

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

VICTOR HARANO ALVES

**PANORAMA DA PRÁTICA DE CORPORATE VENTURE CAPITAL
NO BRASIL: COMO AS CORPORAÇÕES BRASILEIRAS ESTÃO
INVESTINDO NO ECOSSISTEMA DE INOVAÇÃO**

SÃO PAULO

2022

VICTOR HARANO ALVES

**PANORAMA DA PRÁTICA DE CORPORATE VENTURE CAPITAL NO
BRASIL: COMO AS CORPORAÇÕES BRASILEIRAS ESTÃO INVESTINDO
NO ECOSISTEMA DE INOVAÇÃO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas, Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Franco Luzio

SÃO PAULO

2022

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Gilberto e Márcia, pelo esforço, apoio e determinação para oferecer as melhores oportunidades a mim e aos meus irmãos. Sem o apoio, paciência e amor de vocês, não seria possível.

Ao Prof. Dr. Eduardo Franco Luzio, pela paciência na orientação e apoio durante o processo de construção desse trabalho nesse período de muito aprendizado.

Aos meus colegas de graduação e a Mariana, que me apoiaram ao longo de toda essa jornada.

A todos que de alguma forma contribuíram nesta jornada de amadurecimento e aprendizado dos anos da graduação.

RESUMO

O presente trabalho visa contribuir para o desenvolvimento das iniciativas de *corporate venture capital* nacionais, elaborando um panorama geral das operações de *corporate venture capital* globais e de como se deu a sua evolução em dois períodos distintos, entre 1990 e 2000 e entre 2010 e 2021, considerando a literatura científica internacional desenvolvida sobre o tema e a experiência estadunidense, buscando aprendizados que possam ser expandidas e aplicadas no desenvolvimento de fundos de CVC no Brasil. O trabalho também consolida dados sobre as iniciativas de CVC iniciadas no Brasil e seus respectivos investimentos, para compor um panorama da atuação dos fundos de *corporate venturing* brasileiros. Por fim, o trabalho busca apresentar sugestões para a ampliação da perenidade das iniciativas de CVC brasileiras.

Palavras-chave: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Open Innovation, Startup, New Firms

Código JEL: G24, O36, M13

ABSTRACT

This work aims to contribute to the development of *national corporate venture capital initiatives*, elaborating an overview of *global corporate venture capital* operations and how they developed in two distinct periods, between 1990 and 2000 and between 2010 and 2021, consider the international scientific literature developed on the subject and the American experience, seeking learning that can be expanded and applied in the development of CVC funds in Brazil. The work also consolidates data on cvc initiatives initiated in Brazil and their respective investments, seeking to make up an overview of the performance of *Brazilian corporate venturing* funds. Finally, the paper seeks to present suggestions for the expansion of the perennity of Brazilian CVC initiatives.

Keywords: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Open Innovation, Startup, New Firms

JEL Code: G24, O36, M13

GLOSSÁRIO

ABVCAP – Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital*

AMBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

AgTech - Startups com soluções no setor de agropecuária

CVC – *Corporate Venture Capital*

CV – *Corporate Venturing*

DeepTech – Startups com soluções em tecnologias complexas ou avançadas

FinTech – Startups com soluções no setor financeiro

GCV – *Global Corporate Venture Initiative*

HealthTech – Startups com soluções no setor de saúde

HRtech - Startups com soluções no setor de recursos humanos

LogTech - Startups com soluções no setor de logística e *supply chain*

LP – *Limited Partner*

MarTech – *Startups* com soluções no setor de mídia e marketing

M&A – *Mergers and Acquisitions*

P&D – Pesquisa e desenvolvimento

RetailTech - Startups com soluções no setor de varejo

SVB – Silicon Valley Bank

Unicórnio – Startup com valor de mercado avaliado em mais de US\$ 1 bilhão

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Investimentos Globais de CVCs (1969 - 1998).	18
Figura 2 - Investimentos Globais de CVCs (1999-2021).	18
Figura 3 - Investimentos Globais de CVCs (1969 - 2021)	18
Figura 4 - Setor das investidas por CVCs de Saúde e Química (1970 - 1999).....	20
Figura 5 - Setor das investidas por CVCs de tecnologia (1970 - 1999)..	20
Figura 6 - Perfil das startups investidas por CVCs entre 1990 e 2000.	21
Figura 7 - Perfil das startups investidas por CVCs entre 1990 e 2000..	21
Figura 8 - Rodadas realizadas por iniciativas de CVCs.....	22
Figura 9 - Perfil das startups investidas por CVCs entre 2010 e 2021	24
Figura 10 - Distribuição do tamanho dos fundos de CVC criados entre 2006 e 2021	25
Figura 11 - Espectro dos mandatos dos CVCs.....	26
Figura 12 - Setores com maior interesse declarado por CVC entre 2010 e 2021.....	27
Figura 13 - Volume de investimento realizado por CVCs por região.	33
Figura 14 - Número de deals realizado por CVCs por região.....	33
Figura 15 - Número de Startups brasileiras que receberam investimento 2005-2010	35
Figura 16 - Estruturas de relacionamento entre startups e corporações.....	36
Figura 17 - Iniciativas de CVC atuantes no Brasil por setor.	37
Figura 18 - Iniciativas de CVC corporações com sede no Brasil.	39
Figura 19 - Distribuição dos setores brasileiros na matriz de incentivo de CVCs	41
Figura 20 - Região sede da corporação responsável pelo CVC.....	41
Figura 21 - Vintage dos fundos de CVC no Brasil.	42
Figura 22 - Número de investimentos realizados por CVCs no Brasil.....	44
Figura 23 - Participação de CVCs em deals realizados no Brasil.....	47
Figura 24 - Envolvimento de CVC em startups que realizaram fusões ou aquisições.	48
Figura 25 - % das startups financiadas por VCs capazes de captar uma nova rodada	49
Figura 26 - % das startups financiadas por CVCs capazes de captar uma nova rodada.....	50

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Total de investimentos em Venture Capital nos Estados Unidos 1995-2000.....	11
Tabela 2 -Evolução dos investimentos globais em VC e CVC	12
Tabela 3 - Investimentos realizados por CVCs em 2021	12
Tabela 4 - Retorno de Fundos de Venture Capital do final dos Anos 1990	17
Tabela 5 - Comparação de Retorno entre diferentes estratégias.....	17
Tabela 6 - Vinte Maiores CVCs Globais (1970 - 1999)	20
Tabela 7 - Incentivos para a criação de um CVC	30
Tabela 8 - Lucro líquido dos quatro maiores bancos brasileiros em 2021	38
Tabela 9 - Perfil dos oito maiores CVCs do Brasil com dados abertos	43
Tabela 10 - Principais setores e estágios investidos pelos CVCs	46

Sumário

AGRADECIMENTOS	3
RESUMO	4
ABSTRACT	5
GLOSSÁRIO	6
ÍNDICE DE FIGURAS	7
ÍNDICE DE TABELAS	8
1. INTRODUÇÃO: CORPORAÇÕES E O INCENTIVO PARA A CRIAÇÃO DE UM FUNDO DE CORPORATE VENTURE CAPITAL	10
2. OBJETIVOS.....	13
3. METODOLOGIA	13
4. DEFINIÇÃO DE UM FUNDO DE CORPORATE VENTURE CAPITAL	13
4.1. Perfil de Retorno: Estratégico ou Financeiro	14
5. PANORAMA DO CORPORATE VENTURE CAPITAL.....	16
5.1. Panorama Estratégico dos CVCs Globais (1990 – 2000)	19
5.2. Panorama Estratégico dos CVCs Globais (2011 – 2021)	22
6. PERENIDADE E FATORES CHAVE PARA O SUCESSO DE UM CVC.....	28
7. PANORAMA DO CORPORATE VENTURE CAPITAL NO BRASIL	33
7.1. Breve Histórico das Iniciativas de CVC Brasileiras	34
8. RESULTADOS: O PERFIL DAS INICIATIVAS DE CORPORATE VENTURE CAPITAL BRASILEIRAS	36
8.1. Setores de atuação das iniciativas de CVC no Brasil.....	37
8.2. Perfil dos Investimentos Realizados.....	42
8.3. Performance e Impacto nas Investidas.....	46
9. CONCLUSÃO.....	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	53

1. INTRODUÇÃO: CORPORAÇÕES E O INCENTIVO PARA A CRIAÇÃO DE UM FUNDO DE *CORPORATE VENTURE CAPITAL*

Inovar não é uma tarefa fácil, demanda uma estratégia robusta que permita a construção de um processo de inovação perene e eficiente. Ao longo de muitos anos, as corporações buscaram apoiar a criação de novos produtos e procedimentos, por meio de áreas de Pesquisa e Desenvolvimento internas, impondo um forte controle e sigilo ao longo desse processo.

Para isso, grandes corporações, como IBM, GE, AT&T, Bell Labs, investiram milhões de dólares para o desenvolvimento de novas tecnologias que transformariam o mercado e sobrepujariam seus concorrentes (WEST, 2014). Acreditava-se, até meados da década de 1960, que empresas que desejassem inovar deveriam investir uma considerável quantidade de capital no desenvolvimento de laboratórios proprietários, na contratação de cientistas e na aprovação de patentes, antes de terem qualquer chance de sucesso na construção da inovação (CHESBROUGH, 2006).

Entretanto, a partir do final da segunda metade da década de 1960, as corporações incumbentes em seus ramos começaram a enfrentar uma concorrência cada vez mais acirrada de novos entrantes no mercado, empresas menores que não possuíam o capital ou áreas de Pesquisa e Desenvolvimento do tamanho das de grandes corporações, mas que estavam utilizando uma nova estratégia para inovar, criar produtos e ganhar mercado (HUIZINGH, 2011).

Enquanto as empresas líderes investiam uma grande quantidade de capital, explorando novos materiais e desenvolviam sistemas e componentes no estado-da-arte, buscando descobertas que pudessem nutrir gerações de produtos e serviços (SVEIKAUSKAS, 2007), as novas empresas não buscavam se concentrar no desenvolvimento interno de tecnologias, mas sim, em adquiri-las em qualquer fonte possível, seja realizando parcerias, seja investindo em empresas inovadoras, buscando conexões com universidades ou adquirindo outras empresas (WEST, 2014). Dessa forma, estas empresas não utilizavam os grandes gastos com P&D e criavam a agilidade necessária para se adaptarem a um contexto global no qual a tecnologia se desenvolvia de uma forma cada vez mais rápida.

Assim, o processo de inovação avançava para uma estrutura aberta, não se restringindo ao ambiente interno das corporações. Alguns dos fatores estruturais que ajudaram a desenvolver esta nova forma de inovação e a colocar obstáculos para a forma anterior de executar pesquisa e desenvolvimento interno pelas empresas são ressaltados por alguns autores.

Um dos principais fatores destacados na literatura é o crescimento no número e na mobilidade de trabalhadores, que deixavam de ter um perfil operacional para apresentarem um perfil informacional, dificultando que as empresas mantivessem suas ideias e *know-how* em sigilo (LEE, 1997). Além disso, com o advento da internet, a partir dos anos 1990, a velocidade de

circulação da informação e possibilidades de criação de novos modelos de negócio se expandiram de forma radical, dificultando que os processos de inovação se adequassem às estruturas de P&D internas das grandes corporações.

Outro fator importante para esta mudança, menos citado pela literatura, foi um aumento considerável na oferta de capital proveniente de fundos de *Venture Capital* privados (WEST, 2014; GREEN, 2004), que auxiliaram no financiamento de novos projetos que surgiam em universidades e nos laboratórios corporativos de grandes empresas, dando a esses uma via alternativa para se capitalizarem e crescerem de forma independente da corporação.

Ano	Número de Deals	Investimento (Bilhões US\$)	Média por deal (US\$ Milhões)
1995	1.884	7.64	4.06
1996	2.634	11.57	4.39
1997	3.231	15.08	4.67
1998	4.046	21.40	5.29
1999	5.668	53.95	9.52
2000	8.165	99.72	12.21
CAGR 1995-2000	34%	67%	52%

Tabela 1 - Total de investimentos em *Venture Capital* nos Estados Unidos 1995-2000 (Fonte: Pitchbook e DUSHNITSKY, 2006)

Com o crescimento da liquidez no mercado de *venture capital* ocorrido na metade final dos anos 1990, como é possível ver na Tabela 1, manter uma ideia ou um projeto sob o guarda-chuva de um laboratório de P&D corporativo se tornou muito mais difícil, pois caso a empresa se negasse a desenvolver o projeto ou não fosse capaz de desenvolvê-lo, os engenheiros e pesquisadores envolvidos nele poderiam encontrar uma forma alternativa para se financiar e seguir com o seu desenvolvimento, buscando uma captação nos fundos de capital de risco privado.

Compreendendo a necessidade de ampliar seu processo de inovação para além de seus limites internos e buscando seguir as tendências apresentadas pela nova dinâmica do mercado, diversas empresas começaram a realizar investimentos diretos ou indiretos em empresas nascentes que buscavam desenvolver produtos ou serviços inovadores em ambientes de completa incerteza, as chamadas *startups* (RIES, 2010).

Com isso, começaram a surgir os primeiros programas de *corporate venturing*, nos quais as grandes corporações se conectavam com *startups* buscando diversificar suas operações, identificar oportunidades, investir em novos negócios e aprender com novas tecnologias ao se conectarem com empresas nascentes de base tecnológica inovadora (DUSHNITSKY, 2006).

Após cinquenta anos de evolução, as estratégias de Corporate Venture Capital alcançaram uma robustez e uma ampla variabilidade, sendo uma das principais práticas executadas dentro da estratégia de inovação das grandes corporações. Em 2021, cerca de 25% das empresas listadas na lista da Fortune 500 possuía alguma iniciativa de *corporate venture capital* (DISTRITO, 2021). Na tabela 2, podemos notar o crescimento do número de *deals* realizados e do volume de capital aportado globalmente, em *Venture Capital* e *Corporate Venture Capital*.

Ano	Nº de Deals			Volume (US\$ Bi)			Valor Mediano Deal (US\$ M)	
	CVC	VC	% (CVC/VC)	CVC	VC	% (CVC/VC)	CVC	VC
2018	3.347	29.442	11%	58,9	292,3	20%	9,1	15,1
2019	3.557	28.341	13%	59,4	258,3	23%	8,7	14,0
2020	3.539	26.829	13%	70,9	298,2	24%	10,0	16,2
2021	5.011	35.821	14%	177,1	630,3	28%	15,3	25,3
CAGR	14%	7%		44%	29%		18,9%	18,7%

Tabela 2 - Evolução dos investimentos globais em VC e CVC (Elaboração própria com dados do CB Insights)

Apesar do avanço nos mercados norte-americano, asiático e europeu, as iniciativas de *Corporate Venture Capital* no Brasil são recentes e poucas, como apresentado na tabela 3. Além disso, grande parte da literatura produzida em território nacional sobre o tema, ainda consiste na análise de estudos de casos específicos ou de iniciativas adjacentes aos fundos (como Programas de aceleração e *Venture Studios*), culminando em uma baixa exposição do tema na literatura nacional. Fontes bibliográficas de cunho científico também são raras, abordando apenas o contexto não corporativo das iniciativas de *corporate venturing*.

Região	No de Deals	Volume (em USD Bi)
Estados Unidos	1795	94
Europa	753	23
Ásia	2147	47
América Latina	323	5
Brasil	95	2

Tabela 3 - Investimentos realizados por CVCs em 2021 (Elaboração própria com base em dados do CB Insights, Crunchbase, Distrito e SlingHub)

2. OBJETIVOS

O presente trabalho visa contribuir para o desenvolvimento das iniciativas de *corporate venture capital* nacionais, elaborando um panorama geral das operações de *corporate venture capital* globais e de como se deu a evolução delas, se apoio da literatura científica internacional desenvolvida sobre o tema e da experiência estadunidense, buscando lições que possam ser expandidas e aplicadas no desenvolvimento de fundos de CVC no Brasil.

3. METODOLOGIA

Para alcançar tal objetivo, este trabalho buscará realizar uma revisão da literatura, procurando os fatores que levaram à perenidade das iniciativas de *corporate venturing*, analisando evidências de dois períodos de atividade relevante para o ecossistema de CVC global – (1990 a 2000) e (2001 a 2021) – buscando mapear o comportamento do mercado norte americano, pioneiro na estruturação de fundos de *corporate venturing*.

Após a revisão e consolidação dos dados e da literatura, o trabalho passará a mapear as iniciativas de Corporate Venture Capital divulgadas no Brasil, com apoio de dados abertos sobre os Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) registrados na Comissão de Valores Mobiliários, cujos estatutos os liguem a uma grande corporação na modalidade de *Corporate Venture Capital*, isto é, fundos que visem obter participações minoritárias em empresas emergentes de cunho tecnológico ou inovador. Também serão utilizadas cinco bases de dados privadas - CB Insights, Crunchbase, Dataminer, Pitchbook e SlingHub - contendo investimentos diretos realizados em startups, coletando apenas os investimentos diretos realizados por corporações brasileiras nos últimos dez anos.

Os dados serão coletados, tratados e compilados em uma base única que permitirá a compreensão da evolução da quantidade e volume de investimentos realizados, avaliando o setor da empresa investida, o setor da empresa investidora e o valor do investimento.

Com essas informações, haverá a constituição de um panorama das iniciativas de *corporate venturing* brasileiras, que será comparado com as melhores práticas globais, suscitando possíveis sugestões para ampliar a perenidade dos CVCs nacionais.

4. DEFINIÇÃO DE UM FUNDO DE CORPORATE VENTURE CAPITAL

Para avançar na construção de um panorama, é necessário definir como se estruturam os principais modelos de fundos de *corporate venture capital*, quais são seus mecanismos de operação e quais incentivos estão presentes nos arcabouços estratégicos por detrás de cada iniciativa. As iniciativas não são uniformes e são elaboradas visando atender objetivos específicos de cada corporação.

A prática de *Corporate Venture Capital* não pode ser confundida com outras iniciativas corporativas que visam trazer inovação e crescimento de receitas para a corporação mãe. Dessa forma, o *corporate venture* difere de iniciativas como programas de aceleração/incubação, *Joint-Ventures*, *spin-outs* corporativas e *M&As*, focando em obter participações minoritárias nas investidas, buscando maximizar o retorno por meio do investimento em diversas tecnologias e mitigar possíveis riscos de ser o operador majoritário dentro de uma startup (YOUNG, 2006).

Os fundos de CVC buscam investir o capital de grandes corporações, já estabelecidas, em empreendimentos inovadores de base tecnológica, obtendo em troca do capital uma participação (*equity*) na empresa nascente. Como ferramenta de inovação, estes fundos têm como objetivo desenvolver um ecossistema de testes paralelo às operações corporativas, ao incentivar novos modelos de negócios, produtos e tecnologias, gerando sinergias estratégicas e financeiras para a corporação controladora.

Apesar de não existir uma maneira única de se estruturar um CVC, existem duas dimensões fundamentais, consideradas por diversos autores, para se compreender o posicionamento estratégico de um CVC. São elas: (i) Perfil de retorno: estratégico ou financeiro; (ii) Perfil operacional: de integração ou de autonomia. O tópico a seguir, 4.1., irá analisar as implicações da escolha de cada um desses perfis.

4.1. Perfil de Retorno: Estratégico ou Financeiro

Ao estruturar um fundo de *corporate venture capital* uma corporação deve decidir o que espera receber como retorno de seus investimentos, que podem assumir um perfil mais estratégico ou mais financeiro. Na prática, este perfil não assumirá uma condição exclusiva, sendo ou estratégico ou financeiro, mas sim um espectro que tende a pender hora mais para uma extremidade, hora mais para outra.

Durante a criação de uma estrutura de *Corporate Venture Capital*, deve-se escolher entre três modelos: (i) Interno; (ii) Fundo Externo Dedicado; (iii) Investimento Externo Indireto; (GOMPERS, 2002). Cada um dos modelos apresenta suas respectivas vantagens e desvantagens e reflete o modelo, a maturidade e o setor da grande corporação.

O modelo de CVC Interno é definido pela construção de um time corporativo interno, responsável por analisar oportunidades e realizar investimentos em empresas e tecnologias inovadoras. Este modelo costuma ser mais comum em empresas que estão iniciando no processo e na construção de sua estratégia de *corporate venturing* (GOMPERS, 2002). Como são iniciativas internas, elas tendem a ser menos perenes do que as estruturas externas, pois ficam expostas aos cortes de custos e mudanças de estratégia corporativa (BURGELMAN, 1994). Fundos de CVC Internos tendem a estar diretamente conectados com a operação de sua empresa mãe, facilitando

possíveis sinergias entre a corporação e o portfólio de empresas investidas. Contudo, evidências mostram que este modelo costuma afastar as empresas em estágio mais inicial, que temem perder sua tecnologia para a corporação mãe (GOMPERS, 2002; BURGELMAN, 2005).

No segundo modelo, com um fundo externo dedicado, as corporações aportam uma quantidade capital determinada em um fundo que existe de forma independente da corporação mãe (GOMPERS, 2002). Neste tipo de modelo, a estrutura de Corporate Venture Capital ganha mais autonomia e agilidade na tomada de decisões. Além disso, por serem iniciativas externas - constituídas muitas vezes em um fundo regulado por órgãos reguladores - estes modelos costumam ser mais perenes, com duração média de dez anos para cada fundo estruturado (SCHILDT, 2005; MARKHAM, 2005).

O terceiro e último modelo se baseia em realizar investimentos indiretos em fundos de Venture Capital¹. Dessa forma, a corporação se torna um sócio limitado de um fundo, reduzindo riscos financeiros, diversificando seus investimentos e tendo acesso às oportunidades de aquisição, aos clientes e aos fornecedores (GOMPERS, 2002; MARKHAM, 2005). Este modelo, entretanto, limita o controle da corporação sobre o desenvolvimento e aplicações das novas tecnologias desenvolvidas e o fluxo de informação e tecnologia da investida para a corporação passa a depender da boa vontade do *venture capitalist* (GULINELLO, 2006; GILSON, 2002).

Além do modelo estrutural do *Corporate Venture Capital*, também é necessário definir a estratégia de atuação, o framework pelo qual o fundo irá operar buscando trazer ganhos para a empresa mãe. Dentre os diversos frameworks existem três mais importantes, que englobam os demais (GARVIN, 2006). São eles: (i) Estratégias para alavancar o modelo de negócio atual da empresa mãe; (ii) Estratégias para explorar potenciais novos negócios; (iii) Estratégias visando apenas o retorno financeiro ;

No primeiro framework, o objetivo é desenvolver uma conexão forte entre a *startup* e as operações da grande corporação. O braço de CVC atua próximo dos negócios existentes da companhia, buscando maximizar a transferência de tecnologia e conhecimento entre a *startup* e a operação. Neste modelo, as startups investidas atuam diretamente com o mercado da corporação

¹ Nota: Diferentemente do segundo modelo, neste terceiro, por existirem diversos LPs e pelo dever fiduciário que a gestora tem com cada um deles, a corporação exerce menos influência sobre as decisões do fundo. Neste contexto, temos como exemplo a Fifth Wall, fundo norte-americano, destinado a realizar investimentos em ativos imobiliários e de sustentabilidade, que possui diversas corporações como BNP Paribas, Mariot, Hilton, Cosan, Chevron, entre seus LPs. Em sua tese de investimento a gestora apresenta uma estratégia clara de buscar os melhores ativos e conectá-los com as corporações, que veem no valor capacidade do fundo de realizar investimentos e conexões. Por ser um modelo de investimento indireto as corporações não têm poder de decidir no que será investido, mas consideram como positivo participar em conjunto com outras empresas de um fundo onde conseguem com uma alocação de capital menor – quando comparada a um modelo de fundo externo dedicado – obter uma exposição relevante ao ecossistema.

investidora, buscando alavancar as operações corporativas por meio de ganhos de eficiência, oferta de produtos e serviços complementares e a aproximação e melhora da relação com o cliente.

Já no segundo framework, a companhia busca investir em *startups* que possibilitem a entrada em novos mercados, não precisando ter necessariamente conexão com o mercado de operação atual. Essa estratégia visa apostar em possíveis cenários de mudança de mercado ou tecnologia, preparando a corporação para responder rapidamente às possíveis mudanças (GILSON, 2002; CHESBROUGH, 2002). Além disso, é uma forma de buscar crescimento em novos mercados e trazer diversificação de receitas.

No terceiro framework, a corporação ainda faz o investimento priorizando os objetivos estratégicos, mas não aproxima tanto o portfólio de investidas de suas operações principais. Isso porque acredita-se que os investimentos de sucesso permitirão que as operações da companhia se beneficiem, apesar do link operacional forte entre operação e investidas não ser necessário para que isso aconteça (CHESBROUGH, 2002).

Por fim, o último framework apresenta uma estratégia mais passiva, na qual o fundo de *Corporate Venture Capital* não está conectado diretamente com a estratégia e operação da empresa mãe. Nesse caso, os retornos esperados são apenas financeiros com uma conexão quase nula com a estratégia corporativa.

5. PANORAMA DO CORPORATE VENTURE CAPITAL

Os fundos de *Corporate Venture Capital* executam um papel fundamental no ecossistema de fomento à inovação, formando uma tríade poderosa entre corporações, fundos de *Venture Capital* e *startups* (DUSHNITSKY, 2006). Ao longo da história, é possível notar diferentes períodos de acréscimo e decréscimo no volume aportado por corporações em startups (THORNHILL, 2001). Há três períodos principais, que configuram os diferentes ciclos (ondas), nos quais nota-se a constante evolução do volume investido por CVCs, com um avanço dos US\$ 750 milhões aportados no final da década de 1970 para quase US\$ 180 bilhões aportados por corporações em 2021 (valores ajustados para dólares de 2021).

O primeiro ciclo ocorreu em meados dos anos 1960 motivado por três fatores principais: (i) a busca das grandes corporações por diversificação nos negócios; (ii) um excedente de caixa, que deixava as companhias bem capitalizadas; (iii) O sucesso astronômico que os primeiros fundos de *Venture Capital* haviam obtido na década anterior (DUSHNITSKY, 2006; GOMPERS, 2002), como foi o caso da ARDC que aportou US\$ 70.000 na *Digital Equipment Corporation* (DEC), recebendo mais de quinhentas vezes seu capital investido com o IPO da empresa em 1968 (EARLS,

2004)². Nessa primeira onda, os fundos buscavam realizar seus investimentos de forma direta ou indireta, aportando em ideias e projetos internos, realizando spin-offs, ou em tecnologias nascentes externas (DUSHNITSKY, 2006).

A segunda geração de fundos de *Corporate Venture Capital* surgiu no final da década de 1970, originando a segunda onda de criação de fundos (GOMPERS, 1999). Dentre os fatores que motivaram a criação destes veículos, podemos citar: a redução da taxa básica de juros nos Estados Unidos, que reduziu o retorno de outros investimentos, a mudança nas leis sobre os fundos de pensão, que permitiram a entrada de mais capital para as iniciativas de *corporate venturing*, e o surgimento do computador pessoal, que abriu um novo mercado para soluções de software e hardware (GOMPERS, 2002).

A terceira onda de expansão dos fundos de CVC se deu no final dos anos 1990, impulsionada principalmente pelo sucesso que as empresas nascentes de internet e telecomunicações vinham obtendo (GOMPERS, 2000). Como consequência deste sucesso, os fundos de *Venture Capital* obtiveram alguns dos maiores retornos (FLORIN, 2015), como podemos ver nas tabelas 4 e 5. Dessa forma, as grandes corporações, para aproveitar as oportunidades, buscaram criar também fundos para se beneficiar com a mudança e a inovação do mercado.

Vintage Year	IRR (Fundos VC do 1º Decil)
Pré 1995	73%
1996	127,92%
1997	155,59%
1998	48%

Tabela 4 - Retorno de Fundos de Venture Capital do final dos Anos 1990 (Elaboração própria com base em Pitchbook e Bloomberg)

Tipo	Q1 2021	1 Ano	3 Anos	5 Anos	10 Anos
Private equity	20,07%	51,23%	20,38%	19,45%	16,02%
Venture capital	21,74%	56,51%	26,30%	18,95%	15,47%
Real estate	6,68%	6,30%	6,71%	8,95%	11,70%
Real assets	5,54%	14,10%	1,09%	5,57%	4,85%
Private debt	10,68%	16,77%	6,16%	8,18%	9,47%
S&P 500	6,17%	56,35%	16,78%	16,29%	13,91%

Tabela 5 - Comparação de Retorno entre diferentes estratégias (Elaboração própria com base em Pitchbook e Bloomberg)

² Nota: Iniciativas como as de Arthur Rock, que em 1957 investiu alguns milhares de dólares nas ideias de grupos de cientistas e projetos corporativos e viu eles se tornarem empresas multimilionárias, como a Fairchild Semiconductor, a Intel Corporation e a Apple, também ajudaram a impulsionar os investimentos em projetos de base tecnológica e inovadores. Don Valentine, fundador da Sequoia, e Tom Perkins, fundador da Kleiner Perkins Caufield & Byers, também começaram suas gestoras no começo dos anos 1970, investindo em empresas como Qualcomm, Scientific Data Systems, Microsoft, e retornando mais de trinta vezes seus primeiros fundos de US\$ 8 milhões.

Entre 1970 e 2021, a partir da globalização, a prática do *corporate venture capital* vem se consolidando de maneira mais significativa há pelo menos trinta anos, com uma aceleração relevante nos últimos dez anos. As figuras 1, 2 e 3 nos mostram essa evolução no volume de investimentos realizados por iniciativas de *Corporate Venture Capital* globais. Ao todo, o volume aportado apresentou um CAGR de 1.688% ao longo dos últimos trinta anos.

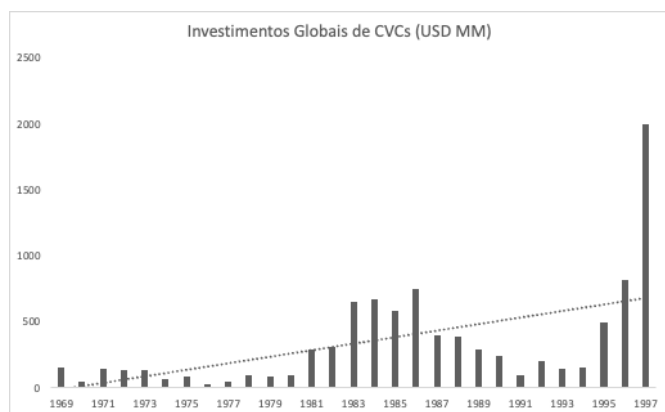


Figura 1 - Investimentos Globais de CVCs (1969 - 1998). Elaboração própria com base em Dushnisky e dados de CB Insights



Figura 2 - Investimentos Globais de CVCs (1999-2021). Elaboração própria com base em Dushnisky e dados de CB Insights



Figura 3 - Investimentos Globais de CVCs (1969 - 2021) Elaboração própria com base em Dushnisky, dados de CB Insights

Compara-se, então, dois períodos distintos, analisando qual era o perfil dos investimentos realizado pelas corporações em meados dos anos noventa e posteriormente o perfil destes investimentos no final da década de 2010. O primeiro período é extremamente relevante para as iniciativas de *corporate venture capital*, pois se situa na democratização da internet e no advento de diversos produtos que mudaram a forma como a sociedade se relacionava com meios digitais, culminando no estouro da chamada ‘dot com bubble’ (GOODNIGHT, 2010; MORRIS 2012). Já o segundo período apresenta um forte interesse das corporações em se conectarem com estratégias de inovação aberta (CHESBROUGH, 2006; OGINK, 2022) e uma rápida mudança de paradigmas

mercadológicos relacionados aos hábitos de consumo e aos fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) (FRIEIBERG, 2020; ZWANKA, 2021).

5.1. Panorama Estratégico dos CVCs Globais (1990 – 2000)

Os anos 1990 foram marcados pela criação de algumas das maiores iniciativas de *Corporate Venture Capital*, como o CVC da Intel (1992), o CVC da Cisco (1995) e o CVC da Qualcomm (1999). A tabela 6 sumariza as dezesseis principais iniciativas criadas entre 1970 e 1999, apresentando o número de investimentos realizados por elas e o total investido. Podemos notar, pelo setor de atuação, que empresas em setores nos quais a capacidade de inovar é um diferencial competitivo, sendo responsável pela exclusão de empresas do mercado (CHESBROUGH, 2006), tendem a ter mais iniciativas, como é o caso dos setores de desenvolvimento de *hardware* e *software*.

Com a aproximação entre a tecnologia e o mercado de varejo voltada para o consumo em massa (KOKKO, 1994), o desenvolvimento de soluções para os computadores pessoais começou a se popularizar no começo da década de 1990, gerando um frenesi entre as corporações que queriam evitar de perder descobertas tecnológicas importantes (DUSHNISTKY, 2006). Histórias de sucesso tecnológico, como as da Microsoft e da Apple, foram extremamente divulgadas pela imprensa na época e auxiliaram no aumento dos investimentos em empresas inovadoras (FISHER, 2018).

A partir disso, é possível notar um crescimento acentuado nos investimentos realizados em *startups* que buscavam desenvolver soluções para computadores e para telecomunicações, como nos mostra a figura 4. Investimentos que buscavam ser diferenciais competitivos para o futuro que o mercado apresentava.

Empresa	Ano Criação	Investimento Max por Ano	Total Investido	Média de Rounds Anuais
Intel	1992	179	1.486	57
Cisco	1995	55	1.056	19
Microsoft	1983	29	713	7
Comdisco	1992	70	554	24
Dell	1995	48	502	26
MCIworld.com	1996	11	495	8
AOL	1993	39	333	10
Motorola	1963	33	315	11
Sony	1984	30	313	7
Qualcomm	1999	5	262	5
Safeguard	1983	21	231	6

Sun Micro	1999	31	204	19
J&J	1961	21	196	5
Global-Tech	1999	13	188	11
Yahoo	1997	5	186	3
Xerox	1960	30	184	13

Tabela 6 - Vinte Maiores CVCs Globais (1970 - 1999). Elaborado com base em DUSHNISTKY, 2006.

Outros setores como o farmacêutico e o de químicos também apresentaram níveis elevados de investimentos. Porém, é possível notar que as maiores empresas - em nível de faturamento - nos anos 1990, não possuíam iniciativas de *corporate venturing* atuantes de forma significativa, parecendo confirmar a perspectiva de Gaba (2012) de que grande parte das iniciativas de CVC são realizadas de maneira responsiva e não preditiva. Ou seja, as corporações buscam criar iniciativas de inovação aberta apenas quando o mercado lhes apresenta um risco iminente de serem transformadas, perdendo uma parte considerável de suas receitas (GABA, 2012).

Entre as dez maiores corporações mundiais em 1990, compostas basicamente por grandes fabricantes de automóveis e produtoras de óleo e gás, apenas uma - Ford Motors - possuía uma iniciativa de *corporate venture capital* com atividade relevante nos anos 1990 (DUSHNISTKY, 2006). Tal fato não é surpreendente, dado que ambos os setores se encontravam em uma relativa estabilidade de mercado (COONEY, 2007; BORGES, 2020), com as mudanças tecnológicas do momento não apresentando riscos diretos para seus negócios.

Ao analisarmos o setor de atuação das *startups* investidas pelas corporações na década de 1990 e no começo dos anos 2000, podemos notar que eram setores diretamente conectados com a atividade principal da corporação mãe, se enquadrando no primeiro tipo de modelo de CVC – apresentado anteriormente – no qual a corporação busca alavancar suas operações atuais. As figuras 4 e 5 nos mostram o perfil deste investimento entre os vinte *corporate venture capitals* mais atuantes até os anos 2000. Podemos notar que, entre as empresas de tecnologia, soluções em telecomunicações, computadores e semicondutores foram as mais buscadas. Já no setor de químicos e da saúde, os principais investimentos se deram em *startups* que desenvolviam novos compostos químicos e farmacêuticos.



Figura 5 - Setor das investidas por CVCs de tecnologia (1970 - 1999).
Elaboração própria com base em Pitchbook e Dushnistky, 2006.



0 Figura 4 - Setor das investidas por CVCs de Saúde e Química (1970 - 1999).
Elaboração própria com base em Pitchbook e Dushnistky, 2006

A operação destas iniciativas *corporate venture capital*, entre os anos 1990 e 2000, se aproximava bastante dos funis de *M&As* das grandes corporações, funcionando como um topo de funil para possíveis alvos para aquisições que visavam o crescimento inorgânico (GHAURY, 2003; DUSHNITSKY, 2012). Dessa forma, investimentos mais próximos do mercado de atuação primário da corporação mãe são vistos como mais adequados.

A partir disso, podemos entender também o motivo de cerca de 60% das operações de *corporate venturing* da época serem geridas por meio do braço financeiro da corporação, muitas vezes ficando sobre a supervisão da área de fusões e aquisições (DUSHNITSKY, 2006).

Essa intenção das corporações em terem um controle sobre suas *startups* investidas é evidente quando analisamos os contratos (*term sheets*) realizados na época. Isso porque a maior parte destes documentos continham cláusulas que indicavam caminhos para o controle (*path to control*), colocavam termos preferenciais de liquidez para a corporação e obrigavam, em muitos casos, a corporação a liderar o *round* de investimento e obter assentos preferenciais no board (KOUSARI, 2011).

Para uma análise aprofundada, é necessário compreender qual o nível de maturidade das *startups* buscadas pelos investimentos de CVCs. Os dados sobre os *deals* realizados por corporações na época, obtidos na plataforma Pitchbook, confirmam o ponto apresentado por Dushnitsky (2006). Segundo o autor, 70% das rodadas se concentraram em estágios mais avançados, com cerca de 50% dos *rounds* sendo realizados nas fases de expansão das *startups* (Series B, Series C), e 20% dos *rounds* se concentrando em fases de *Growth* (Series C+). Já a outra ponta, do *Early Stage* (*Pré-Seed*, *Seed*, *Late Seed*), concentrou cerca de 30% dos investimentos.

Além disso, os dados consolidados, obtidos da plataforma Pitchbook, seguem na mesma direção, com 65% dos *deals* sendo realizados em startups de estágios mais avançados (50% no Series A, Series B e Series C, e 15% no Series C+) e 35% sendo realizados em startups de estágios mais iniciais (*Pré-Seed*, *Seed* e *Late Seed*).

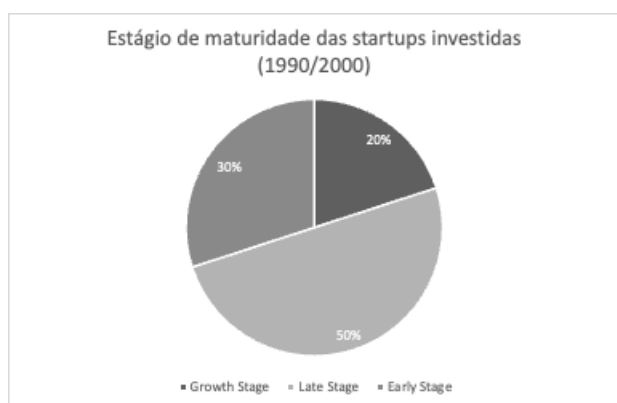


Figura 7 - Perfil das startups investidas por CVCs entre 1990 e 2000. Elaboração própria com base em Dushnitsky (2006).

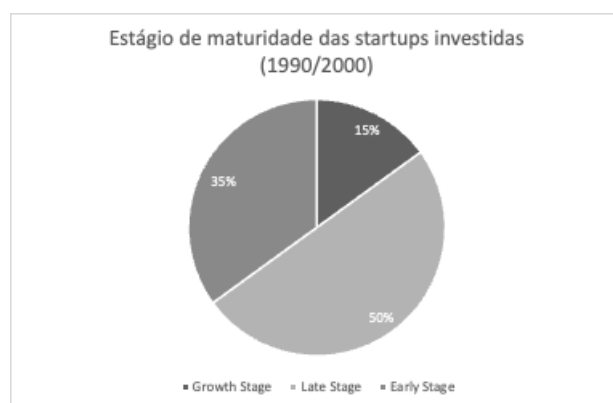


Figura 6 - Perfil das startups investidas por CVCs entre 1990 e 2000. Elaboração própria com base em dados do Pitchbook.

5.2. Panorama Estratégico dos CVCs Globais (2011 – 2021)

Após o acontecimento denominado estouro da bolha do ‘*dot com*’, investimentos em *corporate venture capital* diminuíram significativamente, estabilizando no patamar de US\$ 2 bilhões anuais, como retratado nas figuras do 2 e 3. Aos poucos, entretanto, o interesse das corporações por esse tipo de iniciativa foi retornando, motivado, principalmente, pelo *boom* ocorrido no Vale do Silício com o lançamento do iPhone pela Apple (STURGEON, 2010).

Em 2012, o volume de investimento estava em torno de US\$ 8,4 bilhões, dado apresentado no CB Insights, figura 2, ainda abaixo do pico visto no final dos anos 1990. Porém, já em 2015, impulsionado pela retomada do ecossistema de *startups*, com a iniciativa de novos empreendedores e novas empresas sendo criadas (FAIRLIE, 2015), os investimentos em CVC alcançaram um novo recorde de US\$ 28,4 bilhões em volume investido.

Essa tendência reflete um contexto mais amplo de aumento nos investimentos de *Venture Capital*, que dobraram entre 2011 e 2015 (dado apresentado na figura 8) e incentivaram os investimentos no ecossistema de inovação de modo geral (LERNER, 2020). Além disso, três novos paradigmas incentivavam as corporações a aumentarem suas iniciativas de *corporate venturing*: um novo perfil de consumo digital, apresentado pela democratização da internet, das redes sociais e dos aparelhos celulares (KRZYWDZINSKI, 2018); um ecossistema de inovação e empreendedorismo mais dinâmico (LERNER, 2020); a consolidação dos modelos de inovação aberta com a aplicação deles por grande parte das corporações líderes de mercado (CHESBROUGH, 2019).

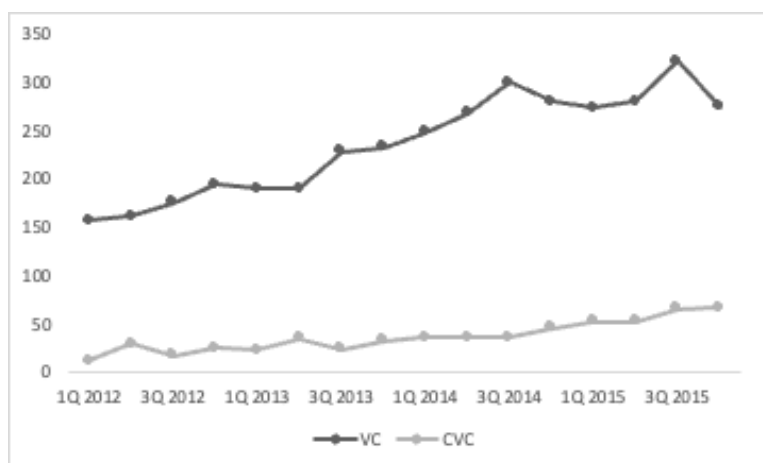


Figura 8 - Rodadas realizadas por VCs e iniciativas de CVCs. Elaboração própria com base em dados de CB Insights

A partir de meados dos anos 2000, a evolução do ecossistema empreendedor modificou e estabeleceu novos termos para relação entre investidores e empreendedores - desse modo, aqueles

que empreendem obtiveram maior poder nas negociações e um protagonismo na operação de suas empresas (CHESBROUGH, 2019).

Assim, o modelo de atuação executado pelos *corporate venture capitals* nos anos 1990/2000 - com termos contratuais de controle sobre as decisões estratégicas e operacionais das startups – passou a ser pouco chamativo para os fundadores, que encontravam financiamentos com termos mais favoráveis nos fundos de *Venture Capital* (KAPLAN, 2016; LERNER, 2020). Muitos investimentos corporativos em startups da época prejudicaram a sobrevivência dessas, ao conectarem uma empresa que precisa ser ágil e capaz de se transformar em poucas semanas, com a estrutura massiva, lenta e burocrática de uma grande corporação (RIES, 2010).

Dessa forma, a prática de *corporate venture capital* mudou consideravelmente nos últimos dez anos, se aproximando, em certa medida, da maneira como fundos de *Venture Capital* atuam em relação às suas investidas (HILL, 2014), buscando alavancar o potencial da startup por meio de apoio feito com capital e uma estrutura corporativa, sem retirar o protagonismo do fundador nas decisões estratégicas e operacionais.

Na tentativa de lidar com essa maior autonomia, as iniciativas de CVC se reformularam, sendo criadas em um modelo que colocava a corporação como uma plataforma capaz de alavancar as operações das startups, mas que não buscava o controle em um primeiro momento (CHESBROUGH, 2019). Com isso, as iniciativas apresentavam a possibilidade de continuar funcionando como uma ferramenta de inovação aberta, por meio do desenvolvimento de uma conexão estratégica com a corporação mãe, ao mesmo tempo que apresentavam ser um veículo atrativo para empreendedores em busca de financiamento em suas empresas de inovação.

Uma das primeiras mudanças foi a transição do nível de maturidade das investidas. Se as iniciativas do começo do século buscavam investir preferencialmente em negócios mais maduros – informação apresentada nas Figuras 6 e 7 –, as iniciativas posteriores a 2010 mantiveram o foco em investimentos no *Early-Stage*, como evidencia a Figura 9. Essa decisão estratégica foi justificada como uma tentativa de maximizar a exposição da corporação aos diferentes modelos de negócio e aos ideais inovadores (CHESBROUGH, 2019). Com o capital limitado para as iniciativas, realizar um investimento no *Late-Stage* requer um grande comprometimento de capital - a média de cheques do Series C ficou em torno de US\$ 25 milhões (CB ISIGHTS, 2021) – e consequentemente uma maior exposição ao risco.

Historicamente, a taxa de mortalidade das startups é extremamente alta. Isso é evidente, pois alguns estudos concluíram que a taxa de falência entre negócios de até sete anos fica entre 70% e 80% (REYNOLDS, 1995; CHOI, 2021). Desse modo, fazer um alto investimento em um negócio com altas taxas de falência não parece ser a melhor alocação de capital para um CVC.

Sob a óptica da inovação aberta, ampliar o número de investimentos também é positivo, porque permite que mais ideias permeiem a fronteira da empresa, oxigenando sua operação com inovações que demorariam a serem aplicadas se desenvolvidas de maneira interna (CHESBROUGH, 2019). Sendo assim, a corporação pode se portar como uma plataforma de aceleração, absorvendo os conceitos de inovação e diferentes modelos de negócio, podendo aplicá-los em seu cotidiano e operações.

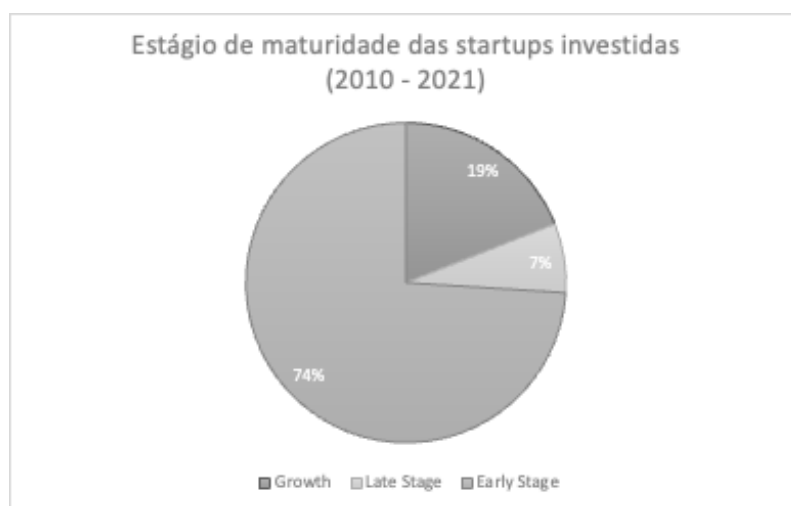


Figura 9 - Perfil das startups investidas por CVCs entre 2010 e 2021. Elaboração própria com base em CB Insights

Outro aspecto importante para compreendermos o perfil de atuação dos fundos de *corporate venture* é observar o volume de capital alocado para essas iniciativas. A partir de uma pesquisa realizada pelo Silicon Valley Bank (2021), podemos notar que a maioria delas – cerca de 75% - criadas entre 2006 e 2021 possui até US\$ 300 milhões reservados para investimentos. A Figura 10 apresenta de forma completa como se distribuem os fundos em relação ao seu volume de capital disponível. Analisando atentamente, é possível concluir que um quarto destes fundos possui menos de US\$ 100 milhões para investir e pouco mais de 27% possuem entre US\$ 100 milhões e US\$ 200 milhões.

Assim, conclui-se que metade dos fundos possuem um foco majoritário no *Early Stage*- ao se considerar o valor médio de rodadas executadas em empresas de estágio inicial de US\$ 3 milhões e o valor médio de reserva para *follow-on* de 1,5x o capital investido (CB INSIGHTS, 2021) - estima-se que as iniciativas de *corporate venturing* com foco no *Early Stage* foram estruturadas, em sua maioria, para sustentarem um portfólio de acima de vinte *startups*.

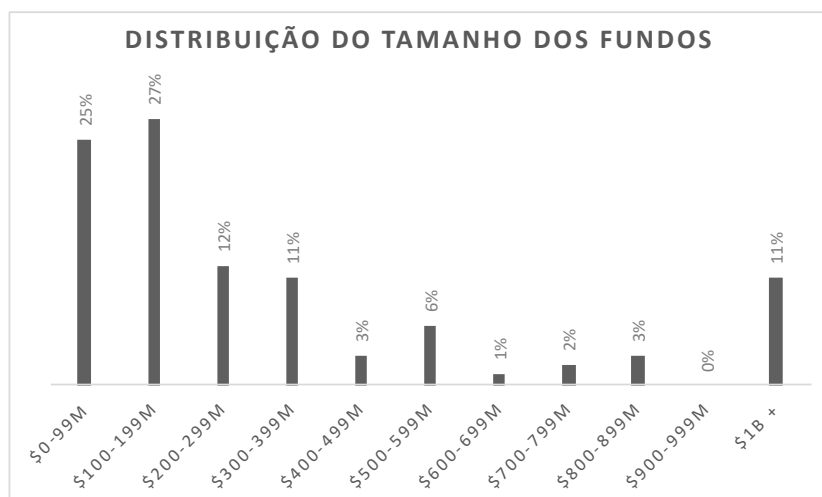


Figura 10 - Distribuição do tamanho dos fundos de CVC criados entre 2006 e 2021. Adaptado de SVB (2021)

Na outra extremidade da distribuição, observamos os fundos que possuem uma grande quantidade de capital para aporte, até mesmo quando comparado com os valores de fundos de venture capital tradicionais. Este tipo de CVC, com mais de US\$ 600 milhões de capital disponível, é construído com foco em algumas estratégias específicas. São elas: a capacidade de investir em tecnologias em estágios iniciais que são intensivas em capital, podemos citar, por exemplo, os investimentos em soluções de hidrogênio verde, soluções para baterias e novos métodos construtivos (PARK, 2020). E a construção de um portfólio relevante de empresas em estágios mais avançados com uma média de cheque acima dos US\$ 25 milhões de dólares para a elaboração de um fundo com alto volume de capital disponível para investimento - estratégia relevante para a elaboração de um fundo com alto volume de capital disponível é construir um portfólio relevante de empresas em estágios mais avançados com uma média de cheque acima dos US\$ 25 milhões de dólares.

Esses fundos contemplam iniciativas de *Corporate Venturing* com o foco em estágios mais avançados. Desse modo, considerando o cheque médio realizado em startups do *Late Stage* entre 2010 e 2021 (US\$ 23 milhões) e o volume médio de capital de reserva para *follow-on* de 2x, o cheque inicial (CB INSIGHTS, 2021), é possível estimar o tamanho de portfólio médio esperado para iniciativas de CVC focadas no *Late Stage*, que fica entre treze e quatorze startups.

A partir dessas informações, é possível verificar uma conclusão importante: as iniciativas de *corporate venturing*, com fundos focados no *Early Stage*, tendem a realizar mais investimentos tendo portfólios maiores, investindo na média em mais de vinte ativos. Já as iniciativas voltadas para o *Late Stage*, apesar de terem um volume maior de capital disponível para investimento, tendem a ter portfólios mais concentrados, investindo na média em até quinze *startups*. As possíveis explicações para a utilização dessa estratégia são: a capacidade de conectar as startups com as operações da companhia (CHESBROUGH, 2019), a capacidade operacional dos times de

Corporate Venture, que geralmente ficam em torno de dez pessoas (ENKEL, 2020), e uma avaliação de risco retorno para os investimentos.

Para aprofundar a análise dessa estratégia, é necessário compreender o tipo de ativo que os CVCs procuram, que podem ter objetivos puramente estratégicos, puramente financeiros ou objetivos híbridos. Assim, é evidente que as iniciativas construídas nos anos 1990/2000 se apoiavam em mandatos com um perfil mais estratégico, focando em desenvolver sinergias para uma potencial aquisição e visando o controle sobre as *startups* investidas. Com as mudanças na dinâmica do ecossistema, apresentadas brevemente no começo desta sessão, os CVCs iniciaram uma tentativa de se afastar da imagem de burocráticos e controladores, procurando se aproximar das estruturas de fundos de *venture capital*, com modelos mais econômicos, voltados para retornos financeiros (RÖHM, 2018).

Somado a isso, uma mudança estrutural no ecossistema de inovação com a ampla disponibilidade de capital, a partir de 2015, obrigou que as gestoras de *venture capital* e as iniciativas de *corporate venture* necessitassem gerar valor para as investidas, trazendo mais do que capital – que passou a ser visto como uma *comodity* (SVB, 2021).

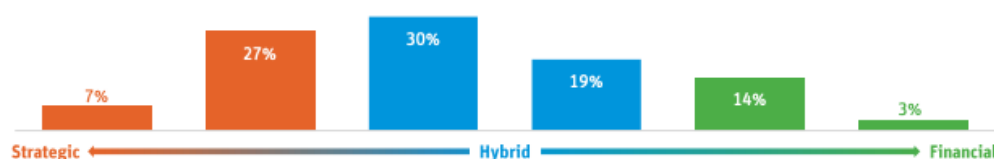


Figura 11 - Espectro dos mandatos dos CVCs. Adaptado de SVB (2021)

Com os dois fatores supracitados, o balanceamento dos mandatos dos CVCs possui uma tendência a utilizar uma estratégia híbrida, informação também evidenciada no levantamento realizado pelo Silicon Valley Bank (2021) - apresentado na Figura 11 – no qual quase metade das iniciativas tem um perfil híbrido, mesmo que o perfil se aproxime pouco mais para o estratégico ou pouco mais para o financeiro.

Nessa perspectiva, quando questionados sobre os objetivos principais da execução estratégica das suas iniciativas de *corporate venture capital*, cerca de 42% dos gestores disseram ter como objetivo principal ser um termômetro do mercado, buscando compreender e capturar tecnologias emergentes e tendências futuras, bem como capturar potenciais novos mercados (SVB, 2021). Além disso, o maior número de respostas dos gestores de CVC (40% das respostas) cita como objetivo gerar sinergias para a aceleração de negócios existentes ou a ampliação da comercialização de produtos por meio da conexão entre investida e centros de P&D (SVB, 2021) - podemos notar que ambos os objetivos têm forte apelo estratégico. Outros 12% dos gestores

liderando iniciativas de CVC responderam terem como objetivo principal ser um canal para possíveis fusões ou aquisições, se aproximando de um objetivo mais financeiro.

Quando questionados sobre os principais setores de atuação buscado para investimentos, cerca de 20% das respostas foram direcionadas aos investimentos em *Climate Techs* (*Startups* que buscam desenvolver soluções para problemas climáticos). Isso está alinhado com a grande preocupação global em relação às mudanças climáticas e a consequente preocupação das corporações em se adaptarem ao futuro imposto pelas mudanças climáticas (FREIBERG, 2020).

Além dos setores citados, há uma busca significativa fundos de *corporate venture capital* por iniciativas relacionadas à *Big Data e Machine Learning*, cada uma possui interesse de 15% das iniciativas de *corporate venturing*. Assim, mais uma vez, a mudança para uma economia digital e centrada na geração de dados é atrativa para os investimentos e as teses desenvolvidas pelos fundos de CVC.

Vale destacar, ainda, que as teses construídas em *Climate Techs*, soluções em Big Data e soluções em *Machine Learning* vêm de CVCs dos mais diferentes setores, demonstrando um interesse transversal a todos os setores. Esses investimentos impactam diretamente a forma como as corporações irão se relacionar com seus mercados e, consequentemente, são de amplo interesse.

O restante das iniciativas se divide em tecnologias avançadas (como veículos aéreos para mobilidade urbana, baterias de longa duração em estado sólido, fotônica) e aplicações mais sinérgicas com o setor de atuação da corporação operadora do CVC. Tal circunstância é apresentada na Figura 12 com mais detalhes dos principais setores analisados pelos CVCs entre 2010 e 2021.

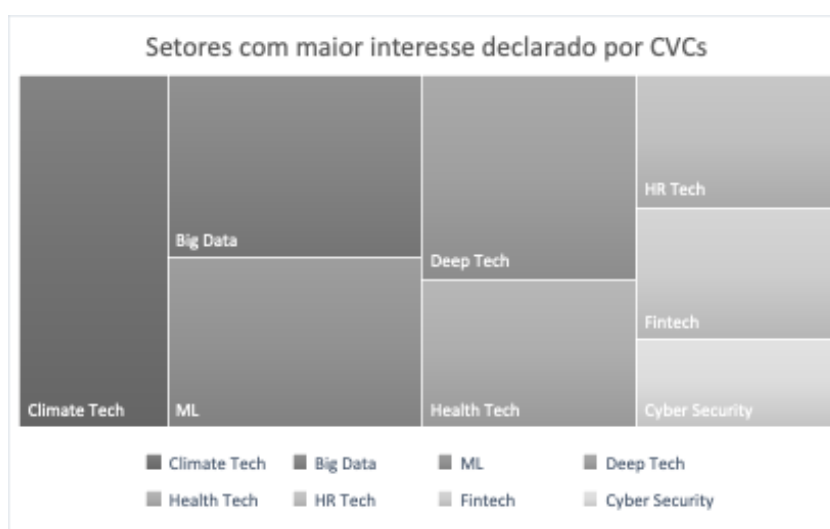


Figura 12 - % dos setores com maior interesse declarado por CVC entre 2010 e 2021. Elaboração própria com dados de SVB (2021)

Com esses dados, a mudança nos setores alvos das iniciativas de *corporate venturing* dos anos 1990/2000 e das iniciativas de 2010 a 2021 é significativa, visto que há uma preferência por temas relacionados à internet e às telecomunicações para *Big Data* e clima. É evidente, também, que as estratégias executadas pelos CVCs podem servir como uma *proxy* para nos mostrar as preocupações e objetivos estratégicos de longo prazo das corporações (CHESBROUGH, 2019).

A partir dessas informações, é possível traçar um perfil médio do fundo de *corporate venture* atual. Esse tem um tamanho médio de até US\$ 299 milhões para investir em *startups Early Stage*, em processo final de validação de seus produtos, e que atuam desenvolvendo soluções em clima e *big data*. Além disso, são fundos com mandatos híbridos, que buscam obter algum retorno financeiro (com um possível M&A, por exemplo) e possuem um forte drive estratégico.

6. PERENIDADE E FATORES CHAVE PARA O SUCESSO DE UM CVC

Os programas de *corporate venture capital* podem assumir diferentes papéis dentro da estratégia operacional da corporação na qual fazem parte. Entre esses papéis, destacamos a utilização de um fundo de *corporate venture capital* como ferramenta de: (i) entendimento de tecnologias emergentes e tendências futuras de mercado; (ii) ampliação de negócios existentes e aceleração no desenvolvimento de novos negócios; (iii) estruturação de funil para possíveis fusões e aquisições; (iv) diversificação de investimentos, visando retornos financeiros.

Porém, com a crescente consolidação das práticas de inovação aberta como forma de uma corporação garantir sua perenidade (CHESBROUGH, 2019; YUN, 2020), o papel das iniciativas de *corporate venture capital* adquiriram um papel mais estratégico, deixando de ser uma ferramenta de diversificação de investimentos e assumindo um protagonismo maior na busca, na criação e na obtenção de valor para a corporação.

Isso foi evidenciado em estudos realizados por Burgelman e Välikangas (2005) sobre a perenidade de iniciativas de *corporate venture capital* com a demonstração de que a grande maioria das corporações vivencia um comportamento cíclico em seus CVCs. São esses: períodos de intensa atividade seguidos por períodos em que as iniciativas são descontinuadas, para que, alguns anos depois retornem na forma de uma nova iniciativa de *corporate venturing*.

Além disso, pode-se notar esse comportamento na atuação da iniciativa da Lucent Technologies, que possuía um dos CVCs mais atuantes em 2000 - sendo considerado por muitos como referência em melhores práticas (CHESBROUGH, 2000). Apesar disso, dois anos depois, vendeu 80% de seus ativos para a Coller Capital, reduzindo drasticamente seu nível de atividade³.

³Nota: A iniciativa da Lucent foi uma das mais promissoras do começo dos anos 2000, porém falhou em trazer retornos estratégicos e financeiros de curto prazo para a empresa mãe, sendo descontinuado pela liderança da companhia em 2003.

Em outro caso, a Intel desenvolveu, em 2006, uma iniciativa de US\$ 50 milhões de dólares chamada *Intel Capital Brazil Technology Fund*, destinada a investir e acelerar startups de base tecnológica no Brasil. A iniciativa foi vista como um movimento estratégico positivo da empresa norte-americana, que buscava um posicionamento em tecnologias emergentes em novos mercados e poderia utilizar sua estrutura para alavancar tecnologias no Brasil. Mas, em 2012 a iniciativa foi descontinuada e os ativos do fundo vendidos para a Ória Capital⁴.

Tal comportamento segue um padrão explorado por Chesbrough (2006), no qual o ciclo de um CVC começa com entusiasmo, avança para a implementação, então encontra dificuldades significativas, que culminam com o encerramento da iniciativa. Após alguns anos, mudanças tecnológicas e de mercado suscitam uma nova iniciativa e o ciclo recomeça.

A ciclicidade sobre as iniciativas de *corporate venturing* implica em um desperdício de capital humano e financeiro das corporações, pois as iniciativas são descontinuadas antes que os investimentos tragam retornos estratégicos ou financeiros, e, na grande maioria dos casos, as corporações se desfazem de seus portfólios de startups investidas. Algumas das causas desse comportamento cíclico de criação e atuação de fundos de *corporate venture capital* foram analisadas por Burgelman (2005) e Chesbrough (2019), sugerindo que a relação entre o retorno esperado da atividade principal da corporação e a disponibilidade de capital não alocado cria uma importante força sobre os CVCs. Dessa maneira, existem quatro principais relações de possíveis: (i) Capital disponível alto e Retorno esperado da atividade principal Baixo; (ii) Capital disponível Alto e Retorno esperado da atividade principal Alto; (iii) Capital disponível Baixo e Retorno esperado da atividade principal Baixo; (iv) Capital disponível Baixo e Retorno esperado da atividade principal Alto; (BURGELMAN, 2005b).

A primeira relação é caracterizada pelos CVCs órfãos, resultante de um excesso de capital financeiro desalocado. A partir disso, a corporação é capaz de apoiar projetos internos e financiar uma iniciativa de *Corporate Venture Capital*, na qual tem-se por objetivo um retorno e uma preparação para o futuro de mercado. Caso os retornos obtidos não sejam satisfatórios, o apoio da alta liderança se extingue e o projeto fica órfão, sem direcionamentos claros ou financiamento.

A segunda relação é definida por corporações que possuem capital financeiro para alocação, mas que não veem nos projetos relacionados com seu *core business* um potencial para ampliar seu mercado e ganhos financeiros⁵. Nessas situações, a alta liderança tem um incentivo para apoiar iniciativas de *corporate venturing*, que ampliarão a visão de mercado da corporação

⁴ A iniciativa da Intel Capital foi descontinuada no Brasil, devido a mudanças de posicionamento estratégico da empresa, que passou a ver o mercado asiático como mais promissor, e uma ausência de retornos estratégicos e financeiros recebidos nos primeiros anos.

⁵ Este cenário é comum em setores consolidados e com baixo potencial de crescimento, como siderurgia, mineração e óleo & gás.

expondo-as a novas tecnologias, criando iniciativas de CVC ambiciosas, conectadas com a liderança executiva.

A terceira relação é caracterizada por corporações com alta expectativa de retorno em seus negócios principais e com baixo capital disponível para investimento falta de relevância das iniciativas de *corporate venturing* para a corporação. Desse modo, as iniciativas de CVC são irrelevantes para a liderança.

Por fim, a quarta relação, de forma semelhante à anterior, a corporação não possui muitos recursos financeiros e humanos disponíveis, mas, nesse caso, os projetos presentes, executados pela companhia, não trazem perspectivas de crescimento ou lucro. Assim, a gestão da companhia, possui incentivos para procurar uma opção ao declínio observado, sendo o CVC uma possibilidade de encontrar essa opção (BURGELMAN, 2005b).

	Capital Disponível - Alto	Capital Disponível - Baixo
Retorno Esperado dos Negócios e Investimentos Atuais - Alto	Incentivo baixo para a criação de CVCs	Incentivo muito baixo para a criação de CVCs
Retorno Esperado dos Negócios e Investimentos Atuais - Baixo	Incentivo muito forte para a criação de CVCs	Incentivo forte para a criação de CVCs

Tabela 7 - Incentivos para a criação de um CVC a partir da relação Disponibilidade de Capital x Performance Atual. Elaboração própria, com base em Burgelman, 2005.

Em certa medida, a criação de novos instrumentos de *corporate venture capital* segue a performance corporativa frente aos altos e baixos da economia (CORDES, 2021). Quando existe capital financeiro e humano disponível em quantidade, as corporações tendem a investir no desenvolvimento de suas iniciativas de CVC. Porém, quando esse capital é menor ou é mais escasso, as corporações encerram estas iniciativas. Com isso, fatores estratégicos e administrativos, além da performance da corporação no ambiente econômico, são as principais variáveis a impactar o ciclo de criação e descontinuação dos CVCs (BURGELMAN, 2005).

Além disso, Garvin (2002) aponta que parte significativa dos fundos de *corporate venture capital* não possui uma estrutura apartada, realizando seus investimentos a partir do balanço da empresa mãe. Desse modo, essas iniciativas estão sujeitas ao processo de orçamentação anual ou trianual e ficam expostas ao risco de serem descontinuadas por falta de verba, caso não atinjam as expectativas esperadas pela alta liderança.

Tal cenário pressiona as iniciativas que realizam investimentos a partir do balanço da corporação mãe, colocando um incentivo para que elas se tornem relevantes – atingindo um número grande de ativos sob gestão – de forma rápida. Essa pressão implica em problemas de gestão e

incentivos adversos, evitando que o CVC estabeleça estruturas de gestão e governança e busque apenas o tamanho necessário para sobreviver (BURGELMAN, 2005b; CHESBROUGH, 2019).

Enquanto os CVCs possuem um incentivo para crescerem de forma acelerada, os retornos provenientes dos investimentos não seguem o mesmo passo. A literatura, de modo geral, apresenta um consenso de que o tempo médio de maturação de uma *startup* é na média de dez anos (BIGGADIKE, 1989; BURGELMAN 2005; FREEMAN, 2007), quando o investimento começa a trazer retornos financeiros e estratégicos relevantes para as corporações.

Esse tempo médio de maturação dos ativos traz mais um risco a perenidade dos fundos, pois conflita com a progressão de carreira dos executivos, responsáveis por liderarem as iniciativas, uma vez que ultrapassam o tempo médio que executivos costumam ficar em um mesmo cargo em uma grande corporação (PETER, 2014). A partir disso, surgem, segundo Burgelman (2005), três potenciais problemas: (i) Executivos que ficam um longo período de tempo em um cargo de gerência de um CVC correm um risco de carreira relevante; (ii) Caso não for assegurado que o responsável pelo fundo tenha experiência em *corporate venturing* e houver a garantia de que existem pessoas capacitadas para assumir a função, ou os executivos acabarão ficando por um bom tempo na mesma a posição, ou haverá uma mudança de gestão turbulenta; (iii) Caso não houver um processo claro de avaliação da performance do gestor do fundo de CVC, com objetivos e metas definidas, os executivos poderão engajar em atividades que fogem do objetivo do *corporate venturing*, focando em objetivos de curto prazo visando garantir a sobrevivência da iniciativa dentro da corporação.

A combinação destes fatores administrativos, somados com a performance financeira da corporação, o cenário macroeconômico e a falta de clareza dos objetivos estratégicos de longo prazo, pode levar ao que é chamado na literatura de teoria dos jogos de “*weakness of will*”, configurando uma incapacidade de sustentar um comprometimento. Esse risco evidencia que investir em inovação é um comprometimento de longo prazo e, muitas vezes, requer sacrifícios de curto prazo que os executivos não estão dispostos a aceitar (BURGELMAN, 2005b).

Um caso importante que exemplifica o *trade-off* apresentado pela inovação pode ser observado no caso da Xerox Technology Ventures, iniciativa de *corporate venture* da Xerox criada em meados dos anos 1990. Em seus estudos, Burgelman (2005b) apresenta a dificuldade que o CVC encontrou para continuar com suas operações, mesmo depois de ter investido em algumas das *startups* mais proeminentes da época. O sucesso do CVC fez com que unidades internas de P&D fossem vistas como piores, em comparação com a unidade de *corporate venturing*, levantando resistência entre os executivos. Além disso, o investimento em *startups* que poderiam competir com o mercado da Xerox gerou uma mal-estar de que isto estaria sendo feito com o dinheiro dos acionistas, e a iniciativa foi encerrada.

Para mitigar estes fatores de risco, a literatura apresenta algumas melhores práticas que podem ser adotadas para ampliar a perenidade das iniciativas de *corporate venturing*, evitando que elas caiam em armadilhas que as levem ao seu fim.

A mais importante prática, citada em diversos trabalhos (SYKES, 1990; BURGELMAN, 2005b; CHESBROUGH, 2019; DULINSKI, 2022), é compreender o CVC como uma parte integrante do processo de construção da estratégia corporativa, requerendo da alta gestão corporativa um reconhecimento de que as iniciativas de *corporate venturing* precisam de uma disciplina de gestão diferente, uma que permita que o processo de experimentação e descoberta informe os executivos sobre novas tecnologias e mercados e que possa ser adaptado para novas visões estratégicas da empresa.

Um método eficiente de conseguir isso é tornar a iniciativa de CVC uma responsabilidade de todos os executivos sêniores. Um dos principais fatores para o fim de um programa de *corporate venturing* ocorre quando os executivos líderes de setores relacionados ao *core business*, sentem que não possuem responsabilidade sobre o CVC, ou quando veem o executivo responsável pela iniciativa como inferior ou como um *outsider* (BURGELMAN, 2005).

O reconhecimento por parte da corporação da importância das iniciativas de CVC para a execução e construção da estratégia é essencial para que as iniciativas não encontrem um fim completo, e sejam apenas reduzidas – caso for necessário – mantendo o conhecimento adquirido e lições aprendidas dentro da corporação (BURGELMAN, 2005).

Compreender os ciclos de mercado e sua relação com a ciclicidade das iniciativas também é essencial para que seja construída uma diretriz corporativa que defina uma locação de capital regular para o fundo de CVC, evitando que em períodos com altos lucros o fundo receba capital em excesso – que prejudica a capacidade de uma alocação racional – e em tempos de margens apertadas, não receba capital, ou pior, seja descontinuado.

Em mercados com um desenvolvimento rápido e uma grande mudança de paradigmas tecnológicos, um dos principais fatores que indicam o sucesso de uma corporação é a capacidade de desenvolver uma “ambidestria” (GIBSON & BIRKINSHAW, 2004), que pode ser definida como a capacidade da corporação se capitalizar sobre um conjunto existente de recursos e habilidades, e ao mesmo tempo, desenvolver uma combinação de recursos para alcançar demandas futuras de mercado (HILL, 2014).

Uma análise dos estudos da ambidestria dentro das corporações (HILL, 2014) nos mostra que, apesar de ter sido analisada de diversas formas, o consenso criado pela literatura é em defini-la como uma demanda competitiva entre explorar e capturar (GUPTA, 2006; RAISH, 2008). Explorar envolve experimentar novas alternativas, com retornos incertos, distantes e às vezes negativos, enquanto capturar envolve refinar e ampliar competências e tecnologias dominadas, com

retornos positivos, próximos e previsíveis (HILL, 2014). A capacidade da corporação equilibrar suas demandas entre explorar e capturar, ampliando sua ambidestria, está diretamente relacionada com sua perenidade de longo prazo (HSU, 2013; GOOSSEN, 2012).

Nesse contexto, a utilização de iniciativas de *corporate venture capital*, que possuíam um perfil ambidestro, ganharam protagonismo, funcionando como uma ferramenta para ampliação da capacidade de exploração da corporação, ao mesmo tempo que reforça a habilidade de capturar e se capitalizar sobre seus recursos atuais, conectando-a com as melhores práticas de inovação aberta (HILL, 2014; CHESBROUGH, 2019).

7. PANORAMA DO CORPORATE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

As iniciativas de *corporate venture capital* se tornaram ferramentas importantes na estratégia corporativa de empresas norte-americanas e europeias, e já são uma prática consistente há pelo menos trinta anos, nessas regiões. Porém, ao analisarmos a existência de fundos de CVC em economias emergentes, como as latino-americanas, percebemos uma grande discrepância nos volumes e quantidades de investimentos realizados por corporações em startups.

A Figura 13 apresenta a diferença nos volumes realizados no mercado estadunidense, no qual quase US\$ 100 bilhões foram aportados por corporações em *startups*, em comparação com outros mercados, dentre eles o latino-americano, no qual as corporações investiram apenas US\$ 5 bilhões em empresas de base tecnológica em 2021.



Figura 14 - Número de deals realizado por CVCs por região. Elaboração própria com base em CB Insights

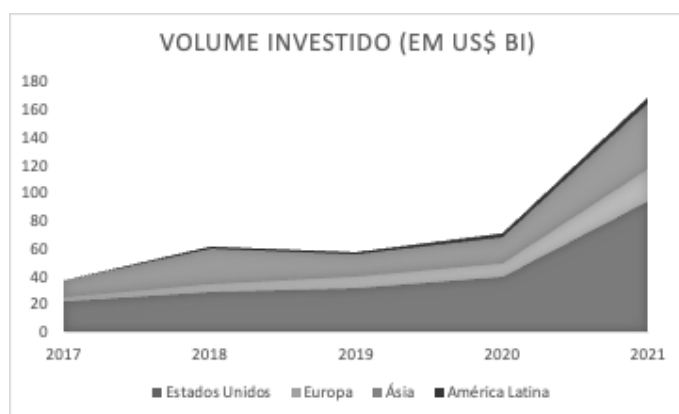


Figura 13 - Volume de investimento realizado por CVCs por região. Elaboração própria com base em CB Insights

As relações entre corporações e *startups*, ocorridas no Brasil nos últimos vinte anos, se deram majoritariamente por meio de programas de aceleração, fusões e aquisições. Sob a ótica de inovação aberta apresentada por Chesbrough (2019), a aceleração representa um contexto em que a corporação buscará alavancar o crescimento de uma empresa emergente, buscando auxiliá-la em

sua constituição. Porém, se não for aliada a uma estratégia corporativa mais ampla, os programas de aceleração não capturam valor de forma consistente.

Do lado oposto da aceleração, as fusões e aquisições buscam capturar todo o valor gerado durante o processo de crescimento de uma *startup*, mas ao capturarem esta empresa em uma fase madura, pagam um prêmio elevado por um ativo que possui características culturais e tecnológicas – na maioria dos casos – diametralmente opostas às grandes corporações (VOLLON, 2022).

Foi neste intervalo operacional, entre programas de aceleração e a busca por fusões e aquisições de empresas inovadoras, que as primeiras iniciativas de *corporate venturing* surgiram no Brasil. Ainda hoje, a literatura sobre o tema é extremamente escassa e em grande parte não científica (JOTA, 2020), o que dificulta a ampla compreensão do tema, bem como estratégias que possam apoiar o desenvolvimento de iniciativas de *corporate venturing* no Brasil.

7.1. Breve Histórico das Iniciativas de CVC Brasileiras

O desenvolvimento das iniciativas de *corporate venture capital* no Brasil começou a partir de multinacionais, sediadas principalmente nos Estados Unidos e na Europa, que realizavam iniciativas buscando ativos em economias emergentes. Estas primeiras incursões remontam o começo dos anos 2000, quando o frenesi das empresas *dot com* atraiu investimentos corporativos em todo o mundo.

A Intel Capital, iniciativa de *corporate venture capital* da empresa de tecnologia norte-americana Intel, foi uma das pioneiras nesta forma de investimento no país. Alguns *deals* remontam o ano de 1999, com uma atuação mais ampla após a decisão estratégica da Intel de criar um fundo de US\$ 50 milhões, focado em investir no Brasil. Dessa iniciativa, surgiram entre 2005 e 2008, quatro investimentos em *startups* brasileiras - Digitron, TelecomNet, Certsign e Neovia – relacionadas com o mercado de internet e telecomunicações, em expansão na época. As iniciativas de *corporate venturing* da empresa americana Qualcomm e da sul africana Naspers, também realizaram algumas incursões em território brasileiro no começo dos anos 2000. Entretanto, estes investimentos de *corporate venturing* executados por empresas multinacionais ocorriam de maneira esporádica, sem um foco ou estratégia clara para o Brasil.

Parte da justificativa dos baixo investimento de fundos de CVC no país nos anos 2000 consiste na ausência de empresas de base tecnológica nos moldes encontrados nos Estados Unidos (ALVES, 2013). A criação de empresas construídas sobre base tecnológica - voltadas para uma expansão rápida, muitas vezes deixando de gerar lucro para dar lugar ao crescimento - era rara. Com isso, existia um ciclo no qual a falta de ativos afastava os investidores de CVC e VC, e a falta de investimentos impossibilitava, em grande medida, a criação de startups.

O ano de 2008 apresenta um marco para o ecossistema de inovação brasileira, pois marca a entrada do BNDES como investidor de startups através da criação dos fundos Criatec e Primatec, incentivando os investimentos em *startups* por meio da institucionalização do *venture capital*:

Artigo 1º - Da Constituição e Público-alvo - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CRIATEC CAPITAL SEMENTE (o "FUNDO") é uma comunhão de recursos, destinado à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes inovadoras, constituído sob a forma de condomínio fechado, e reger-se-á pelo presente regulamento

O programa BNDES garagem, que apresentava um modelo de incubação e aceleração de empresas de base tecnológica, também auxiliou expressivamente na criação de um ecossistema, procurando estimular a inovação e o empreendedorismo como alavanca para o desenvolvimento, acelerando 74 *startups* em sua primeira edição (RIECHE, 2020). Segundo Jota (2020), “O crescente número de empresas envolvidas nesses programas, juntamente com este receio de perder espaço para as novas empresas inovadoras faz com que diversas companhias iniciem programas de inovação aberta motivadas pelo FOMO, ou também conhecido como “*fear of missig out*” ou medo de ficar de fora”.



Figura 15 - Número de Startups brasileiras que receberam investimento entre 2005 e 2010 (Elaboração própria com base em dados do CB Insights, Crunchbase e Pitchbook)

Este número crescente de *startups* financiadas e apoiadas por programas governamentais de inovação colocou uma pressão sobre as corporações que veem uma nova entidade surgir no cenário competitivo, as *startups*. Assim, no final da década de 2000, as corporações brasileiras começam a se debruçar sobre as iniciativas de inovação aberta, procurando formas de se conectarem às *startups* nascentes.

Uma das ferramentas mais utilizadas no começo da década de 2010 pelas corporações, visando se conectar com startups, são os programas de incubação e aceleração, programas que dentro do espectro de inovação aberta tem uma alta capacidade de exploração, visando encontrar novas tecnologias, processos e sinergias entre a corporação e as startups aceleradas (CHESBROUGH, 2019). Por meio dos programas de incubação e aceleração, as corporações brasileiras começavam a se relacionar com as estratégias de inovação aberta, e abriam as portas para ferramentas que permitissem a captura do valor criado durante a fase de exploração executada pelas aceleradoras dentro de um *framework* de inovação aberta, como mostra a figura 16.

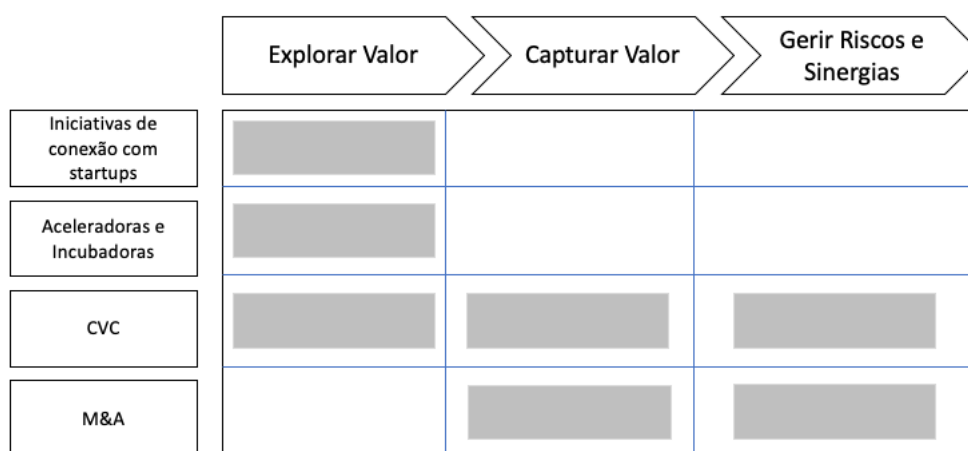


Figura 16 - Estruturas de relacionamento entre startups e corporações e objetivos almejados. Elaboração própria com base em Chesbrough, 2019.

A partir de 2010, o ecossistema de inovação brasileiro começou a evoluir de maneira constante, estabelecendo um ciclo virtuoso de atração de investimentos e desenvolvimento de empresas relevantes de base tecnológica inovadora. *Startups* como 99 Taxi e Nubank surgiram nos primeiros anos daquela década, 2012 e 2013 respectivamente, atraindo mais atenção para o ecossistema nascente que surgia no Brasil. É a partir deste momento que as iniciativas de *corporate venture* surgem com mais força no cenário brasileiro e possibilitam começar a analisar o perfil dos CVCs nacionais.

8. RESULTADOS: O PERFIL DAS INICIATIVAS DE *CORPORATE VENTURE CAPITAL* BRASILEIRAS

Os resultados obtidos a partir da análise dos investimentos realizados em *startups* brasileiras por CVCs e do cruzamento com os resultados de pesquisas específicas realizadas pela ABVCAP (2021) e GCV (2021) foram divididos em três partes visando compor um perfil das

iniciativas. A primeira parte consiste na descrição das empresas responsáveis pelas iniciativas de *corporate venture capital* no Brasil, definindo seu faturamento médio, seu país de origem, seus setores de atuação e o ano de decisão da criação do CVC. A segunda parte busca caracterizar as iniciativas em relação ao seu perfil de investimento, avaliando o volume de capital disponível para aporte, média de cheques realizados e descrição da atuação em startups de estágio inicial ou de estágio avançado. Por fim, a terceira parte, analisa o perfil estrutural dos CVCs brasileiros, caracterizando-os quanto a sua performance e impacto em suas investidas.

8.1. Setores de atuação das iniciativas de CVC no Brasil

Os dados apresentam a atuação de corporações de dezesseis setores distintos operando iniciativas de *corporate venture* entre 2015 e 2021. Essa distribuição do número de iniciativas por setor de mercado é apresentada na figura 17.



Figura 17 - Iniciativas de CVC atuantes no Brasil entre 2015 e 2021 por setor. Elaboração própria com base em dados de Crunchbase, CB Insights e Pitchbook.

O setor financeiro é o que mais possui CVCs criados nestes últimos dez anos, liderando o ranking com dezesseis iniciativas. Esse setor é responsável por cerca de 8% do PIB brasileiro produzido nesta última década, os bancos brasileiros possuem uma das maiores rentabilidades e *spreads* em comparação com bancos de outros países (BETTA, 2021).

Além da vantagem financeira que possuem, apresentando lucros expressivos - como evidencia a tabela 8 -, as empresas do setor financeiro brasileiro se viram frente a uma mudança radical nos paradigmas e estrutura de mercado com a entrada das *fintechs*. Exemplo disso é o

Nubank, banco digital criado em 2013, alcançou o *valuation* de US\$ 1 bilhão em pouco mais de cinco anos, se tornando o segundo maior banco digital do mundo e abrindo caminho para novas *fintechs* no Brasil.

Houve também mudanças na regulamentação executadas pelo Banco Central brasileiro, que mudaram o *status quo* do setor. O *Open Finance*, por exemplo, propiciou um compartilhamento padronizado de dados e serviços bancários entre as instituições bancárias cadastradas no Banco Central do Brasil. Essa medida, em conjunto com programas como o *Sand Box*, permitiu que *startups* se comunicassem com o Banco Central e desenvolvessem soluções voltadas para o *Open Finance*, ampliou o número de *fintechs* existentes no país, colocando os bancos tradicionais em uma posição desconfortável.

Ranking Setor	Empresa	Lucro Liq. 2021
1	Itaú Unibanco Holding	R\$ 24 bi
2	Banco do Brasil	R\$ 19 bi
3	Bradesco	R\$ 21 bi
4	Santander	R\$ 16,3 bi

Tabela 8 - Lucro líquido dos quatro maiores bancos brasileiros em 2021. Elaboração própria com base em dados de RI

A partir disso, com bastante capital disponível e uma mudança de mercado que colocava em risco sua perenidade futura, os bancos se encontraram na década de 2010 em uma posição na qual existiam incentivos muito fortes para a criação de fundos de *corporate venture capital*. Em 2021, os dez maiores bancos brasileiros em nível de faturamento, possuíam uma iniciativa de CVC estruturada.

Seguindo as iniciativas de CVC atuantes no Brasil, temos em segundo e terceiro lugar – respectivamente – os setores de “Tecnologia, mídia & telecomunicações” e “Desenvolvimento de Software”. Ambos os setores possuem afinidade com o ecossistema de tecnologia e *startups*, tendo atuado nos anos 2000 com transações importantes de fusão e aquisição de empresas de base tecnológica.

Contudo, metade das iniciativas destes setores advém de empresas globais com programas de CVC voltados ao Brasil, mas subjugados a uma estratégia de *corporate venturing* mais ampla. Exemplo disso são as iniciativas, Google Ventures, Wayra (Telefônica), Qualcomm Ventures, Intel Ventures, entre outras. Considerando apenas iniciativas de corporações brasileiras, o número de CVCs no setor de Tecnologia, Mídia e Marketing diminui para sete, enquanto o número de iniciativas no mercado de desenvolvimento de software foi de cinco, dado evidenciado na figura 18.

Ambos os setores apresentam as maiores taxas de aquisições de *startups* investidas, 24% para o setor de Tecnologia, mídia e Telecom e 32% para o setor de desenvolvimento de software. Com isso os números tendem a seguir o perfil de crescimento por meio de aquisições que algumas das maiores empresas de desenvolvimento de software e tecnologia utilizam para alcançar novos mercados. Dessa maneira, com capital disponível em menor quantidade do que o setor financeiro, mas com um grande risco de serem ultrapassadas por *startups* inovadoras, as empresas deste setor possuem um incentivo alto para a criação de fundos de CVC - quando bem executada a iniciativa pode trazer um funil de prospecção extremamente qualificado para uma possível fusão ou aquisição, ampliando os ganhos das corporações com o incentivo a estas iniciativas.

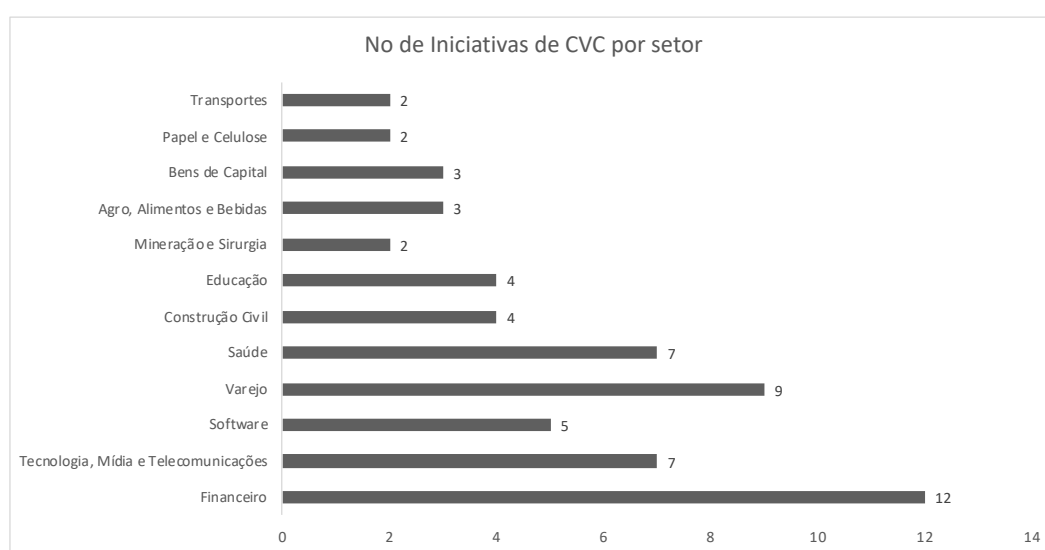


Figura 18 - Iniciativas de CVC entre 2015 e 2021 de corporações com sede no Brasil. Elaboração própria com base em dados de Crunchbase, CB Insights e Pitchbook.

Outro setor que possui atividade relevante de CVC no Brasil é o setor varejista, com nove iniciativas mapeadas entre os anos de 2010 e 2021, o setor fica em segundo lugar se considerarmos apenas corporações com sede no Brasil. As empresas neste setor apresentam margens mais baixas e a disponibilidade de capital enfrenta uma grande sazonalidade.

As primeiras iniciativas desse setor foram motivadas por mudanças no padrão de consumo dos brasileiros, que vinham se digitalizando a partir de 2010 e ampliando seu consumo *online* (GUISSONI, 2020). A pressão imposta por *marketplaces*, como Amazon e Mercado Livre, adicionava uma camada extra de complexidade para as empresas atuantes no setor, entretanto, grande parte das varejistas se apoiava no comportamento brasileiro de realizar compras em lojas físicas, evitando as compras online (NACIF, 2020).

Este padrão de consumo foi completamente alterado pela pandemia da COVID-19 com o fechamento das lojas físicas e o distanciamento social gerado pela crise sanitária. Nesse contexto, as varejistas só tinham a opção de se digitalizar para atender a demanda do consumidor que passou

a realizar todas suas compras de forma online. Assim, se as corporações deste setor não viam o investimento em tecnologia como prioritário, com a pandemia ele se tornou.

Para reagir a essa crise e atender à demanda, as corporações realizaram aquisições com um preço elevado com múltiplos de até dez vezes o faturamento em algumas startups que nem possuíam lucro⁶. Assim, impulsionadas por uma necessidade de capturar o valor das startups de uma forma mais eficiente e com o caixa aliviado por um excesso de liquidez criado pelos bancos centrais mundiais, as varejistas tinham incentivos fortes para a criação de CVCs.

Contudo, esses incentivos dados aos executivos de empresas varejistas para a criação de CVCs foram situacionais, criados por uma dinâmica de mercado exógena que apresentou uma mudança de mercado e forneceu uma liquidez momentânea. Após a reabertura das lojas físicas e o recrudescimento da economia global, é esperado que os incentivos apresentados para a criação de CVC migrem de fortes para muito fracos, colocando em risco a perenidade destas iniciativas no Brasil.

Além disso, o levantamento apontou uma grande parcela de iniciativas de CVCs distribuídas em indústrias como a de Papel e Celulose, de Siderurgia e de Mineração. Neste mercado, as corporações brasileiras já estão consolidadas, gerando recorrentemente dividendos e enfrentando dilemas de crescimento. Isso cria uma barreira de entrada natural e faz com que atuem em mercados similares a oligopólios dificultando o crescimento. Essas empresas possuem a tendência natural de buscar novos mercados, diversificando sua atuação, ou investindo em soluções de melhora da eficiência.

Esses fatores contribuem para dar um incentivo muito forte para estas corporações criarem iniciativas de CVCs, já que existe capital disponível e o retorno esperado de investir em startups que diversifiquem o mercado de atuação ou que melhorem a eficiência operacional é atrativo, dando incentivo aos executivos para criarem uma iniciativa. Tal circunstância é exemplificada na Figura 19 que classifica os setores de atuação dos CVCs brasileiros em uma matriz de incentivos, permitindo melhor visualizar as influências operando sobre as corporações presentes em cada setor - é importante salientar que a matriz não considera diretamente efeitos de cunho legal e regulatório.

⁶ Nota: Alguns exemplos são a aquisição da empresa Jovem Nerd pela Magalu, pagando um múltiplo de 10 vezes; Aquisição da RD Station pela Totvs por um múltiplo (EV/Sales) de 9,8; Aquisição da Bling, pela Locaweb por um múltiplo (EV/Sales) de 8,7; Fonte: Dados divulgados pela CVM.

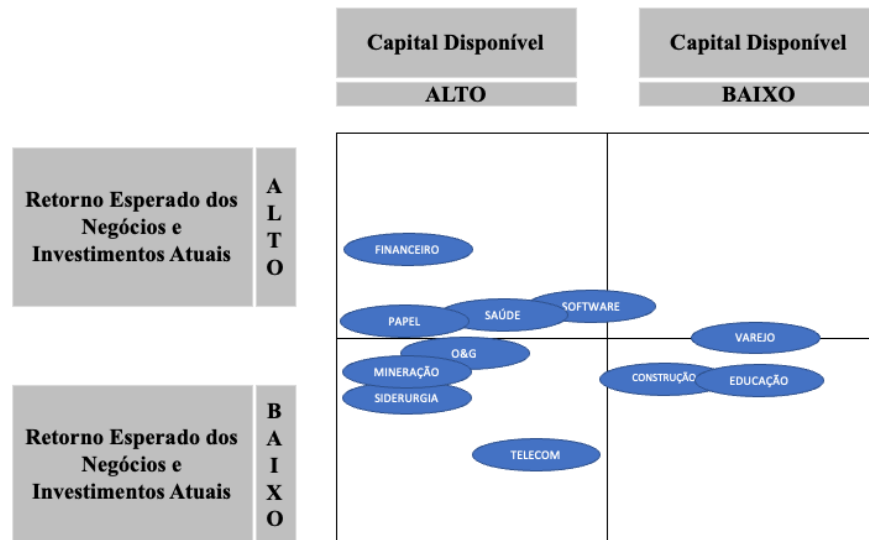


Figura 19 - Distribuição dos setores brasileiros na matriz de incentivo de CVCs. Elaboração própria, baseado em Chesbrough, 2019.

Outro ponto relevante observado é que cerca de 70% das iniciativas são provenientes de corporações com sede em países fora do Brasil, como apresenta a figura 20. Este perfil torna a atuação dos CVC a longo prazo incerta, pois, como observa Greenwood (2018), os efeitos macroeconômicos globais têm forte impacto nos investimentos em venture capital. Nessa perspectiva, em momentos de crise, as corporações tendem a concentrar seus esforços em seus mercados principais, afastando suas operações de outros mercados.



Figura 20 - Região sede da corporação responsável pelo CVC. Elaboração própria, baseado em dados de CB Insights e ABVCAP.

Os dados compilados apresentando as datas de criação das iniciativas de CVC no Brasil, demonstram um setor recente, com as primeiras iniciativas começando no ano de 2012. Dado o tempo médio de dez anos, apresentado na literatura, para que uma *startup* mature, retornando o

investimento do fundo em termos estratégicos ou financeiros, o ecossistema brasileiro de *corporate venturing* está encerrando seu primeiro ciclo.

Assim, é esperado que a partir de 2022, se possa avaliar a performance dos primeiros fundos de *corporate venturing* de forma mais quantitativa. Entretanto haverá dificuldade na análise, porque, como apresentado na Figura 21, a grande maioria dos fundos de CVC surgiu nos últimos quatro anos, cerca de 80%, os primeiros retornos gerados pelas iniciativas só acontecerão de forma mais consistente a partir de 2028, um tempo longo para alguns setores – como o varejo – que veem uma situação completamente diferente daquela que gerou os incentivos para a criação de um fundo durante a pandemia.

Esse contexto pode ser comparado com os dados do mercado norte-americano, que nos mostram a necessidade de pelo menos dois ciclos de investimento em CVC para que as iniciativas se estabilizem dentro do processo de estratégia de uma corporação (DUSHNITSKY, 2012). Com a chegada do primeiro ciclo para os primeiros fundos de CVC no Brasil, o ecossistema passará por um ponto de inflexão, na qual será decidido se o *corporate venture capital* finalmente se estabeleceu no país ou se foi um ensaio causado por fatores exógenos ao ecossistema.

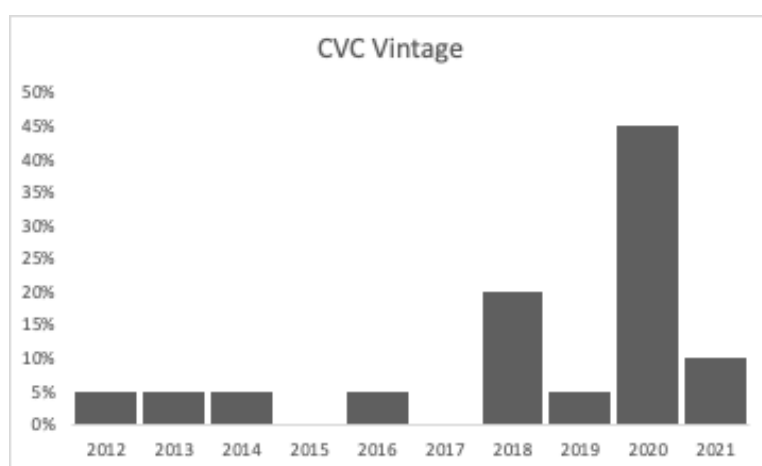


Figura 21 - Vintage dos fundos de CVC no Brasil. Elaboração própria, baseado em dados de CB Insights e ABVCAP.

8.2. Perfil dos Investimentos Realizados

A partir da compreensão do perfil das corporações atuantes no ecossistema de *corporate venture capital* brasileiro, é possível expandir a análise para o perfil de seus investimentos. Para tanto, é necessário compreender o tamanho do capital disponível para investimento e o perfil dos aportes realizados. Uma dificuldade que surge neste ponto é a falta de divulgação de um valor específico alocado nas iniciativas de CVC. Com isso, os dados obtidos não possuem uma granularidade desejada, sendo melhor entendidos de forma agrupada.

O volume de capital disponível para o fundo de CVC é uma das variáveis fundamentais na compreensão de seu perfil de atuação e capacidade de constituir um portfólio. Como foi apresentado anteriormente, nos Estados Unidos, metade das iniciativas possui entre US\$ 75 milhões e US\$ 300 milhões de capital disponível. Dessa forma, a média de empresas sob um portfólio de um CVC com foco no *Late Stage* ficou em torno de quatorze startups, enquanto um CVC com foco no *Early Stage* possuía em média vinte empresas.

No cenário norte-americano, cerca de metade das iniciativas possuem entre US\$ 75 milhões e US\$ 300 milhões, sendo capazes de realizar até vinte e seis investimentos, na média. Já para o Brasil, a Tabela 9 apresenta dados coletados das oito maiores iniciativas de *corporate venture capital* realizadas no país, destas apenas três possuem um capital disponível para investimentos acima de US\$ 100 milhões.

Apesar de inferiores, os valores estão adequados para a realidade nacional, que possui uma média de cheque para o *Early Stage* de US\$ 800 mil, para o *Late Stage* de US\$ 11 milhões e para o *Growth Stage* de US\$ 25 milhões de dólares. Além disso, a grande maioria dos fundos tem por objetivo atuar no investimento em empresas em estágios mais iniciais, realizando investimentos com cheques entre US\$ 250 mil e US\$ 2 milhões de dólares, como foi informado pela ABVCAP (2021).

Corporação	CVC	Capital Disponível	Tese	Ano de criação
XP	XP Ventures	US\$ 1 bi	Agnóstico	2020
Vale	Vale Ventures	US\$ 100 M anuais	Descarbonização, Metais e Futuro da Mineração	2021
Votorantim	23S Capital	US\$ 400 M	Agnóstico	2021
B3	L4 Venture	US\$ 100 M	Carbono, Energia, Tokenização e Defi	2021
Gerdau	Gerdau Next Ventures	US\$ 80 M	Construção, Sustentabilidade e Mobilidade	2020
Suzano	Suzano Ventures	US\$ 70 M	Bioeconomia	2020
TOTVS	TOTVS Ventures	US\$ 60 M	Agnóstico	2020
EMBRAER	Aerotec	US\$ 50 M	DeepTech	2015
Fleury e Sabin	Kortex Ventures	US\$ 40 M	Saúde	2020

Tabela 9 - Perfil dos oito maiores CVCs do Brasil com dados abertos. Elaboração própria com base em informações divulgadas pelas companhias

É possível notar um crescimento expressivo no número de *deals* realizados por corporações, alavancados pela disponibilidade de capital e pela liquidez no ecossistema. Desde 2018, o ecossistema de inovação brasileiro vem passando por um momento favorável, com uma disponibilidade de capital que permitiu o financiamento de diversas empresas de base tecnológica inovadoras. Assim, neste cenário, os fundos de CVC brasileiros buscaram capturar seus ativos, saindo de doze investimentos realizados em 2015, para noventa e cinco realizados em 2021, um CAGR de 41%. Entre 2015 e 2019, quase metade dos *deals* realizados por corporações brasileiras foram destinados às startups do *Early Stage*. Essa proporção se manteve constante pelos quatro primeiros anos analisados, decaindo apenas nos últimos dois, quando chegou a um terço de todos os investimentos realizados.

Algumas explicações possíveis para esse comportamento são construídas sobre como as corporações estavam acostumadas a se relacionar com *startups* em estágios mais iniciais em seus programas de aceleração executados no final dos anos 2000. Desse modo, parece natural que o conhecimento adquirido durante a aceleração fosse aplicado na elaboração da estratégia de atuação das iniciativas de *corporate venture capital*. Além disso, investir em *startups* de estágios iniciais requer aportes relativamente baixos para as corporações, por exemplo, um *deal* médio de *Pré-seed* em 2015 foi de US\$ 250 mil, cheques que não traziam risco para a corporação, que poderia validar as iniciativas antes de seguir para investimentos maiores.

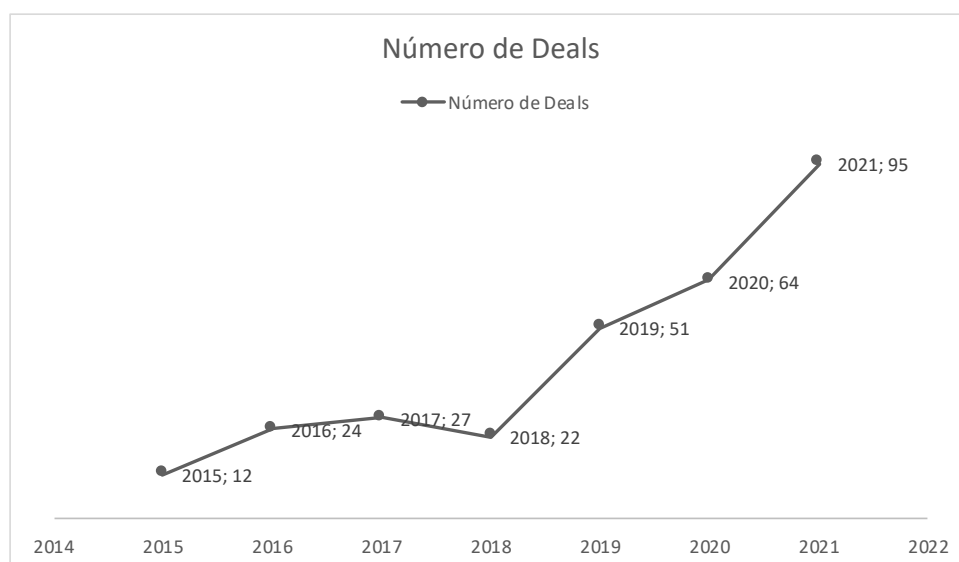


Figura 22 - Número de investimentos realizados por CVCs no Brasil. Elaboração própria, baseado em dados de CB Insights.

Além disso, investir em estágios iniciais significa ter mais controle sobre a estratégia de crescimento da startup, permitindo que a captura de valor possa ocorrer quando este for gerado. Alguns fundos de CVC podem utilizar uma estratégia de investir em diversas *startups* iniciais com

baixo risco para a corporação, visando encontrar o melhor ativo e ir aumentando sua participação no capital social da empresa conforme as rodadas vão evoluindo, encaminhando para um possível M&A.

Um contraponto a esta estratégia é o fato de que *startups* em estágios iniciais demorarão mais tempo para alcançar a maturidade e dar retorno ao investimento em comparação com empresas dos estágios mais avançados. Se as iniciativas de *corporate venturing* já estão consolidadas dentro da corporação, não há problema. Porém, ao criar um portfólio extremamente focado no *Early Stage*, as corporações alocam sua expectativa de retorno para o longo prazo, o que dado o comportamento cíclico das iniciativas de CVC apresentado pela literatura, pode não ser a solução ótima para a perenidade da iniciativa, ainda mais em um ecossistema em estágio inicial, como é o caso brasileiro.

Nesse contexto, os dados relacionados ao setor de atuação das startups investidas nos apresentam alguns comportamentos recorrentes entre as iniciativas de CVC. É possível notar que o setor das *fintechs* foi um dos que mais recebeu investimentos das corporações, sendo que em seis dos últimos sete anos figurou entre os três setores mais investidos.

Considerando o contexto no qual as startups que atuam no setor financeiro são algumas das mais avançadas no país, com Nubank, Creditas, Neon, Stone e Ebanx, figurando entre os unicórnios brasileiros. Além disso, os incentivos realizados pelo BACEN também trouxeram desenvolvimento para o setor, o que criou alguns dos melhores ativos para investimento entre as *fintechs*.

Soma-se a isso o fato de que grande parte das iniciativas de CVC brasileiras são provenientes de instituições financeiras e que o novo paradigma de consumo online e digital trouxe uma pressão extra para que outros setores também mudassem a forma como se relacionam com os meios de pagamentos. Dessa maneira, o setor das *fintechs* também atrai as corporações que buscam diversificar suas operações, permitindo que grandes varejistas capturem valor sobre suas emissões de cartões e garantam uma análise e concessão de crédito mais eficientes.

O setor de logística e *supply chain* também atraiu o interesse das corporações. Este setor está diretamente relacionado com a operação atual da corporação, trazendo uma melhora na eficiência operacional e garantindo a digitalização de processos, que em muitos casos, eram extremamente lentos e burocráticos. Padrões de *same day delivery*, impostos pelos grandes *marketplaces*, obrigaram as varejistas tradicionais a buscarem alternativas para os seus modelos de negócio, buscando integrá-los com a velocidade da economia digital e buscaram soluções de entrega rápida e omnicanalidade, que permitisse uma integração entre suas lojas físicas e digitais.

A tabela 10 apresenta a visão completa dos principais setores e estágios de investimento procurados pelos CVCs brasileiros. A partir disso, conclui-se que nos últimos sete anos as iniciativas corporativas buscaram realizar investimentos em estágios mais iniciais, aportando em setores que estão diretamente relacionados com suas operações presentes. Se nos investimentos dos

fundos de CVC estadunidense observamos entre os setores mais investidos startups voltadas para sustentabilidade, eficiência energética e aspectos ESG – temas relacionados com um horizonte de médio/longo prazo – as iniciativas brasileiras estão buscando investir em negócios que possam alavancar suas operações atuais.

Ano	Setor	Estágio
2015	RetailTech - 25%	Pré-seed - 33%
	MarTech - 24,8%	Seed - 25%
	Fintech - 8,3%	Series A - 8,5%
2016	Fintech - 20%	Pré-seed - 27,5%
	MarTech - 12%	Seed - 18,2%
	Hrtech - 12%	Series A - 18,2%
	EdTech - 12%	
2017	HealthTech - 15,8%	Seed - 36,8 %
	InsurTech - 15,8%	Series A - 31,6%
	AgTech - 10,5%	Pré-seed - 15,8%
	LogTech - 10,5%	
2018	HealthTech - 15%	Seed - 45%
	MarTech - 10%	Series A - 15%
	LogTech - 10%	
	RetailTech - 10%	Pré-seed - 10%
	Fintech - 10%	
2019	Fintech - 27%	Seed - 30%
	HealthTech - 13,5%	Series A - 30%
	AgTech - 10,8%	Pré-seed - 15,4%
2020	Fintech - 25%	Seed - 35,7%
	HealthTech - 14,3%	Series A - 21,4%
	EnergyTech - 10%	Series B - 21,4%
2021	Fintech - 25%	Seed - 33,9%
	RetailTech - 14,3%	Series A - 23,2%
	LogTech - 8,9%	Series B - 12,5%

Tabela 10 - Principais setores e estágios investidos pelos CVCs. Elaboração própria, baseado em dados de CB Insights, Crunchbase, Dataminer, Slinghub e Pitchbook.

8.3. Performance e Impacto nas Investidas

Com a maturação do ecossistema e o surgimento de novos fundos de Corporate Venture Capital no Brasil, é possível notar uma expansão da relevância destes *players* entre o total de investimentos realizados em startups. Até 2010, menos de 5% dos investimentos realizados em empresas de base tecnológica provinham de CVCs, um cenário que vêm se modificando, com os

fundos corporativos já sendo responsáveis por 10% dos investimentos realizados nos últimos três anos, como é evidenciado na Figura 23.



Figura 23 - Participação de CVCs em deals realizados no Brasil. Elaboração própria com base em CB Insights e Distrito.

Esse fato recebe ainda mais realce quando consideramos que os investimentos no ecossistema de inovação brasileiro subiram como um todo, indicando que a participação dos fundos de CVC também acelerou dentro deste contexto. Contudo, ainda existe bastante espaço para crescimento, o que é evidente quando analisamos ecossistemas mais maduros, nós quais os investimentos de CVCs representam 25% do volume total aportado. Considerando os US\$ 15 bilhões que o ecossistema brasileiro recebeu nos últimos quatro anos, o potencial para os fundos de CVC se aproxima de US\$ 3,5 bi, quase duas vezes e meia o capital atual reservado pelos fundos brasileiros de *corporate venture*.

O impacto destes aportes nas *startups* nos apresenta algumas evidências de como os ativos dos fundos de CVC estão performando, e podem ser analisados a partir da quantidade de M&As realizados em *startups* investidas por CVCs, quantidade de IPOs realizados por *startups* investidas por CVCs e percentual de *startups* que conseguiram captar uma nova rodada após um investimento de um fundo de CVC.

Ao analisarmos as evidências do investimento de CVCs em *startups* que posteriormente se fundiram com outra empresa ou que foram adquiridas, é possível notar um crescimento neste número de ativos. Em 2015, de cada 100 empresas de base tecnológica, cerca de 10 haviam recebido pelo menos um aporte de CVC. Já em 2019, o número de empresas de tecnologia adquiridas por corporações e que haviam recebido algum investimento de *corporate venture* saltou para 18% do total, e em 2021 cerca de um quarto de todas as startups adquiridas por corporações recebeu algum aporte de CVCs. Este comportamento corrobora a visão de se utilizar um fundo de CVC como ferramenta para capturar possíveis alvos de aquisições, acompanhando-os de forma mais próxima por um período maior, reduzindo riscos durante a transação.

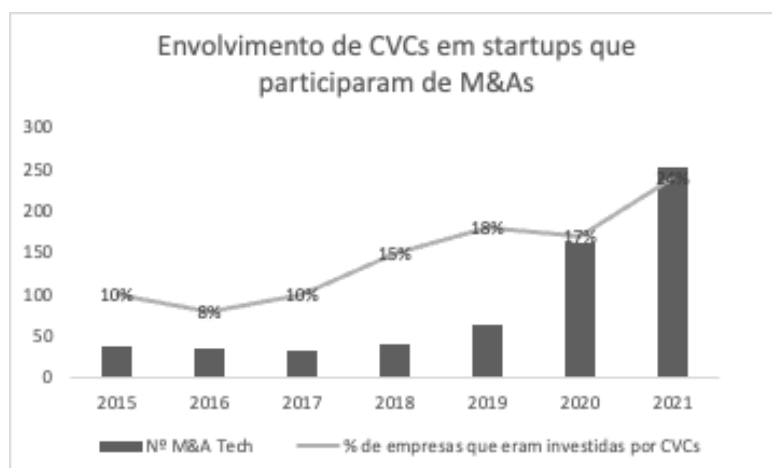


Figura 24 - Envolvimento de CVC em startups que realizaram fusões ou aquisições. Elaboração própria com base em CB Insights, Pitchbook e Ditrato.

Além de acrescentarem um benefício estratégico para as corporações, os M&As também representam eventos de liquidez para o ecossistema, com o qual se beneficiam todos os investidores que possuem participação na empresa adquirida. Dessa forma, a operação dos CVCs, que investem em *startups* e as aproximam de um canal de aquisição corporativo, beneficia todos aqueles que necessitam de eventos de liquidez para obterem seus retornos. Assim, fundos de CVC podem agregar em um *cap table*, oferecendo a outros investidores uma opção de saída para seus investimentos.

Apesar das fusões e aquisições serem uma boa opção de liquidez e retorno para os fundos de CVC no Brasil, outras opções como IPOs ainda são raras em território nacional. Nenhuma das operações de abertura de capital de *startups* brasileiras contava com um investimento de *corporate venturing* antes de sua listagem em bolsa, demonstrando que ainda existe um grande potencial a se preencher. No mercado americano, por exemplo, entre 2010 e 2021, o envolvimento de fundos de CVC em IPOs de empresas tecnológicas fica em torno de 50%, ou seja, metade das *startups* que realizaram IPO nos Estados Unidos nos últimos dez anos havia recebido algum aporte de um fundo corporativo, como é evidenciado na Figura 25.

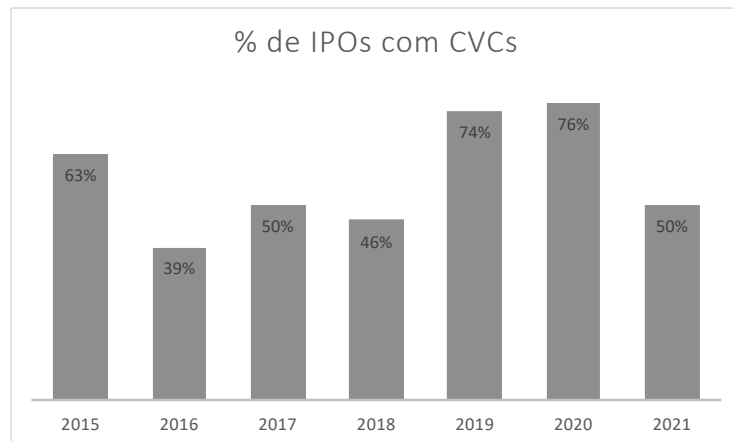


Figura 25 - Envolvimento de CVCs em IPOs tech nos EUA. Elaboração própria com base em SVB (2021)

Além da ausência de investimentos de CVCs nas *startups* que realizaram IPOs, os dados compilados apresentaram que *startups* investidas por CVCs têm menos chance de realizar uma nova captação, quando comparadas com *startups* que receberam investimentos apenas de VCs puros. Nos estágios iniciais, essa diferença é menor, já que 35% das *startups* que captam uma rodada *Seed* com um CVC são capazes de captar um Series A, taxa semelhante a de *startups* que captaram apenas com VCs, 32,7%. Contudo, conforme as rodadas avançam, o número de *startups* que capta com CVCs e consegue levantar uma nova rodada diminui. Isso fica evidente quando observamos que de todas as *startups* que captaram uma rodada *Series B* com CVCs apenas 18,7% conseguem levantar um Series C, enquanto 32% das *startups* que possuem apenas *Venture Capitals* em seu *cap table* conseguem levantar um Series C após terem levantado um Series B. A diferença entre as *startups* investidas por VC e CVC em seu sucesso de captação é evidenciada nas Figuras 26 e 27.

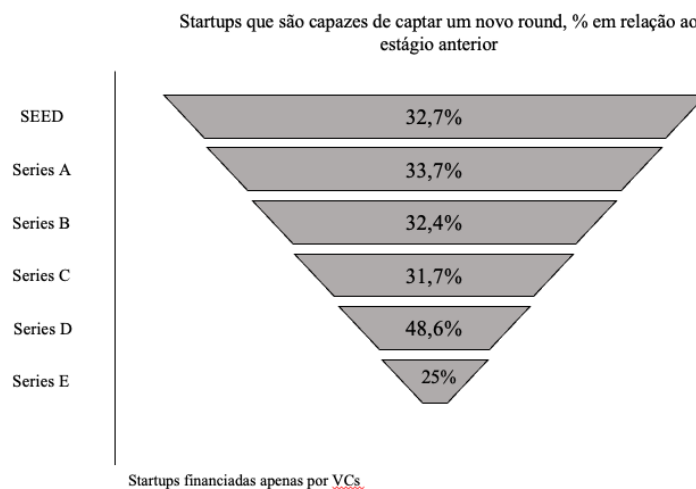


Figura 26 - % das *startups* financiadas por VCs capazes de captar uma nova rodada de investimento. Elaboração própria com dados de Pitchbook e Distrito

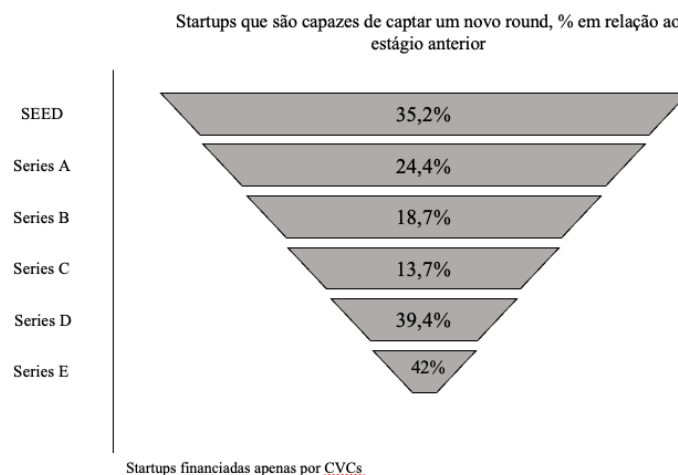


Figura 27 - % das startups financiadas por CVCs capazes de captar uma nova rodada de investimento. Elaboração própria com dados de Pitchbook e Distrito

Algumas explicações podem ser consideradas sobre este comportamento. A primeira delas se relaciona com o comportamento de M&As, visto que as corporações tendem a adquirir aquelas *startups* que se destacam a partir do Series A ou Series B, dessa forma, por serem adquiridas as empresas não têm mais necessidade de levantar novas rodadas. O fato de que cerca de 40% das aquisições de empresas tecnológicas ocorrem após o Series B parece corroborar este fator.

A segunda explicação possível é a dificuldade dos fundos de CVC brasileiros em investir em ativos com um potencial de escala capaz de levar a *startup* a chegar em rodadas mais avançadas. Assim, muitos CVCs buscam investir em ativos próximos ao seu *core*, buscando alavancar as operações corporativas, mas deixando em segundo plano o potencial de crescimento do mercado da empresa investida. Com isso, diversas empresas não avançam para além do Series B e acabam por serem adquiridas ou descontinuadas.

9. CONCLUSÃO

As iniciativas de CVC vêm avançando de forma relevante nos últimos oito anos no Brasil. A disseminação de estratégias de *open innovation* e a maturação do ecossistema de inovação brasileiro são algumas das variáveis que nos ajudam a entender o crescimento de mais de 40% dos investimentos realizados por CVCs nos últimos anos no Brasil.

Entretanto, o setor ainda não finalizou seu primeiro ciclo. Isso porque os primeiros fundos foram criados em 2012 e o tempo de maturação médio dos ativos é de dez anos, os primeiros retornos relevantes – tanto estratégicos como financeiros – começarão a ser vistos a partir do final de 2022.

Desse modo, é essencial que as iniciativas busquem executar as melhores práticas visando obter uma perenidade e fugindo de vícios cíclicos que afetam as iniciativas de *corporate venturing* ao redor do mundo. Garantir que os fundos sejam vistos como uma ferramenta essencial para a elaboração da estratégia corporativa, permitirá que, quando pressões exógenas surgirem, os recursos e iniciativas do CVC estarão garantidos.

Para isso, é necessário um alinhamento e capacitação das altas lideranças corporativas, principalmente nas corporações em que o veículo de investimento utilizado é executado por meio do balanço corporativo, não havendo um fundo próprio dedicado para a iniciativa, o que a torna mais exposta a incentivos provenientes dos executivos para encerrar as atividades do CVC. Para as iniciativas brasileiras, nas quais 45% dos fundos são estruturados no balanço, este é um dos maiores riscos para sua continuidade.

Além disso, foi verificado um foco dos CVCs nacionais como ferramenta para alavancar as operações atuais das empresas. Assim, investimentos em *fintech*, *logtechs* e *martechs* preencheram o portfólio de diversas iniciativas, apresentando opções de curto prazo para a operação das grandes corporações. Isso se diferencia das *startups* que desenvolvem soluções voltadas para a descarbonização e impactos ESG, que preenchem o portfólio de CVCs norte-americanos, não encontraram espaço entre os investimentos realizados por CVCs brasileiros nos últimos quinze anos.

Dessa forma, é possível apresentar quatro sugestões para os fundos brasileiros, que segundo a literatura e as melhores práticas executadas globalmente, podem auxiliar na sobrevivência das iniciativas. São elas:

- (1) Balancear o portfólio entre investimentos *Early-Stage* e *Late-Stage*, permitindo que o tempo de retorno dos investimentos seja menor, e se torne mais palpável para a alta liderança.
- (2) Definição de políticas claras de alocação de recursos, com metas e objetivos claros, consolidando o CVC na cultura corporativa. Até 2021 os CVCs no Brasil não possuíam, em sua maioria, programas claros, sendo executados por meio de orçamento anual. Uma alternativa para mitigar este risco é optar por uma gestora, por meio de um veículo externo.
- (3) Ampliar seus horizontes de inovação para além do *core business* atual, permitindo com que as iniciativas de CVC maximizem seu potencial exploratório e funcionem como ferramentas de inovação que exploram, criam e capturam o valor da inovação.
- (4) Definir estruturas claras de sucessão e das qualidades necessárias para gerir um fundo corporativo, realizando uma gestão de talentos, uma continuidade de gerência e dando garantia de que o gestor possui o conhecimento necessário para operacionalizar o

fundo. Até 2021, grande parte dos gestores das iniciativas de CVC nacionais vieram de ambientes corporativos internos e não possuíam experiência prévia com *corporate venture capital*.

Com a execução destas sugestões e um compromisso firme com a inovação, as corporações irão se beneficiar com os CVCs, permitindo que elas estejam aptas a responder às mudanças de mercado e paradigma que possam ocorrer. Ao mesmo tempo, o ecossistema e a sociedade se beneficiam com a inovação de tecnologias e processos que possuem um grande potencial de alavancar o crescimento nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ace. (2019). Ace Innovation Survey 2019.
- ALVES, Fábيا Santos. Um estudo das startups no Brasil. 2013.
- BETTA, Bruno Azevedo. Comparação de rentabilidades e spreads entre bancos do Brasil, México, Colômbia, Canadá e França. 2021.
- BIGGADIKE, Ralph. The risky business of diversification. *Readings in strategic management*, p. 177-190, 1989.
- BURGELMAN, Robert A.; VÄLIKANGAS, Liisa. Managing internal corporate venturing cycles. *MIT Sloan Management Review*, v. 46, n. 4, p. 26, 2005.
- BURGELMAN, Robert A.; VALIKANGAS, Liisa. Internal corporate venturing cycles: a nagging strategic leadership challenge. 2005.
- BORGES, Ageu M. et al. Exogenous and endogenous factors of innovative development of the oil and gas corporations. *Journal of Environmental Management & Tourism*, v. 11, n. 5, p. 1231-1239, 2020.
- CORDES, Andreas; GUDERIAN, Carsten C.; RIAR, Frederik J. Exploring the Practice of Evaluation in Corporate Venturing. *International Journal of Innovation and Technology Management*, v. 18, n. 05, p. 2150026, 2021.
- CHANDLER, Alfred Dupont; SALSURY, Stephen. Pierre S. du Pont and the Making of the Modern Corporation. Beard Books, 2000.
- CHESBROUGH, Henry W.; SOCOLOF, Stephen J. Creating new ventures from Bell Labs technologies. *Research-Technology Management*, v. 43, n. 2, p. 13-17, 2000.
- CHESBROUGH, Henry W. The era of open innovation. *Managing innovation and change*, v. 127, n. 3, p. 34-41, 2006.
- CHESBROUGH, Henry. Open innovation results: Going beyond the hype and getting down to business. Oxford University Press, 2019.
- CHESBROUGH, Henry. The future of open innovation: The future of open innovation is more extensive, more collaborative, and more engaged with a wider variety of participants. *Research-Technology Management*, v. 60, n. 1, p. 35-38, 2017.
- CHOI, Joonkyu et al. Founding teams and startup performance. NBER working paper, n. w28417, 2021.
- COONEY, Stephen; YACOBUCCI, Brent D. US automotive industry: policy overview and recent history. Nova Publishers, 2007.
- DULINSKI, Felipe. Corporate venture building as an innovation strategy. *LSE Business Review*, 2022.
- DUSHNITSKY, Gary. CORPORATE VENTURE CAPITAL: PAST. *The Oxford handbook of entrepreneurship*, p. 387, 2006.
- DUSHNITSKY, Gary. Corporate venture capital in the twenty-first century: An integral part of firms' innovation toolkit. 2012.
- ENKEL, Ellen; SAGMEISTER, Veronika. External corporate venturing modes as new way to develop dynamic capabilities. *Technovation*, v. 96, p. 102128, 2020.
- EARLS, Alan R. Digital Equipment Corporation. Arcadia Publishing, 2004.
- FAIRLIE, Robert W. et al. The kauffman index 2015: Startup activity| national trends. Available at SSRN 2613479, 2015.
- FISHER, Adam. Valley of genius: The uncensored history of Silicon Valley (as told by the hackers, founders, and freaks who made it boom). Hachette UK, 2018.
- FREEMAN, John; ENGEL, Jerome S. Models of innovation: Startups and mature corporations. *California Management Review*, v. 50, n. 1, p. 94-119, 2007.
- FREIBERG, David; ROGERS, Jean; SERAFEIM, George. How ESG issues become financially material to corporations and their investors. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, n. 20-056, 2020.
- GABA, Vibha; BHATTACHARYA, Shantanu. Aspirations, innovation, and corporate venture capital: A behavioral perspective. *Strategic Entrepreneurship Journal*, v. 6, n. 2, p. 178-199, 2012.
- GARVIN, David A. A note on corporate venturing and new business creation. 2002.
- GHAURI, Pervez N.; BUCKLEY, Peter J. International mergers and acquisitions: Past, present and future. In: *Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited, 2003.
- Gibson C. B., Birkinshaw J. 2004. The antecedents, consequences, and mediating role of organizational ambidexterity. *Academy of Management Journal*, 47: 209-226.
- Gupta A., Smith K. G., Shalley C. A. 2006. The interplay between exploration and exploitation. *Academy of Management Journal*, 49: 693-706.
- GREENWOOD, Jeremy; HAN, Pengfei; SANCHEZ, Juan M. Financing Ventures: Some Macroeconomics. University of Pennsylvania, Peking University y FED, 2018.

GUISSONI, Leandro Angotti; FERRARO, Giuliana Marino; SCHUNCK, Josiane Garcelli. A disrupção no varejo além da crise. *GV-EXECUTIVO*, v. 19, n. 3, p. 38-41, 2020.

GOODNIGHT, G. Thomas; GREEN, Sandy. Rhetoric, risk, and markets: The dot-com bubble. *Quarterly journal of speech*, v. 96, n. 2, p. 115-140, 2010.

GOOSSEN, Martin C.; BAZZAZIAN, Navid; PHELPS, Corey. Consistently capricious: The performance effects of simultaneous and sequential ambidexterity. In: *Academy of Management Proceedings*. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management, 2012. p. 16311.

HILL, Susan A.; BIRKINSHAW, Julian. Ambidexterity and survival in corporate venture units. *Journal of management*, v. 40, n. 7, p. 1899-1931, 2014.

HSU, Chia-Wen; LIEN, Yung-Chih; CHEN, Homin. International ambidexterity and firm performance in small emerging economies. *Journal of World Business*, v. 48, n. 1, p. 58-67, 2013.

JOTA, Barbara Dehon Almeida; CARRETE, Liliam Sanchez. Corporate venture: estudo de caso exploratório sobre os modelos utilizados por empresa brasileira de capital aberto. *Anais*, 2020.

KAPLAN, Steven N.; LERNER, Josh. Venture capital data: Opportunities and challenges. *Measuring entrepreneurial businesses: Current knowledge and challenges*, p. 413-431, 2016.

KOKKO, Ari. Technology, market characteristics, and spillovers. *Journal of development economics*, v. 43, n. 2, p. 279-293, 1994.

KOUSARI, Ali. New solutions to the funding dilemma of technology startups. *Open-Source Business Resource*, n. June 2011, 2011.

KRZYWDZINSKI, Martin et al. The social consequences of the digital revolution. *Le grandi questioni sociali del nostro tempo: a partire da Luciano Gallino*, p. 101-120, 2018.

LERNER, Josh; NANDA, Ramana. Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn. *Journal of Economic Perspectives*, v. 34, n. 3, p. 237-61, 2020.

MORRIS, John J.; ALAM, Pervaiz. Value relevance and the dot-com bubble of the 1990s. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 52, n. 2, p. 243-255, 2012.

OGINK, Ruben HAJ et al. Mechanisms in open innovation: A review and synthesis of the literature. *Technovation*, p. 102621, 2022.

NACIF, Sibelle. Transformação digital no varejo sob perspectiva dos vendedores de lojas físicas e das atividades tradicionais do funil de vendas. 2020. Tese de Doutorado.

PARK, Sarah; LIPUMA, Joseph A. New venture internationalization: The role of venture capital types and reputation. *Journal of World Business*, v. 55, n. 1, p. 101025, 2020.

PINKOW, Felix; IVERSEN, Jasper. Strategic objectives of corporate venture capital as a tool for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, v. 6, n. 4, p. 157, 2020.

Raisch S., Birkinshaw J. 2008. Organizational ambidexterity: Antecedents, outcomes, and moderators. *Journal of Management*, 34: 375-409. Crossref.

RIES, Eric. What is a startup. *Startup lesson learned*, v. 21, 2010.

RIECHE, Fernando Ceschin et al. Estimulando o empreendedorismo em empresas: o caso da primeira edição do programa BNDES Garagem. 2020.

RÖHM, Patrick. Exploring the landscape of corporate venture capital: a systematic review of the entrepreneurial and finance literature. *Management Review Quarterly*, v. 68, n. 3, p. 279-319, 2018.

REYNOLDS, Paul D.; MILLER, Brenda; MAKI, Wilbur R. Explaining regional variation in business births and deaths: US 1976-88. *Small business economics*, v. 7, n. 5, p. 389-407, 1995.

ROSSI, Matteo et al. Corporate venture capitalists' ambidexterity: myth or truth? *IEEE Transactions on Engineering Management*, v. 68, n. 2, p. 430-441, 2019.

SYKES, Hollister B. Corporate venture capital: Strategies for success. *Journal of Business Venturing*, v. 5, n. 1, p. 37-47, 1990.

STURGEON, Timothy J. How Silicon Valley came to be. *Understanding Silicon Valley: Anatomy of an entrepreneurial region*, p. 15-47, 2000.

PETERS, Florian S.; WAGNER, Alexander F. The executive turnover risk premium. *The Journal of Finance*, v. 69, n. 4, p. 1529-1563, 2014.

VOLLON, Lauren Jules. Venture Capital and Private M&A Contracting. 2022. Tese de Doutorado. The University of Chicago.

YUN, JinHyo Joseph et al. The culture for open innovation dynamics. *Sustainability*, v. 12, n. 12, p. 5076, 2020.

ZWANKA, Russell J.; BUFF, Cheryl. COVID-19 generation: A conceptual framework of the consumer behavioral shifts to be caused by the COVID-19 pandemic. *Journal of International Consumer Marketing*, v. 33, n. 1, p. 58-67, 2021.