investidos, por meio de gestão financeira e operacional. Entretanto, dependendo do tamanho, não há necessidade de implantá-las. Na percepção dos entrevistados, sobre os padrões de desempenho ou metas a serem cumpridas, o empreendedor é o elemento central. Em um primeiro momento, o empreendedor se preocupa em elaborar o produto, e só depois começa a pensar no mercado.

No que concerne aos controles culturais, na etapa de aceleração, a importância da participação do fundo de investimento, na percepção dos gestores entrevistados, é de muito valor, para questões como valores, crenças e normas sociais, que são estabelecidos e influenciam o comportamento da força de trabalho. Shinohara (2007) destaca contribuições dos fundos de investimentos para as investidas, como assessoramento estratégico, esclarecimentos para melhores práticas de governança, estrutura de capital e redes de contato.

Os controles culturais, na etapa de aceleração, apresentam-se relevantes aos gestores dos fundos de investimentos, como destacado pelo entrevistado E<sub>3</sub>:

Ter esse processo bem desenhado (controles culturais) e ter a disciplina de seguir ele é bem importante [...]. Algumas empresas já começaram a fazer isso, é bem benéfico você ter esse processo. É uma coisa que a gente valoriza, mas algumas empresas não valorizam. Ele (o empreendedor) está com foco que tem que melhorar o produto e vender, ele não enxerga que isso aqui vai afetar a capacidade de explicação do comportamento e dos valores organizacionais desejados que se refletem na força de trabalho (E<sub>3</sub>)

Verifica-se que os controles culturais, na etapa de aceleração, apresentam-se como um produto da criação de valor desenvolvida no decorrer do aporte financeiro, uma vez que é um atributo importante para o prazo de retorno do investimento. Os controles culturais denotam garantias de continuidade da empresa, conforme mencionado pelo entrevistado E<sub>1</sub>:

Definir valores, definir cultura, a gente sabe que é importante para o longo prazo, vai trabalhar a missão, visão, valores. Com base nisso você começa a traçar os seus objetivos estratégicos, como você quer ser conhecido, então é algo já bastante importante, para a venda e o desinvestimento (E<sub>1</sub>).

Neste escopo, os valores culturais apresentam-se importantes e requerem atenção no seu desenvolvimento, pois o projeto de inovação e a colocação do produto e/ou serviço inovador no mercado são influenciados pela presença do SCG. Na etapa de aceleração, o desenho do SCG tem maior importância à medida que existe a missão de assumir o risco junto com o empreendedor e controlar esse espaço, o que é fortalecido com a presença do SCG. Evidência também destacada no estudo de Theiss e Beuren (2020), que constataram relação direta entre a aplicação de recursos por provedores de *fundraising* e as variáveis do desenho do SCG, conforme a tipologia proposta por Malmi e Brown (2008).

Na etapa de desinvestimento, Shinohara (2007) esclarece que a empresa já terá um histórico financeiro e operacional consolidado. Nesse sentido, quanto aos controles de planejamento, em especial a meta, o entrevistado E<sub>1</sub> esclarece que: Shinohara

A meta é muito importante para a operação do dia-a-dia, ela vai fazer com que a empresa crie valor, cresça [...]. Analisar se a empresa bateu as metas, é um argumento a mais, mas o que é importante é o futuro. Alguém vai ter que comprar essa participação, então se a empresa não bater as metas, vai talvez querer desinvestir, porque pode gerar um passivo para a gente. Um outro investidor, talvez analise muito mais o futuro do que o histórico. Se essa empresa vai crescer (E<sub>1</sub>).

No desinvestimento, nota-se que há duas preocupações: (i) a continuidade da empresa; e (ii) se realmente a presença do fundo criou valor no negócio proposto na etapa de prospecção. O entrevistado E<sub>3</sub> sustenta tal inferência, quando menciona que: “para o desinvestimento, a definição de metas facilita a conversa com o investidor, a empresa

passa uma imagem de ser organizada, isso agiliza a organização e tem reflexo no valor”.

Quando da saída da empresa do fundo de investimento, os controles de planejamento facilitam a negociação para um possível desligamento. A preocupação com o valor criado recai também nos controles cibernéticos, fato mencionado pelo entrevistado E<sub>1</sub>: “no controle você pode estar gerando um passivo e você não vai saber. Na hora que você for vender a empresa você vai perder valor. Então é algo que tem que ter bastante atenção”.

É possível que a criação de valor e a forma como o planejamento é constituído e controlado pelo fundo de investimento contribuam para o resultado em todas as etapas do aporte financeiro e das estratégias desenvolvidas pelas empresas *startups*. O relato do entrevistado E<sub>2</sub> fornece subsídios para tal inferência: “dependendo do desinvestimento, a apresentação de padrões de desempenho seja até uma estratégia importante, pode mostrar se vale a pena comprar”.

A criação de valor com o auxílio do fundo de investimento, a partir dos controles de planejamento, é importante à medida que nesta etapa se considera a busca por outros investidores para a realização de novos aportes de capital na empresa *startup*. Metrick (2006) argumenta que investidores buscam investir em empresas que ofereçam segurança e que estejam alinhadas às suas expectativas.

No processo de desinvestimento, os controles administrativos estão voltados ao desenho organizacional, uma vez que serão particulares para cada empresa. Para Metrick (2006), maximizar os retornos financeiros é o principal objetivo dos fundos de investimentos. Nesta etapa, os controles administrativos são reconhecidos como elementos distintos e a sua análise perpassa uma fórmula pré-pronta, em que se percebe heterogeneidade significativa na sua adoção (Davila *et al.*, 2015), conforme indicado pelo entrevistado E<sub>1</sub>:

Tem diversos modelos de estrutura, uma funciona de um jeito, outra de outro, não tem o melhor para todas as empresas investir. A empresa já vai estar grande, mas para cada empresa é diferente. Tem empresa que vai gerar uma formatação, conseguir acompanhar o segmento do mercado, ao passo que tem empresa que vai gerar lucro, outra empresa que vai ter que verticalizar, tem empresa que vai ser só focada numa atividade. Então, é muito específico isso. Algumas empresas podem valorizar só o fato dela ter uma determinada equipe e agentes, como a tecnologia (E<sub>1</sub>).

Van der Linden *et al.* (2010) esclarecem que os fundos de investimentos podem contribuir para o crescimento e a modernização das *startups*, não somente pelo aporte de capital realizado, mas, principalmente, pelo apoio gerencial e suprimento de carências de profissionalização dos gestores dessas empresas com elevado potencial de crescimento.

Por fim, quanto aos controles culturais na fase de desinvestimento, estes são relevantes à medida que os valores, a missão e a visão da organização apresentam-se como atributos relacionados à criação de valor. O entrevistado E<sub>1</sub> argumentou que: “na compra ou venda vai ter números, é legal você ter uma cultura redonda, bonita [...]. Ninguém vai pagar mais se a empresa não tiver indo bem. A cultura é que vai ter um melhor resultado, se tiver pessoas que tenham um trabalho”. Na etapa de desinvestimento, é observada a trajetória construída pelo fundo de investimentos e pelos empreendedores das empresas *startups*. Tal trajetória se reflete sobre o produto ou serviço oferecido, assim como para a equipe executiva e de execução. Entretanto, o fundo de investimento participa pouco nessas questões culturais.

#### 4.2 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS SOBRE A PERCEPÇÃO DA RELEVÂNCIA DO DESENHO DOS SCG

Uma síntese da percepção dos gestores de fundos de investimentos quanto ao desenho do SCG é apresentada na Figura 2.

Percepção dos gestores de Fundos de Investimentos sobre a importância dos elementos do desenho do SCG no processo de avaliação de aporte financeiro		
<p><b>Prospecção</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Perfil do empreendedor</li> <li>✓ Controles que se alinham ao projeto da empresa <i>startup</i></li> <li>✓ Valores singulares</li> </ul>	<p><b>Aceleração</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Riscos assumidos</li> <li>✓ Controle de recursos</li> <li>✓ Disciplina para cumprimento das metas</li> </ul>	<p><b>Desinvestimento</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Poder de negociação</li> <li>✓ Continuidade da empresa <i>startup</i></li> <li>✓ Criação de valor</li> </ul>

**Figura 2.** Percepção de gestores de fundos de investimentos sobre o desenho do SCG em cada fase do aporte financeiro  
Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 2, há os atributos informacionais que o desenho do SCG deve possuir, na percepção dos investidores de fundos, no momento da avaliação das etapas do aporte financeiro. Nesse ponto, o desenho do SCG contribui para o crescimento destas empresas e com efeitos distintos em cada etapa do aporte financeiro (Davila & Foster, 2005; Davila *et al.*, 2009; Davila *et al.*, 2015; Sampaio *et al.*, 2018).

Na prospecção, o perfil do empreendedor, os controles que se alinham ao projeto da *startup* e os valores singulares são atributos chave em termos informacionais que o desenho do SCG da *startup* deve contemplar. Nesse ponto, os controles culturais, entendidos como “controles baseados em valor, controles dos grupos e símbolos” (Beuren *et al.*, 2018, p. 22), são de interesse dos gestores dos fundos de investimentos. Esse achado contrapõe-se ao de Rieche e Santos (2006), no que diz respeito à importância de controles administrativos nas *startups*, na percepção dos fundos de investimentos, além de denotar valorização de elementos informais do desenho do SCG.

Na aceleração, são enaltecidos controles que mitigam riscos assumidos e contribuem para o controle de recursos e o cumprimento das metas. Nesse sentido, os elementos do desenho do SCG pospostos por Malmi e Brown (2008) são mais valorizados. Quebra-se a informalidade em termos de desenho do SCG e elementos como os controles de planejamento, administrativos e cibernéticos são valorizados, principalmente pelo interesse em mensurar as vendas, o valor investido e o retorno esperado do negócio investido. Nesta etapa do processo de aporte, a disciplina para o cumprimento de metas torna-se constante e os benefícios esperados dos controles formais superam os custos (Chenhall, 2003).

No desinvestimento, o interesse informacional em termos de desenho do SCG está no poder de negociação, continuidade da *startup* e criação de valor a partir dos recursos investidos. Nesta etapa, todos os itens do pacote de Malmi e Brown (2008) respondem de modo satisfatório em termos informacionais. Existe a necessidade de se desvincular da *startup*, mas a mesma deve possuir atributos de planejamento, administrativos, cibernéticos e de cultura que satisfaçam a sua permanência no mercado.

Davila *et al.* (2015) destacam as facilidades que estes sistemas proporcionam para uma melhor decisão e execução das atividades nestas empresas. O desenho do SCG pode ser mais saliente quanto à concorrência, às mudanças nos mercados, à preferência dos clientes, às tecnologias e à globalização. A literatura sobre contingência concentra argumentos para sofisticados desenhos dos sistemas de gestão dependendo da empresa (Chenhall, 2003). Assim, o desenho do SCG contribui para a profissionalização da gestão e alinhar os objetivos da *startup* diante das etapas do aporte de investimento, além de mitigar os riscos de negócios inovadores no que tange aos produtos e aos serviços a serem desenvolvidos por estas empresas.

#### 4.3 PERCEPÇÃO DE GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS SOBRE O USO DOS SCG

No que tange à percepção dos gestores de fundos de investimentos quanto ao uso dos SCG em empresas *startups* para análise da aplicação de recursos, nas diferentes etapas do processo de avaliação, a lente adotada baseia-se na tipologia das alavancas (LOC's) proposta por Simons (1995). Nesse escopo, quanto ao sistema de controle diagnóstico, na etapa de prospecção, o entrevistado E<sub>3</sub> destacou que, “na prospecção, quase ninguém faz isso”.

Depreende-se que, na etapa de prospecção, não se analisa se a *startup* faz uso do sistema de controle diagnóstico. Percebe-se também que o interesse está nos resultados das atividades monitoradas pela *startup*, conforme destacado pelo entrevistado E<sub>1</sub>:

Para monitorar resultado, não quer dizer que o resultado foi bom ou ruim, pois você só está monitorando o resultado. Na prospecção é importante verificar se a empresa está indo bem ou não. Você tem várias empresas na prospecção e a escolha vai ser se está bem ou mal (E<sub>1</sub>).

As evidências são de que, na etapa de prospecção, quanto ao uso do sistema de controle diagnóstico, os fatores decisivos consistem em elementos qualitativos e quantitativos. Nesta etapa ocorre a prospecção dos projetos, dos produtos e da *startup*. Para que, na sequência, o fundo de investimento possa dar início à fase de conhecimento mais aprofundado da empresa, do produto, do mercado e da situação financeira. Portanto, na etapa de prospecção, o uso diagnóstico na *startup* não é relevante.

Em relação ao uso do sistema de controle interativo, na etapa de prospecção, Van der Linden *et al.* (2010) esclarecem que o envolvimento dos gestores de fundos requer permanente contato com as *startups* investidas, por meio de reuniões, conversas telefônicas e mensagens eletrônicas. Nessa perspectiva, o entrevistado E<sub>1</sub> narrou que:

Discute-se, por exemplo, os dados da empresa, seus resultados e como está acontecendo o plano de ação. Porque a gente vai precisar dos dados, das informações da empresa, e vai discutir isso, se vai seguir em frente ou não. Sem informação não tem como analisar, não quer dizer que a empresa precisa discutir internamente, mas vou ter que discutir com eles (E<sub>1</sub>).

O controle interativo, no processo de prospecção, apresenta-se mais relevante quanto as suas especificidades, em especial, a flexibilidade contribui para uma maior aproximação dos fundos de investimentos com as *startups*. Nesta mesma direção, o sistema de crenças, na etapa da prospecção, é observado pelo empreendedor, como evidenciado pelo entrevistado E<sub>2</sub>: “tem empresa em que isso funciona, tem outras que funcionam sem isso. Está muito relacionado com o empreendedor”.

O entrevistado E<sub>1</sub>, que é gestor de outro fundo de investimento, explicou que:

O sistema de crenças é importante, ele é intangível, é trabalhado, mas dependendo da situação da empresa, tem que sobreviver. Estamos trabalhando as vezes muito apertado com a empresa, então é importante criar e trabalhar algo que se desenvolve e não é um negócio que se gera de um dia para a noite, mas sim, um negócio que realmente vai se desenvolver. A gente acompanha as empresas, ter os números na mão e poder discutir os números, se está seguindo a visão, os valores (E<sub>2</sub>).

Infere-se que os gestores dos fundos de investimentos entrevistados percebem o sistema de crenças como algo relevante, já que por meio dos valores, da missão e da visão da empresa se conhecem o perfil do empreendedor e as capacidades organizacionais da *startup*.

Quanto ao sistema de limites, o mesmo funciona como um monitorador dos riscos dos projetos de inovação e desenvolvimento do negócio. O entrevistado E<sub>1</sub> destacou que: “é importante na etapa da prospecção o risco tecnológico, por estar avaliando o investimento, mas a gente não tem essa informação do quanto pode afetar, portanto, o risco é alto, ainda mais de um aspecto tecnológico”.

A relevância do uso do SCG na etapa de prospecção paira sobre o risco que o investidor está assumindo, uma vez que se avaliam *startups*, as quais não apresentam histórico e antecedentes econômico-financeiros. Já na etapa de aceleração, o sistema de controle diagnóstico ganha um novo atributo, conforme destacado pelo entrevistado E<sub>3</sub>:

Não é só monitorar, verificar para onde está indo o nosso dinheiro, ver se os empreendedores estão seguindo o plano que a gente negociou com eles, mas o argumento que a gente usa é que isso vai impactar o *valuation*, então se você não controlar isso e não fizer tudo certo, lá na frente você vai ser penalizado. O empreendedor não monitorou nada, a empresa ficou uma bagunça, ele vai ser excluído. Eles sabem disso e aprendem, que isso tem que ser monitorado (E<sub>3</sub>).

Denota-se a preocupação do fundo de investimento com a avaliação da empresa, ou seja, qual o valor da mesma após receber os recursos e o seu consumo nos projetos de inovação e desenvolvimento. Quanto ao uso do sistema de controle interativo, nota-se que a flexibilidade das características de tal sistema faz o mesmo ser percebido como relevante pelo gestor do fundo de investimento, conforme o entrevistado E<sub>3</sub>: “isso acaba sendo mais relevante, geralmente eles têm isso (sistema de controle interativo), o que é saudável”.

A relevância do uso interativo do SCG, na etapa de aceleração, é reforçada pelo gestor do fundo de investimento E<sub>1</sub>, ao indicar que:

Na aceleração vai ser super importante (sistema de controle interativo). Todas as adições são baseadas em informação. Você tem que ter esse contínuo desafio. As vezes tem pessoas que dizem, olha, está quase lá, mas tem casos de empresas que não foi aprovado nosso investimento, e seis meses depois bateram todas as metas propostas sem investimento e agora ela foi investida (E<sub>1</sub>).

O sistema de controle interativo, a partir de sua flexibilidade, consegue fornecer subsídios para cumprir os objetivos propostos e desenvolver o negócio em termos econômico-financeiros. Considerando o fundo de investimento um agente externo, interessado no andamento dos projetos, principalmente na etapa de aceleração, o sistema interativo contribui para acompanhar o consumo dos recursos investidos e o desenvolvimento da inovação.

O sistema de crenças, no processo de aceleração, é relevante, conforme destacado pelo gestor do fundo de

investimento E<sub>1</sub>:

O sistema de crenças é importante para a aceleração da empresa. Mas depende da empresa, você consegue trabalhar, mais as pessoas do que você consegue criar. Têm pessoas que a gente não consegue trabalhar por serem restritivas. Mas quando chega no final do dia, no final do mês, tem que bater as metas e ver a DRE (E<sub>1</sub>).

As metas monetárias impactam o desenvolvimento de um sistema de crenças que comunica a cultura organizacional e, por vezes, conduz os funcionários para uma direção única em termos de missão, visão e valores organizacionais. Sobre este aspecto, o gestor do fundo de investimento E<sub>3</sub> apontou que: “a gente olha se tem definidos a missão e os valores, engajar os seus colaboradores acaba sendo importante, sobretudo na fase de aceleração, que é o foco nosso”.

Depreende-se que a equipe é um atributo observado pelos fundos de investimentos na etapa de aceleração, à medida que se busca criar um ambiente propício ao desenvolvimento da inovação e dos projetos inovadores, com um consumo consciente dos recursos financeiros empreendidos. O sistema de limites é irrelevante na etapa de aceleração, uma vez que nesta se busca a sobrevivência no mercado de atuação. A este respeito, o entrevistado E<sub>1</sub> expôs que:

É mais uma questão de bom senso do que ter um código de conduta. Esse código de conduta é muito mais um *compliance*, ou seja, a gente pode estar falando de uma empresa de 200 ou 300 milhões de reais. Ai você tem que ter uma gestão muito mais voltada para uma gestão de risco. Já em empresas pequenas e médias, com menos de R\$ 600.000,00 você está lutando para sobreviver, você não tem tempo para parar e fazer um código de conduta, então tem outras coisas que são prioritárias (E<sub>1</sub>).

Observa-se a necessidade de controles voltados à sobrevivência, aspecto relatado pelo fundo de investimento nesta etapa do processo de aporte financeiro. O valor e o desempenho das *startups*, geralmente, é “avaliado por meio de variáveis como vendas, receitas líquidas, impostos pagos, empregos gerados, gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D), comércio exterior e contribuições para a geração de novas empresas” (Cicconi, 2014, p. 15).

Na etapa de desinvestimento, o sistema de controle diagnóstico é observado como um sinal da continuidade da *startup*. O gestor do fundo de investimento E<sub>1</sub> destacou que: “para o desinvestimento vai ser a mesma coisa, pergunta-se: Como está ai? Melhorou? Se a empresa estiver indo bem, é melhor”.

No processo de desinvestimento, espera-se que o SCG apresente resultados satisfatórios, pois se analisa a relevância do investimento no projeto de inovação e na criação de valor. Em termos do sistema de controle interativo, o gestor entrevistado E<sub>1</sub> mencionou que: “todos estão cientes com o que está acontecendo, ou o que a empresa faz [...]”. O entrevistado acrescentou que: “se a empresa já estiver desenhada é mais complicado ter alta *performance*, alto desempenho operacional, mas dependendo do mercado que ela está atuando, vai ter um bom desempenho mesmo assim”.

O sistema de controle interativo possui mecanismos para fornecer uma visão comum a todos os membros da *startup*. Mesmo que a maioria dessas empresas apresente um quadro de funcionários restrito, esta preocupação com a linguagem é importante, pois facilita também a comunicação com futuros investidores. A flexibilidade do sistema de controle interativo permite a organização focalizar-se em fatores críticos de sucesso, como evidenciado pelo gestor do fundo de investimento E<sub>1</sub>: “a empresa, para ter sucesso, precisa saber trabalhar no que está pegando”.

No processo de desinvestimento, o uso de fatores chave para o desenvolvimento de *startups* apresenta-se como uma característica positiva. No que tange ao sistema de crenças, esse não é privilegiado no processo de desinvestimento, como destacado pelo entrevistado E<sub>1</sub>: “isso é um negócio que a gente trabalha pouco em comparação com os outros, os outros são mais importantes. Se não tiver informação, a empresa pode quebrar e melhorar os seus valores, mas não o inverso”.

Por serem empresas em estágio inicial do seu ciclo de vida, há necessidade de focalizar-se em aspectos que garantirão o seu ciclo operacional. Kerschenbauer *et al.* (2015) evidenciam que o uso do SCG passa a ter maior relevância dois anos após o período de desinvestimento. Dessa forma, a relevância das outras alavancas propostas por Simons (1995) pode surgir após o período de desinvestimento.

O sistema de limites é relevante no processo de desinvestimento. Os papéis bem definidos em termos organizacionais são o resultado de um ciclo operacional definido, em que cada sujeito atua dentro de um limite. Quanto a este aspecto, o entrevistado E<sub>1</sub> narrou que: “o sistema de limites, na etapa do desinvestimento, começa a ser um atributo importante. Se é uma empresa maior pode estar mais alinhada com a governança corporativa”.

O sistema de limites atua como um direcionador para evitar possíveis prejuízos. Como há recursos de terceiros no investimento, é relevante a atuação de controles que direcionem os procedimentos em termos de tarefa. Neste aspecto, o entrevistado E<sub>1</sub> mencionou: “qualquer ponto que causar um prejuízo grande e afetar a marca da empresa no mercado, isso vai ser ruim, na prospecção, na aceleração e no desinvestimento”.

Quanto à forma do sistema de limites, o gestor do fundo de investimento E<sub>1</sub> evidenciou a necessidade de um alinhamento em termos de linguagem e conduta dos colaboradores: “mesmo que esse código seja de modo informal ou pensando de forma mais social, a empresa deve estar em uma mesma linguagem que a escolha de conduta”.

#### 4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS SOBRE A PERCEPÇÃO DA RELEVÂNCIA DO USO DOS SCG

As narrativas dos gestores sobre o uso do SCG nos processos de prospecção, aceleração e desinvestimento revelam a capacidade dos mesmos influenciarem a decisão quanto ao aporte de capital. As características do SCG possuem a capacidade de preencher lacunas relacionadas aos antecedentes econômico-financeiros relevantes para o mercado e para os fornecedores de crédito. Na Figura 3, apresentam-se as principais evidências quanto à percepção dos entrevistados sobre o uso do SCG nas diferentes etapas do aporte financeiro.

**Figura 3.** Percepção de gestores de fundos de investimentos sobre o uso do SCG nas fases do aporte financeiro

Percepção dos gestores de Fundos de Investimentos sobre a importância dos elementos do uso do SCG no processo de avaliação de aporte financeiro		
Prospecção	Aceleração	Desinvestimento
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Risco assumido</li> <li>✓ Fatores qualitativos e quantitativos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Valor da empresa</li> <li>✓ Equipe da <i>startup</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Contribuição do fundo de investimento</li> <li>✓ Criação de valor</li> </ul>

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 3, observam-se os elementos do uso do SCG considerados mais relevantes pelos entrevistados nas diferentes etapas do processo de aporte financeiro por parte dos fundos de investimentos. Na prospecção, o uso do SCG é considerado pouco relevante, devido às incertezas e aos riscos, fatores qualitativos e quantitativos decisivos para a determinação da continuidade da empresa. Nesta etapa, é valorizado o diálogo entre as partes e os investidores consideram as despesas e os custos como investimentos, que possibilitam a geração futura de receita e a viabilização de seu modelo de negócio (Davila *et al.*, 2015). Desse modo, os elementos de uso do SCG estão inscritos em atributos que dialoguem com as incertezas e os riscos assumidos. Nesse ponto, chama-se atenção para elementos presentes nos sistemas de crenças e de restrições (Simons, 1995), que por vezes são sistemas que garantem o comportamento dos empreendedores das *startups* e se presume que estes guiarão a *performance* das mesmas quando se depararam com recursos e processos a serem geridos e que precisam ser reportados para os financiadores da atividade inovadora.

Na aceleração, os investidores estão voltados para o valor da empresa e sua equipe. Aspectos como transparência de informações, flexibilidade nos indicadores e emprego de mecanismos de controle são observados. O uso do sistema de controle interativo (Simons, 1995) garante o fluxo informacional desejado pelos gestores dos fundos de investimentos. O sistema de limites (Simons, 1995) é tido como informal, pois um dos entrevistados reportou que algumas ações nos processos de inovação representam uma atitude de bom senso. Davila e Foster (2005) reforçam que a presença de capital de risco está associada à adoção de orçamentos de caixa, análise de variação, aprovação de despesas operacionais, aprovação de gastos de capital e lucratividade do produto. Esses mecanismos representam um controle rígido, que permitem mensurar o valor da empresa e a qualidade da equipe.

No desinvestimento, os controles formais e informais são valorizados por sinalizarem a continuidade da *startup*, sua qualidade e seu potencial de crescimento. Nesta etapa, analisa-se a contribuição do investimento na criação de valor para a *startup*, com um olhar para evitar possíveis prejuízos. Kerschenbauer *et al.* (2015) sugerem o uso do SCG para identificar riscos na área estratégica, operacional e financeira, como gerenciamento do negócio por vários fundadores, aceitação de cliente, desenvolvimento de produto e índices de liquidez.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a percepção dos gestores de fundos de investimentos sobre o desenho e o uso do SCG em empresas *startups* nas diferentes etapas do processo de avaliação do aporte financeiro. De modo geral, o estudo subscreve os argumentos apresentados pelos fundos de investimentos sobre o desenho e o uso do SCG, em que se observa fluidez no que tange aos aspectos da tomada de decisão do aporte financeiro. Os resultados da pesquisa revelam que o desenho e o uso do SCG apresentam-se como condutores do processo de aportes financeiros realizados por fundos de investimentos, principalmente em termos de fornecimento de informações. Tais achados apoiam a conjectura de que os fundos de investimentos de empresas *startups* acreditam na viabilidade dos investimentos e nas informações fornecidas pelo desenho e pelo uso do SCG, o que condiz com melhores decisões e sinaliza a possibilidade de crescimento da *startup*.

Como implicação teórica, corrobora-se o exposto na literatura quanto à relevância de variações no desenho e no uso do SCG como mecanismo que busca equacionar às necessidades dos diferentes *stakeholders*, no caso deste estudo, os interesses dos fundos de investimentos e a *startup* receptora do aporte financeiro para o desenvolvimento de suas atividades inovadoras. Ademais, os achados indicam que os fundos de investimentos consideram importante que as *startups* utilizem algum SCG na condução dos seus projetos de inovação e que é um dos elementos de influência para a concessão de recursos financeiros, mesmo que estas empresas não tenham histórico econômico-financeiro, mas que o desenho e o uso do SCG possam fornecer previsibilidade de comportamento e ações de gestores diante dos recursos a serem geridos, a exemplo do controle de cultura e de sistema de restrições. Os resultados sugerem que as condições e as características das diferentes etapas do aporte financeiro requerem controle distinto em termos de desenho e uso do SCG, fato que postula que nenhum SCG deve ser aplicado igualmente em todas as empresas em diferentes situações.

Os resultados desta pesquisa também apresentam implicações práticas, uma vez que podem servir de referência tanto para gestores de fundos de investimentos como das próprias *startups*. Para os primeiros, o estudo apresenta um mapeamento explícito das necessidades informacionais de que carecem os gestores dos fundos de investimentos em cada etapa do processo de avaliação (prospecção, aceleração e desinvestimento), além do reconhecimento de que o SCG contribui para melhores decisões e para o acompanhamento da execução das atividades de inovação por eles financiadas. Para os segundos, o estudo incentiva a adesão ao desenho e ao uso de SCG em empresas *startups*, principalmente quando da necessidade de recorrer aos fundos de investimentos para a obtenção de fomento com vistas no desenvolvimento de seus projetos de inovação.

Dentre as limitações desta pesquisa, destaca-se que as evidências apresentadas são oriundas apenas da percepção dos gestores dos fundos de investimentos. Assim, recomenda-se em pesquisas futuras realizar um mapeamento do desenho e do uso do SCG conforme a percepção dos gestores das *startups*. Outra sugestão é identificar as dificuldades enfrentadas no processo de aporte financeiro, no que tange ao relacionamento com fundos de investimentos, elencando o SCG como um mediador do processo que alinha interesses desses atores no ambiente de inovação. Outra limitação da pesquisa é o modelo teórico assumido. Pesquisas futuras com fundos de investimentos e *startups* podem considerar métricas informais de controle como parâmetros que melhor representam as inúmeras realidades de empresas *startups* em desenvolvimento. Essa ação pode apresentar ganhos ainda mais efetivos para a literatura, a qual tem recebido pouca atenção da área contábil.

## REFERÊNCIAS

- Aguiar, N.C. (2016). Elementos da tomada de decisão de investimento em uma *startup*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Alves, A. Filizzola, G., & Junqueira, G. (2015). *Capital Empreendedor: Recursos para inovação e expansão*. São Paulo: Inseed Investimentos.
- Anthony, R.N. (1995). *Management planning and control systems: A framework for analysis*. Boston: Harvard Business School Press.
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. São Paulo: Edições 70.
- Beuren, I.M., Santos, V., & Theiss, V. (2018). Análise da formalidade dos sistemas de controle gerencial em empresas incubadas. *Revista Mineira de Contabilidade*, 19(2), 19-30.
- Beuren, I.M., & Vaz, P.V.C. (2016). Papel mediador do pacote do sistema de controle gerencial na relação entre estratégia ambiental e performance gerencial. *Anais do Congresso USP - International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 16.
- Carraro, W.B.W.H., Meneses, R., & Brito, C. (2019). Combinação de categorias de práticas de controle de gestão para o alto desempenho de start-ups. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(4), 861-878.

- Chenhall, R.H. (2003). Management control systems design within its organizational context: findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society*, 28(2-3), 127-168.
- Cicconi, E.G. (2014). *Proposta de um modelo de tomada de decisão de investimento por parte dos fundos de venture capital em empresas start-ups de biotecnologia no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Collier, P.M. (2005). Entrepreneurial control and the construction of a relevant accounting. *Management Accounting Research*, 16(3), 321-339.
- Crespi, G., Giuliadori, D., Giuliadori, R., & Rodriguez, A. (2016). The effectiveness of tax incentives for R&D+I in developing countries: The case of Argentina. *Research Policy*, 45(10), 2023-2035.
- Davila, A., & Foster, G. (2005). Management accounting systems adoption decisions: evidence and performance implications from early-stage/startup companies. *The Accounting Review*, 80(4), 1039-1068.
- Davila, A., Foster, G., & Jia, N. (2015). The valuation of management control systems in start-up companies: International field-based evidence. *European Accounting Review*, 24(2), 207-239.
- Davila, A., Foster, G., & Oyon, D. (2009). Accounting and control, entrepreneurship and innovation: venturing into new research opportunities. *European Accounting Review*, 18(2), 281-311.
- Ferreira, A., & Otley, D. (2009). The design and use of performance management systems: An extended framework for analysis. *Management accounting research*, 20(4), 263-282.
- Henri, J.F. (2006). Management control systems and strategy: A resource-based perspective. *Accounting, Organizations and Society*, 31(6), 529-558.
- Horbucz, K.D.S.N. (2015). *Financiamento à inovação: investigação dos atributos considerados por fundos de capital anjo no processo de decisão de investimento*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Kerschenbauer, J.E., Mühlburger, H., & Grasser, D. (2015). Management control systems in post-incubation of high-technology startups: Determination of relevance and design of a future study. *Conference Proceedings of the International Association for Management of Technology (IAMOT)*, Bellville, South Africa.
- Lee, M., & Cobia, S.R. (2013). Management accounting systems support startup business growth. *Management Accounting Quarterly*, 14(3), 1-17.
- Lopes, I.F., Beuren, I.M., & Gomes, T. (2019). Influência do uso do sistema de controle gerencial e da estratégia organizacional no desempenho da inovação. *Revista Universo Contábil*, 15(1), 85-105.
- Malmi, T., & Brown, D.A. (2008). Management control systems as a package—Opportunities, challenges and research directions. *Management accounting research*, 19(4), 287-300.
- Maula, M.V.J., Autio, E., & Murray, G. (2009). Corporate venture capital and the balance of risks and rewards for portfolio companies. *Journal of Business Venturing*, 24(3), 274-286.
- Metrick, A. (2006). *Venture capital and the finance of innovation*. New York: Wiley.
- Rieche, F.C., & Santos, L.P.R. (2006). Investimentos em pequenas e médias empresas com elevado potencial de crescimento - critérios de seleção dos capitalistas de risco. *Revista do BNDES*, 13(26), 89-114.
- Sahlman, W.A. (1994). Insights from the venture capital model of project governance. *Business Economics*, 29(3), 35-37.
- Sampaio, A., Crespo, N.F., & Rodrigues, R. (2018). Management control systems in high-tech start-ups: An empirical investigation. *Journal of Business Research*, 89, 351-360.
- Shinohara, P. (2007). *Como funcionam os fundos de investimento em capital produtivo*. São Paulo: Trevisan.
- Silva, F.B.D., & Biagini, F.L. (2015). Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil: A experiência dos fundos Criatec e perspectivas. *BNDES Setorial*, 42(s/n), 101-130.
- Simons, R. (1995). *Levers of control*. Cambridge: Harvard Business School Publishing.
- Theiss, V., & Beuren, I.M. (2020). Reflexos da aplicação de funding no desenho e uso do sistema de controle gerencial. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(2), 218-234, 2020.
- Van der Linden, G.S., Zanini, F.A.G., Zani, J., & Diehl, C.A. (2010). Venture capital e private equity: apenas capital financeiro ou muito mais do que isso? O caso de três empresas do Sul do Brasil. *Revista Ciências Administrativas*, 16(1), 54-85.
- Widener, S.K. (2007). An empirical analysis of the levers of control framework. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7), 757-788.