

## **Accountability: Inovação Decisória na Avaliação de Investimento em Startups**

### **Accountability: Innovative Decision-Making in the Investment Assessment in Startups**

**Nilton Cesar Lima**<sup>\*1</sup> – [cesarlim@yahoo.com](mailto:cesarlim@yahoo.com) ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8933-9953>

**Christian Luiz da Silva**<sup>\*2</sup> – [christiansilva@utfpr.edu.br](mailto:christiansilva@utfpr.edu.br) ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4074-5184>

**Gustavo Henrique Silva de Souza**<sup>\*3</sup> – [gustavo.souza@ifnmg.edu.br](mailto:gustavo.souza@ifnmg.edu.br) ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1513-4293>

**Jamerson Viegas Queiroz**<sup>\*4</sup> – [jvqjamerson@yahoo.com.br](mailto:jvqjamerson@yahoo.com.br) ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9802-6628>

**Fernanda Cristina Barbosa Pereira Queiroz**<sup>\*4</sup> – [fernadacbpereira@yahoo.com.br](mailto:fernadacbpereira@yahoo.com.br) ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1043-0288>

1 - UFU – Universidade Federal de Uberlândia

2 - UTFPR – Universidade Tecnológica Federal do Paraná

3 - IFNMG – Instituto Federal do Norte de Minas Gerais

4 – UFRN – Universidade Federal do Rio Grande do Norte

#### **Resumo**

Este estudo objetiva identificar circunstâncias em *accountability* que favoreçam decisões a investimentos em *startups*. Trata-se de uma pesquisa aplicada a investidores atuantes no mercado *venture capital*, por meio de estudo de casos múltiplos, envolvendo dez empresas investidoras. A ideia é observar se os casos direcionam a resultados semelhantes, ou então por resultados contrários e previsíveis, buscando demonstrar se há alguma contraposição àquilo que se atribui em *accountability* e as decisões de investimentos em *startups*. Os estudos de casos ocorreram por meio de entrevistas semiestruturadas face ao nível de significância dos atributos constituídos, sendo estas compiladas e organizadas com emprego do *software* NVIVO11 e interpretadas com a técnica de análise de conteúdo. Constatou-se que, dentre 20 atributos inicialmente utilizados, apenas 8 apresentaram ser mais expressivos: A1, A2, A5, A6, A8, A9, A12 e A19. Já numa relação somente com atributos em *accountability*, A26 (formalidades contratuais) foi mais representativo. A investigação apontou que atributos como potencial de crescimento e tamanho da empresa, experiência e reputação dos empreendedores, montante do investimento e diferenciação do produto são determinantes no processo de análise. Conclui-se que no campo da complexidade e subjetividade nas avaliações e tomadas de decisão por parte de investidores em *startups*, os atributos objetivos se destacam como *práxis* pelos agentes financeiros, especialmente em virtude dos riscos inerentes.

**Palavras-chave:** *Accountability*. *Startup*. Mercado. *Venture Capital*.

#### **Abstract**

This study aims to identify circumstances in *accountability* that favor decisions to invest in startups. This is a research applied to investors active in the venture capital market, by means of a multiple case study involving ten investing companies. The idea is to observe whether the cases lead to similar results, or to contrary and predictable results, seeking to demonstrate whether there is any opposition to what is attributed in *accountability* and investment decisions in startups. The case studies were conducted through semi-structured interviews based on the level of significance of the attributes, which were compiled and organized using NVIVO11 software and interpreted using the content analysis technique. It was found that, out of 20 attributes initially used, only 8 were more expressive: A1, A2, A5, A6, A8, A9, A12 and A19. In a relationship only with attributes in *accountability*, A26 (contractual formalities) was more representative. The research has indicated that attributes such as growth potential and market size, entrepreneurs' experience and reputation, investment amount, and product differentiation are determining factors in the analytical process. It is concluded that, in the realm of complexity and subjectivity in evaluations and decision-making by investors in startups, objective attributes stand out as *praxis* by financial agents, particularly due to inherent risks.

**Keywords:** *Accountability*. *Startups*. Market. *Venture Capital*.

**Recebimento:** 06/12/2022 | **Aprovação:** 19/06/2023

**Editor responsável aprovação:** Dra. Luciana Klein

**Editor responsável edição:** Dra. Luciana Klein

**Avaliado pelo sistema:** *Double Blind Review*

**DOI:** <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v15i3.88935>

## 1 Introdução

A avaliação econômico-financeira de uma empresa é vinculada, principalmente, ao seu banco de dados contábil e financeiro desenvolvido no decurso de suas atividades organizacionais com registros parametrizados sob um determinado período, onde se colhem relatórios, pareceres e notas explicativas para análises e predições. São aspectos que denotam suporte à gestão orgânica do dia a dia, se tratando de um elemento necessário que complementa ações de sustentabilidade do negócio e que cooperam com a boa governança. A *accountability*, por exemplo, entra como um dos recursos para a boa governança das empresas, por também preservar os interesses dos *stakeholders*.

Luo (2005), destacou que os acionistas passaram a ser mais exigentes quanto a divulgação das informações com explicações mais transparentes sobre as principais decisões tomadas pelas empresas. De tal forma, a exigência elevou os cuidados na gestão do negócio. Fato que notabiliza a inserção por uma governança corporativa com a *accountability* de modo mais sólido nas organizações.

Complementarmente, há questões que conduzem à responsabilidade corporativa em uma empresa que deve apresentar dentre seus propósitos, preocupações com a transparência, mas que, no entanto, carecem por serem melhor compreendidas. Esta, afeta consideravelmente decisões que cooperam com o desempenho econômico-financeiro corporativo (Liu et al., 2020; López-González, 2019).

Em termos gerais, a *accountability*, como instrumento de responsabilização e prestação de contas, se compromete com a transparência e comunicação das políticas e ações corporativas. Tal aspecto, se associa tanto para empresas de capital aberto, quanto para empresas que ainda se encontram em fase de prototipagem de negócio – p. ex., *startups*. Sendo empresa *startup*, essa também deve prestar contas não apenas aos acionistas, mas também a todas as principais partes interessadas, como entidades reguladoras, clientes, funcionários, credores, fornecedores, comunidade local e potenciais investidores (Cavallo et al., 2019; Dalmarco et al., 2017; Kerr & Nanda, 2015; Liu et al., 2020).

Por prestação de contas, a divulgação corporativa dos relatórios de desempenho econômico e financeiro, por exemplo, podem auxiliar as decisões de investimento, considerando que estes estejam auditáveis e não constituam tantos atritos na assimetria de informações, o que permitiria minimizar riscos e incertezas a investidores. Diferentemente em *startups*, já que as ações decisórias pelos investidores são muitas vezes ancoradas apenas em patentes e grau das inovações providas, pois seus relatórios de desempenho econômico e financeiro são inexistentes, assimétricos ou não são suficientes (Roychowdhury et al., 2019; Shroff et al., 2017), possibilitando, por sua vez, que os atos de responsabilização afirmam-se como notórios às decisões corporativas.

Se por um lado, a eficiência do investimento tem como atrativo, investidores que prestigiam a qualidade dos relatórios financeiros e a redução da assimetria de informações, permitindo segurança e redução a riscos, então: como flexionar elementos de informação e fatores coadjuvantes para decisões de investimentos em *startups* que ora ainda não se consagram por informações gerenciais corporativas maduras? Dessa maneira, admite-se que a eficiência do investimento em *startups* envolve governança e qualidade de informação, e esta representa um caminho para agregação de valor (Andrew, 2007; Cohen et al., 2019; Mann, 2018; Nanda & Rhodes-Kropf, 2013; Roychowdhury, 2019).

Nesse contexto das *startups*, onde muitas vezes carecem de relatórios financeiros completos, a tomada de decisões de investimento se baseia em informações como patentes e inovação (Ries, 2019). Assim, em termos de contribuição prática, a *accountability* emerge como um instrumento inovador que pode auxiliar nas decisões de investimento, mitigando desafios relacionados à assimetria de informações e à imaturidade da governança (ver, Genus & Stirling, 2018).

Explorar a interação entre *accountability*, governança e qualidade da informação no âmbito social é de suma importância para agregar valor aos investimentos em *startups*, proporcionando benefícios tanto aos investidores quanto aos usuários das informações (O'Connor & Mock, 2020). Noutra

perspectiva, o emprego da *accountability* pode promover transparência, fortalecer a legitimidade das ações e estabelecer relacionamentos positivos com as partes interessadas, mesmo diante de déficits informacionais e de governança (ver, Ingley & McCaffrey & Young, 2007). Logo, investigar o papel da *accountability* nas decisões de investimento em *startups* é relevante e pode fornecer entendimentos a avanços teóricos para uma *valuation* capaz de promover a viabilidade de negócios emergentes.

Deflagra-se, portanto, um campo para investigação acerca das investidoras em *startups* com o emprego do instrumento *accountability*, uma vez que a eficiência de investimentos e a qualidade da informação não são plenamente explanatórios, devido à empresa encontrar-se na fase de concepção de negócio. Neste caso, o gestor das *startups*, muitas vezes tem mais informações que os investidores, daí já se sinaliza a existência da informação assimétrica. Com isso, considerando que a qualidade contábil e governança ainda sejam prematuras nas empresas *startups*, logo: a *accountability* representa um instrumento apropriado e inovador para auxiliar decisões de investimentos em *startups*? Nesse sentido, admite-se que as *startups* não atribuem informações simétricas, plena, auditáveis e constituída aos moldes de uma governança organizacional, o que se acentua na medida em que seus elementos informacionais afetam as orientações das decisões de investimentos.

A expansão da *startup* margeia por necessidades de investimentos, que ora sejam difíceis, se informações não forem seguras e transparentes, daí a necessidade dos seus valores associarem aos atos de responsabilização corporativa. Dessa maneira, pressupõe que, se uma investidora evidenciar preocupações com *accountability* nas *startups*, amenizaria as responsabilidades discricionárias das empresas e forneceria elementos informacionais para a eficiência dos investimentos.

Admite-se a *accountability*, como práticas de responsabilização capazes de proporcionar ganhos de valores e reputação, possibilitando relacionamentos positivos com as partes interessadas, onde ora prevalece déficits informacionais e de governança. Ou seja, conjectura-se ser relevante por favorecer legitimidade nas ações, capaz de conduzir à uma graduação mais consolidada para *startup* (Beddewela, 2019; Cohen et al., 2019; Noélia & Rosália, 2020).

Neste estudo, a *accountability* representa o objeto de compreensão, bem como artefato capaz de contemplar elementos que suprem atos de governança e que cooperam nas decisões das investidoras à construção de valores e reputação sólida para a avaliação de investimentos em *startups*. Promovendo a responsabilidade corporativa desejada, para que decisões possam ser empreendidas, inclusive capitaneando, quando necessário, novos investidores. Desse modo, é possível inferir que a *accountability* possibilita inovações decisórias.

Há, contudo, um desafio: investigar se tal instrumento auxilia nas decisões entre investir ou não em um determinado negócio com pouco tempo de mercado ou ainda em fase de “incubação”. Entende-se que investidores, seja, por exemplo, sob a forma de *venture capital* (VC), ou mesmo investidores anjos ou outros que visam oferecer recursos, reúnem-se sob a classe de investidores de riscos. E, considerando que *startups* em sua fase inicial também contemplam riscos, torna-se necessário a seguinte problematização adotada nesta pesquisa: há meios de prover decisões, com investimentos, em *startups*, sob circunstâncias analíticas em *accountability*?

O presente estudo vem, portanto, polarizar um enfoque, propondo circunstanciar meios que auxilie avaliações para potencializar decisões dos investidores. Desse modo, visa auxiliar na avaliação das *startups* o desempenho organizacional por meio de seus atos de transparência, responsabilização e prestação de contas, a fim de reduzir mortalidades e favorecer sua viabilidade e consolidação de mercado. Destarte, tem-se o seguinte objetivo de investigação: identificar circunstâncias em *accountability* que favoreçam decisões a investimentos em *startups*.

## 2 Referencial Teórico

## 2.1 Accountability

A *accountability* tem registros terminológicos iniciais na Inglaterra apresentados em 1794, que em época elucidava a ideia de responsabilização pessoal pelos atos praticados, assim como demonstrava de forma explícita a exigente prontidão para a prestação de contas (Pinho & Sacramento, 2009).

O conceito da *accountability* é amplo na literatura científica. Aparentemente, acentua-se sobre uma visão holística do processo de responsabilidade e controle nas organizações, por não focar um único aspecto ou técnica de controle. O termo tem sido muito empregado como responsabilização mútua entre organizações ou pessoas, no que diz respeito à transparência das informações e das ações realizadas individual ou coletivamente face aos interesses de todas as partes envolvidas. Prestar contas, por exemplo, sobre o desempenho e os resultados, configura responsabilidade e clareza, evidenciando dados que comprovem a eficiência econômica das organizações (Andrew, 2007; Kerr & Nanda, 2015; Pinho & Sacramento, 2009; Santi Jr., 2020).

Tal termo atribui uma polaridade de definições. Para Joannides (2012), a *accountability* concluía-se na relação ambígua entre responsabilidade e transparência, em que a prestação de contas é vista como uma prática às demandas de responsabilização. As ocasiões em que os limites e as contradições da prestação de contas alcançam condições de sua realização, configura a *accountability*. Contudo, sua manifestação só se efetiva quando os limites e contradições são compreendidas e transformadas em condições de responsabilidade.

Outros estudos, apontam para o entendimento em que os termos responsabilidade e prestação de contas são intercambiáveis, cuja transparência representa o ato responsivo e complementar à responsabilidade que busca conotar a instrumentalidade e controles, uma vez que abrange os limites formais e informais da atuação dos agentes.

Percebe-se que não há um conceito concreto e de natureza específica, mas de direcionamento dual, onde existe uma relação de correspondência que dependendo da situação que está sendo analisada, os componentes no conjunto de análise são necessários, uma vez que, também adere a empresas privadas, do contrário tal termo só se alojaria a entidades públicas. Deste modo, não basta analisar a violação de normas legais impostas à uma determinada empresa, por exemplo, é preciso também observar a atuação das entidades sobre suas finalidades e inter-relações existentes (Dalmarco et al., 2017; Joannides, 2012; Noélia & Rosália, 2020).

É válido destacar que seu surgimento se deve a uma resposta à necessidade de replicar as condições sociais e ambientais de forma mais realista nos estudos organizacionais, pois a maioria dos estudos que exploram os efeitos da responsabilidade foram realizados ainda de modo artificial por ser incapaz de devolver aos atores organizacionais as relações de responsabilidade devidas ao mundo real, p. ex., em ambientes de trabalho pode haver uma variabilidade considerável nas percepções de responsabilidade entre os funcionários, as quais devam ser notadas e avaliadas (Erdogan et al., 2004).

Noutros exemplos, em que a *accountability* possa ser assistida sob linguagem dos negócios, dá-se quando determinado colaborador/funcionário na empresa é considerado responsável por todos os produtos acabados, cabendo a ele registrar precisamente o inventário do que está em estoque. Esse ato, o categoriza na responsabilidade da função. Ainda, em outras circunstâncias, tem-se aquele colaborador que se responsabiliza pela prevenção de perdas mantendo um registro de pessoas entrando e saindo de uma área restrita.

Percebe-se que a *accountability* é intrínseca aos atos organizacionais, e sua importância não deve ser subestimada. Entretanto, estudos indicam que a *accountability* configura-se de modo informal, ou seja, geralmente é verbal e não resulta em nenhuma documentação, como exemplo, um gerente de prevenção de perdas ter apenas que perguntar a um subordinado se um extintor de incêndio foi verificado (Purpura, 2019).

Conquanto, tal concepção denota desdobramentos pragmáticos em sua instrumentalização também nas entidades privadas. Consta-se que sua acepção não endereça apenas entidades governamentais. Há que observar, portanto, seu emprego nas empresas privadas, e, essa é uma forma de aferir a aderência acerca da responsabilidade e prestação de contas quanto ao seu cumprimento e responsividade estabelecidas. No entanto, pouco explorada, por exemplo, por um *business angel* (entende-se aqui como investidor anjo), que busca informações sólidas para investir em uma *startup* iniciante a qual não possui capital inicial para alavancar o seu negócio (Cox et al., 2017). Ou seja, percebe-se a possibilidade em intersectar a *accountability* às circunstâncias decisórias por investidores.

## 2.2 Investidores em *Startups*

Investir em *startup* representa uma modalidade de investimento, e compõe o mercado VC (i.e., investimento de capital de risco cujo aporte destina-se a empresas de até médio porte, com perspectivas de crescimento, porém são empresas novas e têm faturamento baixo - *startups*). Esse tipo de investidor é descrito como um investidor individual, informal e independente, que dispõe de recursos financeiros e os destinam aportar recursos em empresas inovadoras (*startups*) com potencial de crescimento (Ardichvili et al., 2002; Noélia & Rosália, 2020; Vanacker et al., 2013).

O aporte de capital cedido numa *startup*, possibilita deter um percentual de participação na empresa, o que não significa estar sob a forma de sociedade jurídica. Além disso, a relação dos investidores com as empresas investidas não necessariamente possa ser com aporte financeiro, mas também em contribuir com *expertises* nas atividades da empresa (Dalmarco et al., 2017; Parhankangas & Ehrlich, 2014).

Pesquisa explorando como investidores reagem aos modelos de negócios, trazida por Wöhler e Haase (2022), demonstra que as *startups* tradicionais não integram a sustentabilidade em seus prospectos de aporte de investimentos, embora seus discursos abordem preocupações sustentáveis. Isso, para os autores, é uma forma de expressar o aspecto emocional como forma de contágio aos planos de negócios já formulados. De modo complementar, Fichter et al. (2023) argumentam que as *startups* são impulsionadas conforme seus modelos de negócio, cabendo a elas observarem uma visão multinível ou holística que contemple atenções sustentáveis.

Há inúmeros tipos de investidores nesse mercado VC que oportunizam aportes em investimentos financeiros, por exemplo: aceleradoras (*accelerators*), investidor anjo (*Angel Group, Business Angel*), *micro VC, early stage VC, equity crowdfunding, late stage VC, corporate VC, venture builder, venture Debt*.

Isto é, atuam na fase nascente do negócio, com alto potencial de viabilidade e crescimento, cujos recursos necessários para impulsionar determinada ideia têm sido escassos. Participam de projetos com *smart money* (ou seja, o investidor emprega capital/recursos financeiros agregando experiência e especialidades à área do negócio investido). Os investidores em *startups*, de um modo geral, preenchem uma lacuna essencial nos negócios das *startups*, uma vez que um dos pontos mais críticos para o êxito da mesma consiste em conseguir esse tipo de financiamento inicial, cujo retorno é incerto para o investidor (Cox et al., 2017).

Cox et al. (2017) destacam ainda que os processos decisórios pelos investidores em *startups*, de um modo geral, são feitos em etapas, desde a origem e análise da oportunidade do negócio até a consumação em si do investimento. Percebe-se, nesse contexto, que a *accountability* pode ser inserida também para auxiliar na tomada de decisão e no estabelecimento de parâmetros organizacionais, demonstrando assimilação e difusão aos entes privados, sobretudo àqueles que se encontram na fase de concepção de negócio.

Estudo realizado por Hegeman e Sørheim (2021), explorando empresas que investem em *startups*, mostram que os investidores VC são diversos. Embora a pesquisa tenha sido na Noruega entre os anos de 1999 a 2012, no segmento de tecnologia limpa, eles revelaram que as pequenas e médias empresas são investidores ativos de capital de risco. As motivações identificadas para investir se explicam pelos critérios exigidos serem limitados e a diligência a cumprir ser menor.

Em essência, os aspectos de diligência jurídica compreendem, por exemplo, contratos, registros legais, litígios em andamento, propriedade intelectual e outros aspectos legais relevantes para garantir que não haja riscos significativos, ou que sejam pequenos (ver, Nunes, 2021). Já na diligência financeira, não há elementos ainda sólidos como demonstrativos financeiros, fluxo de caixa, endividamento, histórico de vendas e margens de lucro da empresa-alvo (ver, Rechtman, 2013). Enquanto na diligência operacional, a eficiência das operações da empresa, sua cadeia de suprimentos, recursos humanos, tecnologia e outros aspectos operacionais também são ínfimos.

No que compete a dados, interessante notar que, apesar do ano de 2020 ser atípico por conta da pandemia do coronavírus (COVID-19), no levantamento feito pela Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), as *startups* brasileiras captaram cerca de R\$ 14,6 bilhões em 2020, somente no mercado VC, correspondente a 40% superior ao volume apurado em 2019, de R\$ 10,8 bilhões. 2020, um ano que exigia por resiliência nas tomadas de decisões financeiras, sob perspectivas de investimentos escassos, se supera e demonstra o quanto o aporte por recursos financeiros pelas *startups* no país vem se consolidando. Outros dados trazidos pela Associação Anjos do Brasil (AAB), revelaram que as decisões de investimentos aportadas apenas por investidores anjos às *startups* em 2011 foi de R\$ 450 milhões, enquanto no ano de 2019 foi de R\$ 1,067 bilhões, um crescimento de 9% em relação a 2018, e 137% registrados numa década. Em bases de dados encontradas na ABVCAP e Associação Brasileira de Startups (ABS), é possível identificar um aumento no valor médio de investimento por *startups* em 2011 de R\$ 85 mil, para 2019 em R\$ 129 mil.

Percebe-se que, esse estudo se consubstancia independente das condições de risco oferecidas pelas *startups*, mesmo em circunstâncias pandêmicas, ao apresentar aumento em seus investimentos. Logo, compreender a *accountability* constitui-se como instrumento de balizamento nas assimetrias informacionais aos investidores. Ou seja, tornar um modo de avaliação menos abstrato em suas análises e materialização de mecanismos de governança nas *startups*.

### 2.3 Avaliações decisórias de investimento a empresas em estágio inicial

Preocupações com quais critérios de avaliação e decisão os investidores devem adotar, em entidades que se encontram na fase inicial (*early stage*) de suas atividades, inclusive as *startups*, foram encontrados em diversos estudos, como: MacMillan et al. (1985), Haar et al. (1988), Mason e Harrison (1996), Mason e Stark (2004), Luo (2005), Feeney et al. (2010), Machado (2015), Amorim (2016), Dalmarco et al. (2017), Svärd (2017), e Mann (2018), dentre outros.

Svärd (2017) pontua que o montante do investimento, desenvolvimento tecnológico e diferenciação do produto, potencial e atratividade do mercado, investimento despendido, liquidez do investimento, localização geográfica, capacidade gerencial e ameaças ambientais, representam critérios de decisão por investidores em *startups* (*early stage*).

Outros estudos analisaram tais critérios, ao observar os líderes empreendedores e suas habilidades em avaliar taxa de retorno do investimento, patente dos produtos e, o potencial do mercado (Macmillan et al., 1987). De modo complementar, estudos avançaram em considerar o fator humano como critério importante na tomada de decisão, sobretudo nos aspectos habilidades, procedência, *expertise* do empreendedor e sua equipe (Feeney et al., 2010). De modo mais abstrato, outros critérios revelaram como atrativos nas decisões de investimentos a capacidade de articulação na área e atividade do negócio, reputação da *startup* e seus líderes, ética e integridade, transparência, domínio do negócio,

realismo, capacidade de análise e reação diante de um risco, e comunicações efetivas que potencialize o negócio (Barbaro, 2019; Machado, 2015; Svärd, 2017).

Contudo, Maxwell et al. (2011) compilaram variados estudos, observando critérios que melhor se adequem em ocasiões de aporte financeiro às *startups*, e apresentaram um modelo de critérios de decisão a ser aferida por investidores anjo. Entretanto, outras denominações existentes na literatura, envolvendo diferentes preocupações surgiram, como: tipo de investimento, momento do investimento, características pessoais etc. (Barbaro, 2019; Dalmarco et al., 2017; Hemphill, 2020; Landström, 1998; Mann, 2018; Maxwell et al., 2011; Noélia & Rosália, 2020).

Todavia, as *startups* (*early stage*) conferem aportes financeiros oriundos de investidores VC, como a principal fonte de recursos. Admitindo que a existência de critérios tem orientado inúmeras decisões, dado o crescimento nos investimentos nesse estágio, entende-se que a analítica em *accountability* remete-se como complemento aos achados literários apresentados, ao também permitir avaliar empresas em sua fase inicial.

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa constitui-se de delineamento bibliográfico-documental e descritivo, buscando examinar circunstâncias em *accountability* que favoreçam decisões a investimentos em *startups*. Diante disso, analisam-se características e comportamentos abrangendo *startups*, na finalidade de compreender variáveis envolvidas.

Adotou-se o método qualitativo, em razão de apreender e modelar os significados encontrados em *accountability* como instrumentos auxiliares de decisão aos agentes investidores em *startups*. Neste, tem-se a oportunidade de rediscutir caminhos e sugerir perspectivas para agentes decisores acerca de atos de responsabilização organizacional.

Desta maneira, evidências de estudo de casos possibilitam aferir por meio de investigações empíricas o desenvolvimento e o esclarecimento de conceitos que ainda não foram esgotados em *accountability*, cabendo inclusive compreender a base instrumental de suas acepções práticas decisórias em investimentos a entidades na fase inicial de negócio, o que possibilita um campo para possíveis novos conhecimentos sobre fenômenos e seus atributos (Gil, 2019).

Assim, a estrutura deste estudo categoriza sua aplicação com enfoque à instrumentalização da *accountability* (contida na governança corporativa). A partir de critérios propostos na literatura em avaliações de investidoras acerca de empresas *early stage*. Tópicos correlatos à governança corporativa como: *compliance* e governança corporativa não serão analisados neste estudo. Em linhas práticas e gerais, esse estudo contribui com uma composição analítica para avaliação de fundos VC, despertando para tomada de decisões viáveis de investimentos. A proposta secciona-se por atributos de responsabilização, que possibilitem avaliar decisões de investimentos em *startups*. Em oportuno, optou-se pelo emprego de estudo de casos múltiplos e comparativos orientados por Yin (2015). Por adotar experimentos múltiplos na presente pesquisa, a ideia é observar se os casos direcionam a resultados semelhantes, ou então por resultados contrários e previsíveis, buscando demonstrar se há alguma contraposição àquilo que se atribui em *accountability*.

A captura por observações empíricas conta com o estudo de 10 casos, sendo empresas que atuam como investidoras em *startups*. Os casos escolhidos não se tratam como unidades de amostragem, logo é improvável determinar seu grau de certeza e generalização em relação ao universo. Entretanto, a adoção do método de estudo de casos múltiplos é apropriada, dada sua complementaridade na análise de profundidade aos propósitos apresentados, de modo que a comparabilidade coexistente entre os casos analisados visa oferecer uma visão mais abrangente e contributiva ao fenômeno em questão. Tal realização baseia-se àquilo que Eisenhardt (1989) sugere, de

quatro a dez casos, uma vez que a particularidade desses casos sinaliza caminhos para construções comuns que podem ser usadas para explorações com comparabilidades, despertando, assim, novas frentes de investigações.

Apesar da particularidade de casos individuais, estes cooperam de maneira relevante para acrescentar informações novas e constituir premissas indutoras a partir dos dados colhidos, ou seja, a singularidade enfatiza as dimensões comuns entre os casos e não os recursos idiossincráticos. Desse modo, não se optou por determinar ou categorizar por tipo de investidora e *startup*. Esta pesquisa contou com um arquétipo de atributos de desdobramentos de Maxwell et al. (2011) como caminho para obtenção de dados junto a investidoras em *startups*, compreendidas como as mais atuantes e influentes em aportar investimentos entre os anos de 2018-2020 (considerou-se as investidoras atuantes no ano de 2020, mesmo devido à sua atipicidade acometida pela pandemia da COVID-1), segundo ABS (2020), AAB (2020) e Lima (2020).

Ao todo foram encontradas 160 investidoras, sendo 10 escolhidas aleatoriamente para este estudo. Foram contatadas por meio de fone, e-mails, aplicativo *whatsapp* e mídia social (mensagem via LinkedIn), possibilitando, inclusive, pelo método *snowball*, encontrar respondentes responsáveis em demais investidoras. Posto isso, foi estabelecido um protocolo de pesquisa, o qual foi replicado para os demais casos neste estudo (Eisenhardt, 1989; Yin, 2015). O Quadro 1, elenca uma relação de atributos, correspondentes a cada dimensão, como caminhos à prática da abordagem aos multicasos. A partir deste, as abordagens categorizaram-se por meio do seguinte procedimento protocolar, conforme síntese apresentada na Figura 1:

**Figura 1**

Protocolo para o estudo de casos



Fonte: Elaborado pelos autores.

Tal esquema da Figura 1, possibilitou a execução da pesquisa, que insurge por ser um tema na literatura ainda emergente, justificando o estudo ater-se à um caráter descritivo, sendo essa a razão em adotar um roteiro sob os moldes de atributos abertos como condução das entrevistas (ver Tabela 1), seguindo as recomendações de: Eisenhardt (1989), Voss et al. (2002) e Yin (2015).

**Tabela 1**

Atributos no mercado VC para decisões de investimentos em startups

Dimensão	Atributos	Item
Produto/Serviço (D1)	Interesse/Benefícios	A1
	Aptidão para Produção	A2



Mercado (D2)	Proteção/Patente	A3
	Inovação/Qualidade	A4
	Tamanho	A5
	Potencial de Crescimento	A6
	Dinâmica	A7
Empreendedor (D3)	Experiência	A8
	Reputação	A9
	Paixão/Comprometimento	A10
	Integridade/Confiança	A11
Finanças (D4)	Rentabilidade	A12
	Pitch Deck/Apresentação	A13
	ROI/Valorização	A14
	Liquidez	A15
Investimento (D5)	Possibilidade de Ajustes/Reversão	A16
	Papel do Investidor no Negócio	A17
	Localização	A18
	Montante Despendido	A19
	Capital Próprio: imóvel, máquinas e equipamentos	A20
Accountability (D6)	Propósitos (Missão, Visão e Valires)	A21
	Responsabilidade Ambiental	A22
	Capital Humano	A23
	Preocupação com Direitos Humanos	A24
	Comprometimento com a Sociedade	A25
	Formalidades Contratuais	A26
	Relatórios de Desempenho	A27
	Orientações, Garantias e Assistência	A28
	Certificações de Qualidade	A29
	Regulamentações: testes e experimentações	A30

Fonte: Adaptado de Amorim (2016); Barbaro (2019); Cavallo et al. (2019); Dalmarco et al. (2017); Landström (1998); López-González et al. (2019); Machado (2015); Macmillan et al. (1985); Maxwell et al. (2011); Noélia & Rosália (2020); Shimasaki (2020); Zinecker & Bolf (2015).

Como detalhamento da etapa protocolar, tem-se que os atributos listados na Tabela 1, são considerados sobre seis dimensões, sendo complementado com a dimensão *accountability* (D6). Os investidores, constituídos no mercado VC, representam, portanto, o campo empírico observável por meio de estudo de casos. O incremento dos atributos em *accountability* foram conduzidos para então observar o tão quão são determinísticos e tornar-se elemento preditor qualitativo nas decisões dos investidores em *startups*. Foram aplicados os atributos da Tabela 1, em que o gestor líder responsável pela investidora (seja, aceleradora, investidor anjo, *equity crowdfunding*, *venture builder*, ou outro), abordasse para cada atributo uma escala ordinal do tipo *Likert* de 0 a 10 indicando sua significância decisiva no momento de realização de aporte de investimento. Por conseguinte, admitiu-se como roteiro e parâmetro discursivo para cada dimensão a sequência das entrevistas (representando entrevista semiestruturada).

Como forma de validar esse instrumento de pesquisa, foi empregado um estudo de caso piloto, por meio de uma entrevista aberta com um especialista no desenvolvimento de *startups*, além de consultor, conselheiro e atuante como desenvolvedor de novos negócios. A finalidade foi calibrar ajustes nos atributos e condução da pesquisa, de modo que não fosse moroso aos respondentes o que poderia emergir tendências/vieses nas respostas colhidas. Após seu aperfeiçoamento e qualificação prosseguiu-se com a aplicação das entrevistas até atingir os 10 casos pretendidos. Todos com o compromisso em manter a identidade dos entrevistados sob sigilo.

O contato com os principais gestores líderes das investidoras ocorreu entre os meses de outubro de 2020 a fevereiro de 2021. Para uma análise mais consistente, estabeleceu-se a entrevista apenas com os gestores líderes das investidoras, não foi categorizada a área ou segmento de investimento, nem mesmo a localidade, dado que o propósito assenta-se apenas à análise da percepção em decisões de investir, quanto a sua significância, para então auferir o tão quão a *accountability* deva ser assumida como parâmetro decisório, e não configurar-se apenas como conceito sectorial ao emprego mais assistido

em entidades públicas governamentais.

Ademais, tratando-se de uma abordagem dialética e qualitativa, por meio de entrevista semiestruturada – com o emprego do estudo de casos múltiplos –, as informações e dados foram analisados com a técnica de análise de conteúdo a fim de auxiliar na interpretação, comparabilidade e descrição do sentido das palavras (Bardin, 2016; Lindgren et al., 2020). As entrevistas foram inseridas no *software* NVIVO11 que possibilitou organizar relatórios e analisar as informações, já que não se trata de dados estruturados.

Após incluir as informações no NVIVO11, as categorias iniciais que partiram dos atributos destacados no Quadro 1, se subdividiram em duas macro dimensões: a primeira contendo as dimensões produto, mercado, empreendedor, finanças e investimento; e, a segunda analisou-se isoladamente na dimensão *accountability*. O intuito é perfazer o entendimento sobre como se determinam as intenções decisórias, a partir dos apontamentos observados em escala ordinal do tipo *likert* de 0 a 10, e posteriormente confrontando com as entrevistas levantadas. Por fim, foi realizada uma análise comparativa considerando os 10 casos, buscando identificar os principais aspectos colocados entre os gestores entrevistados.

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS CASOS

Nas Tabelas 2 e 3, apresentam-se o perfil sociodemográfico dos entrevistados e um panorama geral dos casos perscrutados, respectivamente. Em seguida, as análises são detalhadas na Tabela 4, acerca dos atributos considerados delineadores às decisões das investidoras (atuantes no mercado VC) nas *startups*.

**Tabela 2**

*Perfil Sociodemográfico da Amostra (entrevistados)*

Entrevistado	Idade	Gênero	Formação	Tempo na investidora (anos)	Tempo de Experiência em VC*	Experiência Profissional (anos)
<b>C1</b>	39	F	Engenharia	8	7	18
<b>C2</b>	55	M	Biomedicina	11	11	21
<b>C3</b>	43	F	Engenharia	4	4	15
<b>C4</b>	37	F	Economia	6	6	15
<b>C5</b>	40	M	Economia	14	9	16
<b>C6</b>	42	M	Engenharia	9	5	33
<b>C7</b>	29	M	Administrador	3	3	5
<b>C8</b>	35	M	Engenharia	15	6	17
<b>C9</b>	32	F	Engenharia	4	7	9
<b>C10</b>	33	M	Engenharia	2	2	13

Fonte: Dados da pesquisa.

\* VC: corresponde ao mercado em Venture Capital: aceleradoras (accelerators), investidor anjo (Angel Group, Business Angel), micro VC, early stage VC, equity crowdfunding, late stage VC, corporate VC, venture builder, venture Debt.

Os entrevistados são gestores líderes nas investidoras de mercado em VC, possuindo uma larga experiência profissional, com currículos nas diversas áreas de engenharia, finanças e gestão, envolvendo construção, designer, ciência e tecnologia, promoções e eventos, comercial, inovações abertas, controladoria, educação, consultoria, agronegócios, marketing e mercado de capitais. Outro destaque aponta que todos já tiveram atuação como empreendedores, e atuam em média há 6 anos com decisões de investimentos no mercado VC.

Tabela 3

*Panorama Geral dos Casos*

Caso	Tempo da investidora (anos)	Objetivo da investidora**	Foco da Investidora	Núm. Startups investidas	Investimentos concentrados por área ou seguimento	Valor médio do investimento/ano (R\$ mil)
C1	15	Financeiro	Diversificação	19	Construção	120
C2	25	Inovação	Tecnológico	58	Saúde	135
C3	6	Produto	Estratégico	25	Agronegócio	100
C4	11	Mercado	Diversificação	17	Varejo	80
C5	19	Inovação	Estratégico	12	Energia	70
C6	13	Inovação	Estratégico	21	Construção	60
C7	8	Inovação	Tecnológico	14	Software	65
C8	15	Mercado	Tecnológico	13	Educação	90
C9	10	Financeiro	Diversificação	15	Fintech	150
C10	21	Financeiro	Diversificação	17	Serviços	130

Fonte: Dados da pesquisa.

\*\* Entrevistados sintetizaram os objetivos nas seguintes opções: financeiro, mercado, produto, inovação ou aquisição.

As análises das entrevistas realizadas nos 10 casos, encontram-se na Tabela 4, em que cada atributo é analisado circunstancialmente dentre os múltiplos casos. Também, é disposto uma compilação de análises por atributos, sendo para D6 o incremento de atributos assumidos como elementos da *accountability*, de modo que foi possível prescrever conjecturas daquilo que vem sendo empregado pelas investidoras durante a fase de análise das *startups*, para então posteriormente avaliar como a dimensão tem sido exercida.

Tabela 4

Análises dos Casos por Atributos

	Atributos	Análises: significância decisiva no momento de realização de aporte de investimento nas startups	Constatações Teóricas aos Atributos
D1	A1	Casos C6 e C8 não dispuseram significância em A1. Demais casos atribuíram máxima significância. Observou-se nesses 2 casos que, quando o produto se torna muito específico, corre-se o risco do “timing” prejudicar e não agregar mercado.	Feeney et al., 1999; Landström, 1998; Haines et al., 2003; Luo, 2005a; Sudek, 2006; Clark, 2008; Blank; Dorf, 2014; Fili, Grünberg, 2014; Svärd, 2017; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Cockayne, 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A2	C4 e C6 são únicos casos que atribuem A2 como análise decisiva. Os demais dispersaram, embora não o considerou excludente. Fatores como perpetuidade no negócio, saída programada, produtividade, capacidade e timing de produção motivaram a dispersão.	Macmillan et al. 1986; Timmons, 1990; Baty, 1991; Landström, 1998; MASON; Harrison, 2002; Blank; Dorf, 2014; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cockayne, 2019; Nahata, 2019; Cohen et al., 2019; Roche, et al., 2020; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A3	C1, C2, C3, C7, C8 e C9 destacaram A3 como significativo para decisão. Porém de alta complexidade, mesmo em ocasiões em que a investidora se predispõe em assessorar na gestão. Nos demais casos, embora seja importante, releva a análise, pois não estão dispostos tomá-lo como tempo de espera face aos retornos previstos.	Bacher, Guild, 1996; Mason, Harrison, 1996; Landström, 1998; Van Osnabrugge, 2000; Stedler, Peters, 2003; Mason, Stark, 2004; Luo, 2005a; Maxwell et al., 2011; Blank; Dorf, 2014; Kerr, Nanda, 2015; Amable et al., 2010; Mann, 2018; Appel et al., 2019; Santi Jr., 2020.
	A4	Casos C2, C3, C6, C7, C8 e C10 destacaram como significante em suas análises de decisão. Diferencial, seja com inovação disruptiva ou de melhoria desperta promove geração de valor e competitividade, representaram os destaques colhidos. Os demais casos não atribuíram relevância por considerarem intrínseco ao negócio.	Teybee, Bruno, 1984; Macmillan et al. 1986; Mason, Harrison, 1996; Stedler, Peters 2003; Mason, Stark, 2004; Luo, 2005a; Maxwell et al., 2011; Blank; Dorf, 2014; Dalmarco et al., 2017; Beddewela, 2019; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Santi Jr., 2020; Noelia, Rosalia, 2020.
D2	A5	C2, C3, C4, C5, C6, C7, C8, C9 e C10 conferiram significância a A5 à suas decisões. Para C1 a viabilidade do negócio também pode ser oportuna para mercados pequeno, por oferecer mais lucro e oportunidade de crescimento, embora não o considere relevante em suas análises, não o cita como insignificante.	MacMillan et al., 1986; Landström, 1998; Sudek, 2006; Clark, 2008; Van Osnabrugge, 2000; Amable et al., 2010; Maxwell et al., 2011; Amorim, 2016; Dalmarco et al., 2017; Mann, 2018; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Santi Jr., 2020; Noelia, Rosalia, 2020.
	A6	À exceção do C6, todos demais casos sinalizaram total significância ao A6. Embora não seja atributo excludente para C6, observou-se como requisito preliminar a sua relação ao comprometimento com o mercado.	Bacher, Guild, 1996; Mason, Harrison, 1996; MacMillan et al., 1986; Landström, 1998; Stedler, Peters, 2003; Maxwell et al., 2011; Blank; Dorf, 2014; Dalmarco et al., 2017; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Santi Jr., 2020; Noelia, Rosalia, 2020.
	A7	Para C6, C7, C8 e C10, A7 tem sido significativo nas decisões de investidores. Estes imprimiram A7 como fator que inspira inovações. Noutros casos, observou-se que dependerá das circunstâncias e o instante, estes devem ser harmônicos, inclusive o aporte de investidores.	Bacher, Guild, 1996; Landström, 1998; Maxwell et al., 2011; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Roche et al., 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
D3	A8	Identificou-se em A8: C2, C3, C6, C7, C8, C9 e C10, como atributo significativamente decisivo. Razões polarizaram a este atributo por favorecer a observação das investidoras quanto a atuação das startups no mercado e a aprendizagem acumulada.	Feeney et al., 1999; Mason; Harisson, 2002; Sudek, 2006; Maxwell et al., 2011; Luo, 2005a; Mann, 2018; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Noelia e Rosalia, 2020; Roche et al., 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A9	Para C1, C3, C4, C5, C6, C7 e C10 persuadiram como significante suas decisões à análise em A9. Destacaram que, embora não haja uma métrica padronizada desse atributo, e por mais que se enquadre em elementos abstratos, consideraram objetos de análises a serem enfrentados pelos investidores.	MacMillan et al., 1986; Landström, 1998; Amable et al., 2010; Maxwell et al., 2011; Mason, Harrison, 1996; Van Osnabrugge, 2000; Bacher; Guild, 1999; Landström, 1998; Luo, 2005a; Paul et al., 2007; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Noelia e Rosalia, 2020; Roche et al., 2020; Santi Jr., Neves, 2020.

D4	A10	C4, C5, C7 e C10 consideram A2 altamente significativo, sendo análise não excludente para C8 e C9, e indiferente/irrelevante para os demais casos. Observou-se dilema de análise em A10, cuja maioria dos casos associa à disformidade na visão de negócio, e não a comprometimento.	Macmillan et al. 1986; Feeney et al., 1999; Landström, 1998; Haines et al., 2003; Luo, 2005a; Sudek, 2006; Clark, 2008; Blank, Dorf, 2014; Fili, Grünberg, 2014; Svärd, 2017; Cavallo et al., 2019; Cockayne, 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A11	C1, C4, C3, C6, C7 e C10 consideraram A11 significante, sendo que nos demais casos não configura como análise preliminar, porém não o rejeita numa análise complementar. Observou-se que A11 está ligada a experiência e reputação do empreendedor, importante nas relações de negócio.	Macmillan et al. 1986; Baty, 1991; Landström, 1998; MASON; Harrison, 2002; Haines et al., 2003; Sudek, 2006; Clark, 2008; Blank, Dorf, 2014; Fili, Grünberg, 2014; Svärd, 2017; Cavallo et al., 2019; Cockayne, 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A12	C1, C3, C4, C5, C7, C8, C9 e C10, evidenciaram como análise decisiva A12. Observou-se busca pela maximização no retorno do investimento. Sendo cenários incertos, cabe ainda ser complementar com demais análises e desdobramentos.	Landström, 1998; Van Osnabrugge, 2000; Mason, Harrison, 1996; Mason, Stark, 2004; Maxwell et al., 2011; Dalmarco et al., 2017; Mann, 2018; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cockayne, 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020.
	A13	C4, C5, C6, C7, C8, C9 e C10, classificaram A13 como atributo significativo à decisão do investimento em startups. Constatou-se que harmoniza esclarecimentos preliminares com apresentação enxuta e direta, facilitando a outros direcionamentos de análises.	Mann, 2018; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A14	C3, C4, C5, C6, C7, C8 e C9, atribuíram A14 como aspectos decisivos. Constatou-se que as razões se acentuaram pela valoração, retorno e ponto de equilíbrio para saída.	MacMillan et al., 1985; MacMillan et al., 1986; Mason, Harrison, 1996; Landström, 1998; Mason, Stark, 2004; Luo, 2005a; Maxwell et al., 2011; Dalmarco et al., 2017; Mann, 2018; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
D5	A15	A15 não foi objeto explícito, embora houve 7 casos prevalecendo sua significância decisiva: C3, C4, C5, C6, C7, C9, C10. Percebeu-se sua relação tanto com retornos e geração de caixa, bem como a complexidade do cálculo devido a perspectivas e cenários assimétricos.	MacMillan et al., 1985; Mason, Harrison, 1996; Mason, Stark, 2004; Andrew, 2007; Maxwell et al., 2011; Mann, 2018; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020.
	A16	Apenas C3, C6, C7 e C8, declinaram significância decisiva. Casos C4, C5, C9 e C10 não expressaram insignificância e nem destacaram ser atributo excludente de análise. Observou-se necessidade por formalização contratual, em ocasiões de decisão de saída/reinvestimentos.	Mason, Harrison, 1996; Feeney et al., 1999; Landström, 1998; Haines et al., 2003; Mason, Stark, 2004; Andrew, 2007; Maxwell et al., 2011; Fili, Grünberg, 2014; Svärd, 2017; Mann, 2018; Beddewela, 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020.
	A17	Conferiu-se dispersão decisiva dentre os casos, com prevalência à significância decisiva aos casos C1, C3, C4 e C6. Constatou-se que atuação conjunta propicia gestão e decisões compartilhadas, favorecendo timing do negócio.	MacMillan et al., 1986; Mason, Harrison, 1996; Mason, Stark, 2004; Maxwell et al., 2011; Dalmarco et al., 2017; Mann, 2018; Ries, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., Neves, 2020.
	A18	C1, C4 e C10, proclamaram A18 como significante às decisões de investir. Aspectos como relação com fornecedores, clientes, canais de distribuição e capacidade em oferecer soluções rápidas, foram fatores entendidos em conduzir viabilidade ao negócio.	Mason, Harrison, 1996; Feeney et al., 1999; Landström, 1998; Haines et al., 2003; Mason, Stark, 2004; Andrew, 2007; Maxwell et al., 2011; Fili, Grünberg, 2014; Dalmarco et al., 2017; Svärd, 2017; Ries, 2018; Mann, 2018; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020.
	A19	C1, C3, C5, C7 e C10, consideraram A19 significante às decisões de investir. Observou que esforços devam ser cooperados, e a necessidade por apresentar nova estrutura de capital quando surgirem novos investimentos.	Andrew, 2007; Maxwell et al., 2011; Fili, Dalmarco et al., 2017; Ries, 2018; Mann, 2018; Cohen et al., 2019; Nahata, 2019; Noelia, Rosalia, 2020; Santi Jr., 2020.
	A20	C2, C4, C5 e C10, aquilataram A22 significante às decisões de investir. Noutros casos, não se identificou expressamente preocupações em A22.	MacMillan et al., 1986; Amable et al., 2010; Maxwell et al., 2011; Mason, Harrison, 1996; Van Osnabrugge, 2000; Bacher; Guild, 1999; Landström, 1998; Luo, 2005a; Paul et al., 2007; Mann, 2018; Cavallo et al., 2019; Cohen et al., 2019; Santi Jr., Neves, 2020.

**Pressupostos Conjecturais em Accountability**

D 6	A21	C1, C2, C4, C8 e C10 admitiram em suas análises preliminares observar, de maneira significativa, aspectos em A21. Tal fato, permitiu constatar a existência de uma espécie de percepção em maturidade empreendedora, mesmo se tratando de startups em estágio de concepção de negócio/produto/serviços. Outros casos não esboçaram como uma aresta indicativa por decidir, e nem mesmo admitiram ser item excludente em suas análises.
	A22	C2, C4, C5 e C10, aquilataram A22 significativa às decisões de investir. Cabe destacar, que embora não exista check list provido por dados simétricos ou recorrentes que oportunizam transparência, alguns investidores contemplaram em suas análises circunstâncias que envolvam responsabilidades ambientais, e estas relacionadas com aspectos de formalização e transparência. Comprovando que há indícios em <i>accountability</i> norteados nas decisões de investidores em startups, como análise complementar, capaz de tonificar aspectos de responsabilidade e maturidade do empreendimento. Noutros casos, não se identificou expressamente preocupações em A22, e não entoaram ser atributo excludente de análise.
	A23	C1, C2, C3, C4, C8, C9 e C10, demonstraram A23 ser atributo significativo às decisões de investir. Tal fato, permitiu constatar nas entrevistas sua relação com a capacidade de inovação, demonstrando ser o principal ativo numa análise preliminar, onde canaliza interesse por demais análises pelos investidores. Embora seja quesito subjetivo, não correspondendo a métrica correspondente e precisa. Percebeu-se que, inclusive nas apresentações <i>Pitch Deck</i> para captação de recursos, esses já são elementos notórios e observáveis pelos investidores. Noutros casos, embora não admitiram A23 ser desprezível, destacaram que se trata de um quesito amplo para uma empresa que ainda está na fase inicial (startup).
	A24	C2, C4 e C10 as únicas que declinaram significância a A24 em suas decisões de investimentos. As investidoras associaram A24 ao valor humano em seus relatos, de maneira que aspectos técnicos não representassem elementos preponderantes nas análises em startups. Chegou-se a notar que análise em A24, tem sido parte de uma investigação mais fundamentalista. Permite observar segurança e conscientização adotada nas startups que esforça na construção de uma identidade mais responsiva e articulada com a sociedade. Demonstrando, portanto, relação com <i>accountability</i> quanto à responsabilização sob ponto de vista das preocupações humanas.
	A25	C2, C4, C5, C8 e C10 informaram adotar A25 em suas análises de investimentos. Constatou-se que conduzir desenvolvimento para a sociedade, com propostas inovadoras, remete à preocupação de modo sustentável ao negócio, ao reunir valores e princípios éticos. Destaque observado, é que: gerações mais novas desponta interesses com a sustentabilidade, acerca do tipo de produto que estão consumindo e as práticas socioambientais da empresa, sinalizando conscientização com o fator social. Essas questões projetam espaço no mercado, então esse retorno para a sociedade em sua intensidade gera impacto social, e, portanto, deve representar ações sociais nas startups a serem observadas. Tornou-se um desafio, reunir preocupações sociais às inovações numa startup. Startups que promoveram essa preocupação têm servido interesse inclusive de grandes corporações (clientes/parceiras), não só de investidores, o que tem alavancado seus negócios.
	A26	C1, C2, C3, C4, C7, C8, C9 e C10 informaram adotar A26 em suas análises de investimentos. Percebe-se que maioria dos casos admitiram ser significativo avaliar startups que operacionalizam negócios e acordos às observâncias formais e contratuais. As mais experientes, normalmente reconhecem os limites e a necessidade de assessoria por interpretações ou formalizações. Startups mais novas geralmente são despertadas e buscam dispositivos jurídicos para assegurar-se. Permite estabelecer segurança e facilitar captação de recursos e redução de riscos jurídicos. Consta-se, portanto, que é um atributo em <i>accountability</i> de máxima observância nos acordos estabelecidos entre startups e investidoras.
	A27	C1, C4 e C10, consentiram A27 ser significativo nas decisões. Essas não esboçaram ser atributos exclusivos ou mesmo preliminares nas análises, apenas destacaram sua relevância. Evidenciaram que, boa parte das startups, ainda não possuam relatórios de desempenho econômico-financeiro auditável, capaz de fornecer dados que cooperem com decisões das investidoras. Embora possam ser informações ainda assimétricas nas startups, os 3 casos sublinharam que são contribuições oportunas por auxiliar no desencadeamento de outras análises que muitas vezes estejam ocultas ou de difícil percepção se tais dados não pudessem ser avaliados. Alguns registros permitem, por exemplo, rastrear determinadas origens que auxiliam análises mais precisas nas startups, daí sua relevância, por mais que a empresa não esteja consolidada e amadurecida para seu assentamento no mercado.
	A28	C1, C2, C5, C7, C8 e C10, apontaram A28 como significativo às decisões de investimento. Embora não haja um conjunto de exame prescrito pela investidora. Percebeu-se que, uma forma das investidoras avaliar se as startups empregam suas preocupações com suas tecnologias oferecidas à sociedade, é através do oferecimento de suporte envolvido em A28. Ato que complementa comprometimento com a sociedade àquilo que oferece, e que tem servido de observância por investidores, no sentido de qualificar ações e reputações no mercado.
	A29	C1, C2, C5, C7 e C10, enfatizaram A29 como significativo às decisões de investimento. O enfoque de análise colhido por esse atributo junto às investidoras, permitiu compreender o quanto elas atribuem de preocupações quanto ao fornecimento de produtos/serviços pelas startups. Observou-se que, determinada garantia em qualidade são providas por órgãos reguladores/fiscalizadores, além das que propriamente já oferecem em relação à funcionalidade ou serviço prestado. Procedimento, as quais demonstraram cooperar com o relacionamento do negócio. Portanto, não coube às investidoras proferir sobre aspectos de decisão por investir, acerca da adoção por normas certificadoras nas startups. Esses

	5 casos demonstraram não só a boa gestão nas startups quando se emprega preocupações com A29, como também discorreram ser um meio de oferecer vantagem competitiva e comprometimento com aquilo que se propõe entregar para o mercado.
A30	C1, C2, C3, C7 e C10, destacaram A30 como significante às decisões de investimento. Verificou-se que, circunstâncias associadas ao seguimento de atuação da startup, rege as análises com o atributo A30. Estes, representam preocupações em estar em conformidade àquilo que as normatizações orientam, e, é também uma maneira de conferir sua funcionalidade e propósitos ofertados/prestados. Esse comprometimento tem sido observado pelas investidoras, onde notou representar uma maneira delas reduzirem seus riscos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Analisando a Tabela 4, pode-se observar convergências de opinião ao longo das entrevistas, demonstrando-se quais atributos tem apresentado predominante dentre os casos pesquisados. Em D1, os atributos A1 e A2 representam a opinião da maioria dos casos. Foi empregado a esses atributos, como significantes no processo de análises de investimentos em *startups*. Estes traduzem como partícipes no roteiro avaliativo pelos investidores no mercado VC. Assim, sucessivamente obteve-se: em D2, A5 e A6 como atributos mais representativos; D3 houve A8 e A9; D4 apenas A12; e, para D5, teve-se A19. Ou seja, do elenco de 20 atributos encontrados na literatura (à exceção daqueles admitidos em *accountability*), apenas 8 apresentaram ser mais expressivos: A1, A2, A5, A6, A8, A9, A12 e A19. Não que os demais tenham sido pospostos ou excludentes nas análises, mas foram compreendidos como evasivos nas entrevistas e, em alguns casos, tratados de modo secundário nas análises de desdobramentos naquilo que se configura como avaliação subjetiva de investimentos.

Isto é, destacam-se na análise das startups diferentes fatores sensíveis dentro de uma percepção desenvolvida pelos investidores. Os benefícios do produto/serviço (A1) e as condições para a sua produção (A2) são elementos levados em consideração no ambiente operacional. Em termos mercadológicos, o tamanho do mercado (A5) e o potencial de crescimento (A6) são avaliados prioritariamente, concomitantemente ao potencial de rentabilidade (A12) e ao total de investimento já realizado no negócio (A19), demonstrando indicadores factíveis de sobrevivência. De forma paralela, a experiência (A8) e a reputação (A9) do empreendedor são avaliados como prioritários. Isso ressalta, sobretudo, a análise dos investidores é direcionada para os aspectos que dirimem os riscos do negócio.

Achados de Ardichvili et al. (2002), Vanacker et al. (2013), Wöhler e Haase (2022) e Fichter et al. (2023) corroboram os resultados aqui encontrados. Tais estudos denotam que os investidores VC fornecem recursos financeiros e conhecimentos especializados para empresas sob vocação inovadoras com potencial de crescimento, além de integrar atenções holísticas e sustentáveis nos modelos de negócios.

Por sua vez, em relação à *accountability* (D6), objeto de análise deste estudo, constatou-se como atributo mais representativo o atendimento das startups às formalidades contratuais (A26). Do mesmo modo, outros também foram expressivos nas decisões de investimentos, porém com menor prioridade na análise geral.

Seguindo contribuições teóricas aportadas em Joannides (2012), Dalmarco et al. (2017), Noélia e Rosália (2020) e Hegeman e Sørheim (2021), nota-se que a responsabilidade, prestação de contas, transparência e as limitações diligenciais são aspectos intercambiáveis e congregam os resultados ora encontrados. Pois, envolvem tanto elementos formais quanto informais da atuação dos agentes.

Ademais, dentre os 10 casos analisados, o caso 9 foi o que mais dispersou relevância dentre os atributos. Ou seja, não esboçou tendências quanto ao sequenciamento e prática usual em suas decisões, diante dos atributos apresentados, visto que não há um roteiro padronizado ou estabelecido para a prática de aporte financeiro em *startups*. Entretanto, durante a entrevista, foi possível perceber que a investidora considera também fatores adversos preliminares, como características circunstanciais e o *timing* da *startup*, seja no desenvolvimento, captação e lançamento do produto para o mercado. Estes inclusive percebidos em outros casos, mas com propósitos analíticos mais próximos ao que se observou na literatura.

Os casos revelaram admissão de práticas em *accountability* em ocasiões de avaliação e decisão por investimentos em *startups*. As entrevistas mostraram como resultado que não há um parâmetro ou métrica concreta que estabeleça caminhos que minimizem riscos aos investidores. Induzindo, portanto, prevalência por análises/avaliações mais intuitivas e subjetivas. Ademais, a maneira com que os investidores buscam sanar problemas de decisão por investir em *startup*, tem sido fundamentada em consonância com suas observâncias *in loco*, a partir do instante ao qual elas são despertadas.

O processo de captação de investimentos em *startups* tem sido outro aspecto notado na pesquisa, pois nos casos estudados, as *startups*, de modo geral, foi quem manifestou busca por investidores, promovendo suas apresentações indo até aos investidores, utilizando-se até mesmo de Pitch Deck (apresentação resumida



da *startup*) em eventos programados. Nos casos estudados, o aporte financeiro realizado pelas investidoras tem sido por meio de um contrato denominado por mútuo conversível. De maneira sucinta, é um empréstimo concedido por investidores, cujo valor aportado pode ser conversível em participação societária futura. Posto isso, fica evidente que a *accountability* já constitui forma concreta na relação entre investidor e *startup*. Fato esse, representou as formalidades contratuais como atributo mais expressivo nas decisões de investimentos analisados.

Também, as entrevistas demonstraram que não há uma singularidade nas análises de atributos, ou seja, a partir do momento que se desperta interesse por determinada *startup*, cada elemento que surge propicia novos desdobramentos para apurar, de modo que é necessário um alinhamento para que as decisões possam ser efetivas.

Em relatos obtidos, verificou-se que todos os atributos em *accountability* têm sido considerados relevantes, embora cabem às formalidades contratuais uma materialidade mais objetiva e coexistente entre as partes, de modo que seja possível evidenciar o comum acordo, evitando conflitos e agravos futuros, com possíveis impactos tanto no desenvolvimento quanto no resultado esperado do negócio. Percebeu-se ainda, nos casos estudados, que não há uma característica que diferencie a magnitude das análises, conforme os estágios de maturidade das *startups*.

A pesquisa mostrou que a *accountability* é intrínseca às atividades organizacionais e desempenha um papel importante nas decisões de investimento em *startups*. E, sob um atributo de ordem mais normativa, indo ao encontro aos estudos de Erdogan et al. (2004) e Purpura (2019), constatou-se a importância da transparência e da documentação na *accountability*, especialmente no contexto de ambientes de trabalho e na verificação de conformidade com aspectos legais ou contratuais.

Vale ressaltar, ainda, que dentre os critérios de decisão dos investidores em *startups*, destacam-se o potencial de crescimento e tamanho da empresa, experiência e reputação dos empreendedores, montante do investimento e diferenciação do produto (ver, Cox et al., 2017; Svärd, 2017). Congregando esses achados à análise da dimensão *accountability* na tomada de decisão e no estabelecimento de parâmetros organizacionais, observou-se uma perspectiva complementar aos critérios tradicionais de avaliação, permitindo uma abordagem mais abrangente e realista, percebida inclusive nos estudos de Maxwell et al. (2011).

A *accountability* demonstrou-se como dimensão intrínseca às atividades organizacionais capaz de influenciar as decisões de investimento, configurando-se como critério complementar. Ou seja, a análise da dimensão *accountability* na tomada de decisão pode somar aos critérios tradicionais de avaliação, permitindo uma abordagem mais abrangente ao ecossistema em investimentos de risco, cujo atributo de destaque faz-se com aspectos envolvendo formalidades contratuais.

Assim sendo, evidenciou-se que existe práticas de avaliação do desempenho em *startups* sob a ótica da *accountability* como meio de auxiliar decisões em investimentos de riscos aos investidores do mercado VC, correspondendo preceitos acerca das finanças comportamentais, visto que medidas de desempenho, não necessariamente financeira, possam inferir em percepções de valor e contribuições aos processos decisórios.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo apresentou um estudo que objetivou compreender os atributos de análises em *accountability* que auxiliam decisões de investimentos em *startups*. Tal compreensão decorreu por circunstâncias intrínsecas aos demais atributos de análises constituídos na pesquisa, resultado de uma fusão entre as proposições teóricas em *accountability* e investidores em *startups*. A partir do instante em que um investidor no mercado VC é provocado por projetos de investimentos em *startups*, desperta-se o interesse por averiguar não só a viabilidade do negócio, como também assegurar-se que sua decisão se encontra mais distante possível dos

riscos. Daí surge a necessidade por informações complexas e subjetivas para avaliar e tomar decisões, especialmente no sentido de dirimir os riscos inerentes.

Assim, de posse dos 30 atributos constituídos, sendo 10 classificados na dimensão *accountability*, foi possível compreender se estes perfazem relevância a critérios de avaliação sob os casos perscrutados. A pesquisa analisou a importância desses atributos e constatou sua adoção no exercício de análises pelos investidores em todos os casos, sem quaisquer renúncias de sua prática, mesmo que intuitiva. Ressalta-se, a consideração de que não houve elementos factuais que determinassem parâmetros, métricas, ordem, linearidade, instante, característica ou circunstância da *startup*, capaz de determinar quais e como os atributos deveriam ser praticados. Demonstra que as avaliações dos investidores perpassam pelas finanças comportamentais, diminuindo o enfoque apenas em dados em relatórios econômico-financeiros, que por si são assimétricos dada a ausência de uma auditoria e às peculiaridades das *startups*.

Cabe pontuar que, dentre os 30 atributos propostos na pesquisa e previamente identificados na literatura, 9 deles demonstraram ser representativos entre os entrevistados. Atributos como potencial de crescimento e tamanho da empresa, experiência e reputação dos empreendedores, montante do investimento e diferenciação do produto se mostraram determinantes no processo de avaliação dos investidores.

Assim, como contribuição alcançada nesse estudo, admite-se o entendimento de que, não apenas foi possível identificar quais atributos circundam as análises dos investidores, já notados na literatura por Maxwell et al. (2011), Machado (2015), Kerr e Nanda (2015), Amorim (2016), Dalmarco et al. (2017), Barbaro (2019), López-González et al. (2019), Hemphill (2020) e Noélia e Rosália (2020), como também possibilitou que haja dentre as análises outros elementos que se configuram em *accountability*, e conectam às perspectivas de avaliação e decisão pelos investidores. Sendo, portanto, essas novas análises um acréscimo daquilo que a literatura colocou àquilo observado empiricamente. Cabendo ainda como destaque a esses novos atributos, a sua interdependência, inter-relação e personalização às circunstâncias dos agentes envolvidos.

Outro aspecto percebido no estudo é que ao examinar os atributos da *accountability*, percebeu-se que suas intercorrências são intrínsecas à dinâmica do mercado, o que proporciona benefícios às diferentes partes interessadas, como o caso das formalidades contratuais entre investidor e *startup*, cujas determinações quanto a participações acionárias e data programada de saída ou novos aportes de investimentos devam ser claramente especificadas e objetivas.

Os casos analisados, conduz ao entendimento de que os atributos de *accountability*, bem como aos demais outros encontrados nas literaturas, possam servir de roteiro ou mesmo de quesitos a contemplar em ocasiões/eventos, já que os casos demonstraram que investidores não buscam investimentos, eles esperam pelos negócios virem até eles sob perspectivas de informações capazes de despertar interesses. Isso possibilita outras análises capazes de proporcionar outros desdobramentos.

Embora a literatura já tenha atentado para esse fato, ficou evidente numa avaliação cruzada da análise feita nos casos estudados, que os investidores não acompanham nenhum roteiro, e nem mesmo optam por apoiar-se em indicativos trazidos nas literaturas. Constatou-se nos casos, a prática consensual do *feeling* e *timing* circunstanciado de suas experiências passadas. Portanto, não houve uma métrica ou ordenamento convencional, uma vez que, tudo tem sido parcimonioso àquilo que está sendo apreciado, observado e coletado.

Por fim, em relação às limitações metodológicas, reconhece-se que a abordagem qualitativa limita a generalização dos resultados. Portanto, estudos futuros são provocados a ampliar as bases de investigação, especialmente dentro de uma abordagem quantitativa, categorizando análises por classes de investidores no mercado VC, de modo a oferecer informações sobre o impacto da *accountability* por categoria de análise, como modalidades em *venture capital*, investidores anjos, aceleradoras etc., uma vez denotado a *accountability* como instrumento coexistente nas análises de investimentos em *startups*.

## REFERÊNCIAS

- Amorim, R. (2016). A. Os critérios de investimento utilizados pelos investidores anjo no Brasil: uma análise sobre suas prioridades. *Dissertação* (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.
- Andrew, J. (2007). Prisons, the profit motive and other challenges to accountability. *Critical Perspectives on Accounting*, 18(8), 877-904. <https://doi.org/01.1016/j.cpa.2006.08.00>
- Ardichvili, A., Cardozo, R., Tune, K., & Reinach, J. (2002). The role of Angel Investors in the Assembly of non-financial resources of New Ventures: Conceptual Framework and Empirical Evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 10(1), 39-65. <https://doi.org/10.1142/S021849580200013X>
- Associação Anjos do Brasil - AAB. (2021). *Anjos pelo Brasil - Núcleos Regionais*. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/nucleos-regionais.html>>. Acesso em: 05/11/2020.
- Associação Brasileira de Startups – ABS. (2021). *Informação: pesquisas*. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/pesquisas/>>. Acesso em: 05/11/2020.
- Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP. (2021). *Consolidação de dados de PE e VC: 4º Trimestre de 2020*. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br>>. Acesso em: 05/11/2020.
- Barbaro, F. T. (2019). Critérios utilizados no processo de seleção de startups para programas de aceleração. *Dissertação* (Mestrado). Departamento de Engenharia de Produção, Escola Politécnica, Universidade de São Paulo.
- Bardin, L. (2016). *Análise de Conteúdo*. São Paulo: Edições 70.
- Beddewela, E. (2019). Managing corporate community responsibility in multinational corporations: Resolving institutional duality. *Long Range Planning*, 52(6), 101911. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.101911>
- Cavallo, A., Ghezzi, A., Dell'era, C., & Pellizzoni, E. (2019). Fostering digital entrepreneurship from startup to scaleup: The role of venture capital funds and angel groups. *Technological Forecasting and Social Change*, 145, 24-35, 2019. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.04.022>
- Cohen, S., Fehder, D. C., Hochberg, Y. V., & Murray, F. (2019). The design of startup accelerators. *Research Policy*, 48(7), 1781-1797. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.04.003>
- Cox, K. C., Lortie, J., & Stewart, S. A. (2017). When to pray to the angels for funding: The seasonality of angel investing in new ventures. *Journal of Business Venturing Insights*, 7, 68- 76. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2017.03.003>
- Dalmarco, G., Maehler, A. E., Trevisan, M., & Schiavini, J. M. (2017). The use of knowledge management practices by Brazilian startup companies. *Revista de Administração e Inovação*, 14(3), 226-234. <https://doi.org/10.1016/j.rai.2017.05.005>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550. <https://doi.org/10.2307/258557>
- Erdogan, B., Sparrowe, R. T., Liden, R. C., & Dunegan, K. J. (2004). Implications of organizational exchanges for accountability theory. *Human Resource Management Review*, 14(1), 19-45. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2004.02.002>
- Feeney, L., Haines, G., & Riding, A. (2010). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(2), 121-145. <https://doi.org/10.1080/136910699295938>
- Fichter, K., Lüdeke-Freund, F., Schaltegger, S., & Schillebeeckx, S. J. (2022). Sustainability impact assessment of new ventures: An emerging field of research. *Journal of Cleaner Production*, 135452. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.135452>
- Genus, A., & Stirling, A. (2018). Collingridge and the dilemma of control: Towards responsible and accountable innovation. *Research Policy*, 47(1), 61-69. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.09.012>
- Gil, A. C. (2019). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (7a. ed.). São Paulo: Atlas.
- Haar, N. E., Starr, J., & Macmillan, I. C. (1988). Informal risk capital investors: investment patterns on the East Coast of the U.S.A. *Journal of Business Venturing*, 3(1), 11-29. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(88\)90027-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(88)90027-4)
- Hegeman, P. D., & Sørheim, R. (2021). Why do they do it? Corporate venture capital investments in cleantech startups. *Journal of Cleaner Production*, 294, 126315. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126315>
- Hemphill, T. A. (2020). The innovation governance dilemma: Alternatives to the precautionary principle. *Technology in Society*, 63, 101381. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2020.101381>
- Ingle, C. B., & McCaffrey, K. (2007). Effective governance for start-up companies: regarding the board as a strategic resource. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 3(3), 308-329. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2007.014319>

- Joannides, V. (2012). Accounterability and the problematics of accountability. *Critical Perspectives on Accounting*, 23(3), 244-257. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2011.12.008>
- Kerr, W., & Nanda, R. (2015). Financing Innovation. *Annual Review of Financial Economics*, 7(7), 445-462. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-111914-041825>
- Landström, H. (1998). Informal investors as entrepreneurs: Decision-making criteria used by informal investors in their assessment of new investment proposals. *Technovation*, 18(5), 321-333. [https://doi.org/10.1016/S0166-4972\(98\)00001-7](https://doi.org/10.1016/S0166-4972(98)00001-7)
- Lima, G. (2020). DealflowBR: Mapa de Investidores de Startups do Brasil. Disponível em: <<http://dealflowbr.com/mapa-de-investidores-de-startups-do-brasil/>>. Acesso em: 05/11/2020.
- Lindgren, B. M., Lundman, B., & Graneheima, U. H. (2020). Abstraction and interpretation during the qualitative content analysis process. *International Journal of Nursing Studies*, 108, 103632. <https://doi.org/10.1016/j.ijnurstu.2020.103632>
- Liu, W., Shao, X., Sisto, M., & Li, W. H. (2020). A new approach for addressing endogeneity issues in the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 101623. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101623>
- López-González, E., Martínez-Ferrero, J., & García-Meca, E. (2019). Corporate social responsibility in family firms: A contingency approach. *Journal of Cleaner Production*, 211, 1044-1064. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.11.251>
- Luo, Y. (2005). Corporate governance and accountability in multinational enterprises: Concepts and agenda. *Journal of International Management*, 11(1), 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2004.11.001>
- Machado, F. G. (2015). Investidor anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups. *Dissertação (Mestrado)*. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Macmillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. N. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(85\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(85)90011-4)
- Macmillan, I. C., Zemann, L., & Subbanarasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123-137. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(87\)90003-6](https://doi.org/10.1016/0883-9026(87)90003-6)
- Mann, W. (2018). Creditor rights and innovation: Evidence from patent collateral. *Journal of Financial Economics*, 130(1), 25-47. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.07.001>
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1996). Why business angels' say no: a case study of opportunities rejected by an informal investor. *International Small Business Journal*, 14(2), 35-51. <https://doi.org/10.1177/0266242696142003>
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248. <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.09.002>
- Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2013). Investment cycles and startup innovation. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 403-418. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.07.001>
- Noélia, F. L., & Rosália, D. C. (2020). A dynamic analysis of the role of entrepreneurial ecosystems in reducing innovation obstacles for startups. *Journal of Business Venturing Insights*, 14, e00192. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00192>
- Nunes, L. B. (2021). *Advocacia corporativa em disrupção: a nova gestão jurídica empresarial, teoria e prática*. Belo Horizonte: Editora Dialética.
- O'Connor, J. T., & Mock, B. (2020). Responsibilities and accountabilities for industrial facility commissioning and startup activities. *Construction Innovation*, 20(4), 625-645. <https://doi.org/10.1108/CI-09-2019-0094>
- Parhankangas, A., & Ehrlich, M. (2014). How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach. *Journal of Business Venturing*, 29, 543-564. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.08.001>
- Pinho, J. A. G., & Sacramento, A. R. S. (2009). Accountability: já podemos traduzi-la para o português? *Revista de Administração Pública*, 43(6), 1343-1368. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-76122009000600006>
- Purpura, P. P. (2019). *Accounting, Accountability, and Auditing*. Security and Loss Prevention. 7 ed. Butterworth-Heinemann. E-book, Chapter 11, 337-354. DOI: <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-811795-8.00011-4>
- Rechtman, M., & Young, C. E. F. (2013). *Avaliação de investimentos sustentáveis*. Rio de Janeiro: Navona.
- Ries, E. (2019). *A Startup enxuta: Como usar a inovação contínua para criar negócios radicalmente bem-sucedidos*. Rio de Janeiro: Sextante.

- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101246. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.101246>
- Santi Jr. C., & Neves, G. T. (2020). New and Future Developments in Microbial Biotechnology and Bioengineering. *Microbial Biomolecules: Properties, Relevance, and their Translational Applications*. Chapter 10 - *Startups and prominent business*. Elsevier, 209-223. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-64301-8.00010-X>
- Shimasaki, C. (2020). Investor Presentations: What Do You Need in an Investor Pitch Deck? *Biotechnology Entrepreneurship*, Chapter 23, 2 Ed., Leading, Managing and Commercializing Innovative Technologies, 325-336. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-815585-1.00023-1>
- Shroff, N., Verdia, R. S., & Yost, B. P. (2017). When does the peer information environment matter? *Journal of Accounting and Economics*, 64(2-3), 183-214. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.03.005>
- Svärd, P. (2017). *Accountability, transparency, and the role of information management*. Enterprise Content Management, Records Management and Information Culture Amidst e-Government Development, E-book: Elsevier, 83-96. <https://doi.org/10.1016/B978-0-08-100874-4.00007-7>
- Vanacker, T., Collewaert, V., & Paeleman, I. (2013). The relationship between slack resources and the performance of entrepreneurial firms: the role of venture capital and angel investors. *Journal of Management Studies*, 50(6), 1070-1096. <https://doi.org/10.1111/joms.12026>
- Voss, C., Tsikriktsis, N., & Frohlich, M. (2002). Case research in operations management. *International Journal of Operations & Production Management*, 22 (2), 195-219. <https://doi.org/10.1108/01443570210414329>
- Wöhler, J., & Haase, E. (2022). Exploring investment processes between traditional venture capital investors and sustainable start-ups. *Journal of Cleaner Production*, 134318. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134318>
- Yin R. K. (2015). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (5a. ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Zinecker, M., & Bolf, D. (2015). Venture capitalists' investment selection criteria in CEE countries and Russia. *Verslas: Teorija ir Praktika*, 16(1), 94-103. <https://doi.org/10.3846/btp.2015.441>

## **DADOS DOS AUTORES**

### **Nilton Cesar Lima**

Pós-doutor na Universidade Tecnológica Federal do Paraná no Programa de Pós-graduação em Tecnologia e Sociedade.  
Professor na Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Email: cesarlim@yahoo.com

Orcid: 0000-0002-8933-9953

### **Christian Luiz da Silva**

Professor Titular da Universidade Tecnológica Federal do Paraná - UTFPR

Email: christiansilva@utfpr.edu.br

Orcid: 0000-0002-4074-5184

### **Gustavo Henrique Silva de Souza**

Professor no Instituto Federal de Educação Ciência e Tecnologia do Norte de Minas Gerais - IFNMG

Email: gustavo.souza@ifnmg.edu.br

Orcid: 0000-0002-4046-9669

### **Jamerson Viegas Queiroz**

Professor do programa de pós-graduação em engenharia de produção da Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

Email: jvqjamerson@yahoo.com.br

Orcid: 0000-0001-9802-6628

# Fernanda Cristina Barbosa Pereira Queiroz

Professora do programa de pós-graduação em engenharia de produção da Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

Email: fernadacbpereira@yahoo.com.br

Orcid: 0000-0002-1043-0288

## Contribuição dos Autores:

Contribuição	Nilton Cesar Lima	Christian Luiz da Silva	Gustavo Henrique Silva de Souza	Jamerson Viegas Queiroz	Fernanda Cristina Barbosa Pereira Queiroz
1. Concepção do assunto e tema da pesquisa	X				
2. Definição do problema de pesquisa	X				
3. Desenvolvimento das hipóteses e constructos da pesquisa (trabalhos teórico-empíricos)	X	X			
4. Desenvolvimento das proposições teóricas (trabalhos teóricos os ensaios teóricos)	X	X	X	X	
5. Desenvolvimento da plataforma teórica	X	X	X	X	X
6. Delineamento dos procedimentos metodológicos	X		X	X	X
7. Processo de coleta de dados		X	X	X	X
8. Análises estatísticas			X		X
9. Análises e interpretações dos dados coletados	X	X	X	X	X
10. Considerações finais ou conclusões da pesquisa	X	X			
11. Revisão crítica do manuscrito	X	X	X	X	X
12. Redação do manuscrito	X	X	X	X	X