

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DA ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

DANIEL ZABOROWSKY GRAICER

Criação de valor no portfólio de *Corporate Venture Capital*

São Paulo
2024

DANIEL ZABOROWSKY GRAICER

Criação de valor no portfólio de *Corporate Venture Capital*

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção.

Orientador: Prof. Dr. Renato de Oliveira Moraes.

São Paulo
2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação-na-publicação

Graicer, Daniel

Criação de valor no portfólio de Corporate Venture Capital / D. Graicer --
São Paulo, 2024.
79 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São
Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Corporações 2.Startups 3.Corporate Venture Capital 4.Capital de Risco
5.Geração de Valor I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica.
Departamento de Engenharia de Produção II.t.

Nome: GRAICER, Daniel Zaborowsky

Título: Criação de valor no portfólio de *Corporate Venture Capital*

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Dedico este trabalho à minha família e amigos, que me deram a estrutura e a motivação para buscar meus objetivos.

AGRADECIMENTOS

Me formar como Engenheiro de Produção foi algo fruto de muito trabalho e esforço coletivo. Por isso, tenho muito a agradecer:

À minha família, por ter me dado o subsídio, o apoio e principalmente a confiança para seguir adiante durante a graduação, além de toda estrutura necessária para chegar aqui.

Aos meus amigos e relacionamentos próximos, pelo suporte e por dar uma carga mais leve à esse momento de vida tão importante.

Ao Prof. Dr. Renato de Oliveira Moraes, por toda a orientação e apoio durante a escrita deste Trabalho de Formatura.

Aos membros da associação pela qual fiz quase 2 anos de estágio, pelos conhecimentos, pela paciência e pelos contatos necessários para conduzir minha pesquisa.

Levarei essa gratidão para os próximos passos da minha vida acadêmica e profissional.

RESUMO

GRAICER, Daniel Zaborowsky. Criação de valor no portfólio de Corporate Venture Capital. 2024. Trabalho de Formatura (Graduação em Engenharia de Produção) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, 2024.

Diante do cenário de desenvolvimento tecnológico por meio das *Startups*, as grandes corporações reconhecem a necessidade de incorporar a inovação na sua cultura e rotina, pensar a longo prazo e estar à frente das mudanças da sociedade e do mundo. Este trabalho analisa a capacidade e o impacto da geração de valor dentro do portfólio de investimentos de uma iniciativa de *Corporate Venture Capital* (CVC). Por meio de uma fundamentação teórica e uma pesquisa qualitativa com fundadores de quatro *Startups* que receberam um ou mais investimentos dessa categoria de investidores, o estudo comprehende uma categorização e avaliação de impacto de mais de seis categorias de geração de valor para *Startups* de fases distintas e com alinhamentos setoriais distintos com as corporações-mãe dos CVCs. A partir dos resultados levantados, é observado que há um grande potencial de construção de sinergias estratégicas e financeiras no investimento de corporações. Para *Startups* com setores alinhados aos seus investidores, ou com produtos transversais a setores (como logística), há um maior valor percebido na abertura de redes de relacionamento, compartilhamento de tecnologias e na melhoria em reputação e *marketing* (com ressalvas). Porém, o relacionamento com o CVC é um ativo importante para as *Startups*, independente da fase da empresa ou setor de atuação. Os resultados obtidos apresentam que há uma importância grande dos ativos intangíveis entregues pelo CVC além do mero aporte financeiro e possibilidade de acesso ao capital de risco, tais como acesso à rede de relacionamentos, reputação, *marketing* e apoio institucional.

Palavras-chave: Corporações, *Startups*, *Corporate Venture Capital*, Capital de Risco, Geração de Valor.

ABSTRACT

GRAICER, Daniel Zaborowsky. Criação de valor no portfólio de Corporate Venture Capital. 2024. Trabalho de Formatura (Graduação em Engenharia de Produção) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, 2024.

Given the technological development scenario through Startups, large corporations recognize the need to incorporate innovation into their culture and day-to-day, think long-term, and stay ahead of changes in society and the world. This work analyzes the capacity and impact of value creation within the investment portfolio of a Corporate Venture Capital (CVC) initiative. Through theoretical foundations and qualitative research with founders of four Startups that received one or more investments from this category of investors, the study includes a categorization and impact assessment of more than six value creation categories for Startups at different stages and with different sector alignments with the CVCs' parent corporations. From the results obtained, it is observed that there is great potential for building strategic and financial synergies in corporate investments. For Startups with sectors aligned with their investors, or with cross-sector products, there is greater perceived value in opening relationship networks, sharing technologies, and improving reputation and marketing (with disclaimers). However, the relationship with CVC is an important asset for Startups, regardless of the company's stage or sector of operation. The results show that there is significant importance in the intangible assets delivered by the CVC beyond mere financial contribution and access to venture capital, such as access to a network of relationships, reputation, marketing, and institutional support.

Keywords: Corporations, Startups, Corporate Venture Capital, Venture Capital, Value Creation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Porcentagem das empresas públicas norte-americanas investidas por VC ..	27
Figura 2 - Histórico da participação das empresas investidas por VC na bolsa americana	27
Figura 3 - Fases de vida de uma <i>startup</i>	35
Figura 4 - Saídas de empresas financiadas e não financiadas por CVC	37
Figura 5 - Rotas de saída para investimentos de capital de risco investidos e desinvestidos entre 1984 e maio de 2021	43
Figura 6 - Definição da amostra de estudos de caso	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Sinergias estratégicas	46
Tabela 2.1 - Roteiro de entrevista inicial	51
Tabela 2.2 - Resumo do perfil dos casos estudados.....	54

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVC	<i>Corporate Venture Capital</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EUA	Estados Unidos da América
FGV	Fundação Getulio Vargas
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO	Oferta Pública Inicial
ROI	<i>Return on Investment</i>
ROIC	Retorno Sobre o Capital Investido
TIR	Taxa Interna de Retorno
USP	Universidade de São Paulo
VC	<i>Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	24
1.1 SOBRE O AUTOR	24
1.2 EMBASAMENTO TEÓRICO FORNECIDO PELA GRADUAÇÃO	25
1.3 MOTIVAÇÃO E CONTEXTO DO TEMA DE ESTUDO	26
1.4 OBJETIVOS DO TRABALHO	28
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	29
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	30
2.1 O CONCEITO DE CORPORATE VENTURE CAPITAL	30
2.2 O CONCEITO DE STARTUP.....	34
2.3 IMPORTÂNCIA DO CVC NO MERCADO.....	36
2.4 PERFIL DOS PROGRAMAS DE CVC	39
2.4.1 Perfil das Corporações e maturidade do CVC.....	39
2.4.2 Estrutura de veículos de CVC.....	40
2.4.3 Tese de investimento e desenvolvimento de negócios	41
2.4.3.1 Perfil dos investimentos e <i>targets</i>	41
2.4.3.2 Estratégias de saída	42
2.4.3.3 Métricas de avaliação do CVC.....	45
2.5 RELAÇÃO ENTRE A STARTUP, O CVC E A CORPORAÇÃO-MÃE	46
3 METODOLOGIA	49
4 RESULTADOS.....	56
4.1 ESTUDOS DE CASO.....	56
4.1.1 Estudo de caso 1 - Startup de Educação.....	56
4.1.2 Estudo de caso 2 - Startup de Logística Aérea	59
4.1.3 Estudo de caso 3 - Startup de Logística Marítima	62
4.1.4 Estudo de caso 4 - Startup de Logística Rodoviária	65
4.2 TIPOS DE GERAÇÃO DE VALOR	67
4.2.1 CLI - Acesso aos clientes e outras redes de contatos	68
4.2.2 CAP - Capital	69
4.2.3 MKT - Reputação e <i>marketing</i>.....	69

4.2.4 TEC - Tecnologia.....	70
4.2.5 ADM - <i>Backoffice</i> (apoio administrativo)	71
4.2.6 OUT - Outros tipos de geração de valor	71
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	73
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	75

1 INTRODUÇÃO

O *Corporate Venture Capital* (CVC) tem se tornado uma ferramenta crucial para a inovação corporativa, especialmente em um ambiente de negócios caracterizado por rápidas mudanças tecnológicas e crescentes desafios competitivos. De acordo com Spina (2024), “o CVC não é opcional para corporações que desejam participar das transformações impulsionadas pela evolução exponencial das tecnologias”. Visto isso, as motivações por trás da decisão de analisar o mercado de investimentos corporativos em *Startups* vão desde aspectos do autor e sua experiência profissional, até as disciplinas cursadas na graduação em Engenharia de Produção na Escola Politécnica da USP e o cenário brasileiro atual de investimentos em inovação. Essa seção desenvolve os seguintes tópicos: sobre o autor, embasamento teórico fornecido pela graduação, motivação e contexto do tema de estudo, objetivos do trabalho e estrutura do trabalho.

1.1 SOBRE O AUTOR

Como estudante de Engenharia de Produção na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (USP), o autor deste trabalho, após experiências em consultoria, *startup* em estágio inicial e fundo de crédito privado, atuou em uma das maiores redes de investidores Anjo do Brasil durante o final da sua graduação. Essa posição proporcionou a oportunidade de criar contatos e conexões com uma diversidade de *Startups* e diferentes agentes investidores no mercado, tanto com a proposta de investir em conjunto quanto como parceiro institucional. A rede de investidores em questão, Anjos do Brasil, tem mais de 13 anos de história no mercado, sendo a mais antiga instituição desse tipo em atuação, até hoje é referência na criação de conteúdo (como modelos de documentos, palestras gratuitas e cursos pagos) e viabilização de dados para o desenvolvimento de políticas públicas para esse mercado (como a “Pesquisa anual de investimento Anjo no Brasil”) (Anjos do Brasil, 2024). A instituição não é um fundo em si, por mais que participe da gestão de fundos privados de coinvestimento com a própria rede de investidores, mas tem uma presença bem ativa na análise de oportunidades e gestão de rede de investidores. Hoje em dia, ela já conta com mais de

200 investimentos realizados desde 2011, mais de 20 investimentos realizados ao ano e uma rede de investidores qualificados, que vão desde ex-empreendedores e executivos de mercado, até profissionais autônomos e investidores profissionais. Durante o ano, são analisadas por volta de 1.000 *Startups*, reunindo diversos tipos de avaliação empresarial como avaliação financeira, de time, de modelo de negócios, etc.

O investimento anjo, tipicamente realizado em estágios iniciais de desenvolvimento das *Startups*, precede (na maioria dos casos) o investimento via CVC, mas ambos compartilham a característica de buscar agregar não apenas capital financeiro, mas também a geração de valor para o seu portfólio de forma mais presente e intensa (Anjos do Brasil, s/ d.). Durante esse período, o autor esteve envolvido em atividades que incluíram investimento direto em *Startups*, coordenação de processos de seleção, condução de investimentos em grupo, e orquestragem de coinvestimentos com diferentes agentes do mercado, o que estimulou uma visão ampla sobre os mecanismos de geração de valor em investimentos de risco.

1.2 EMBASAMENTO TEÓRICO FORNECIDO PELA GRADUAÇÃO

A graduação em Engenharia de Produção forneceu uma base teórica sólida para o desenvolvimento deste trabalho, com destaque para algumas disciplinas que se mostraram particularmente relevantes:

- Gestão da Qualidade de Produtos e Processos: Esta disciplina trouxe *insights* sobre o gerenciamento por processos, essenciais para a tomada de decisões estratégicas e para a priorização de ações que agreguem valor às *Startups* em desenvolvimento.
- Gestão Estratégica da Produção: A análise de ambiente, estratégias funcionais e critérios competitivos estudados foram fundamentais para compreender como oferecer suporte estratégico às *Startups* e como se destacar em relação a outros fundos de investimento.
- Projeto de Novos Empreendimentos: Este curso forneceu uma compreensão aprofundada do mercado de *Venture Capital* e dos desafios enfrentados na criação de novos negócios, conhecimentos que são aplicáveis diretamente na

priorização das necessidades das *Startups* e na compreensão do cenário competitivo atual.

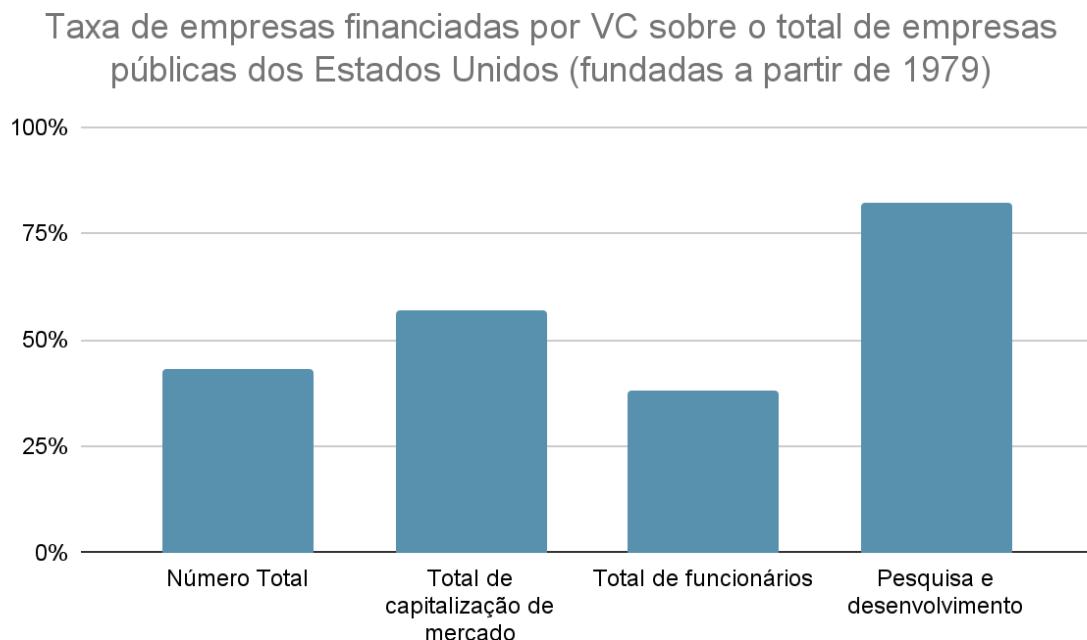
É importante notar que muitas outras disciplinas ajudaram de maneira indireta para a formação necessária para a condução de um trabalho como este. Aqui foram destacadas aquelas que tiveram um impacto mais direto na criação de conhecimentos específicos para a análise do mercado de CVC.

Definido o contexto do autor, podemos seguir para a motivação e o contexto do tema de estudo, que nos levará aos objetivos do trabalho e sua fundamentação teórica.

1.3 MOTIVAÇÃO E CONTEXTO DO TEMA DE ESTUDO

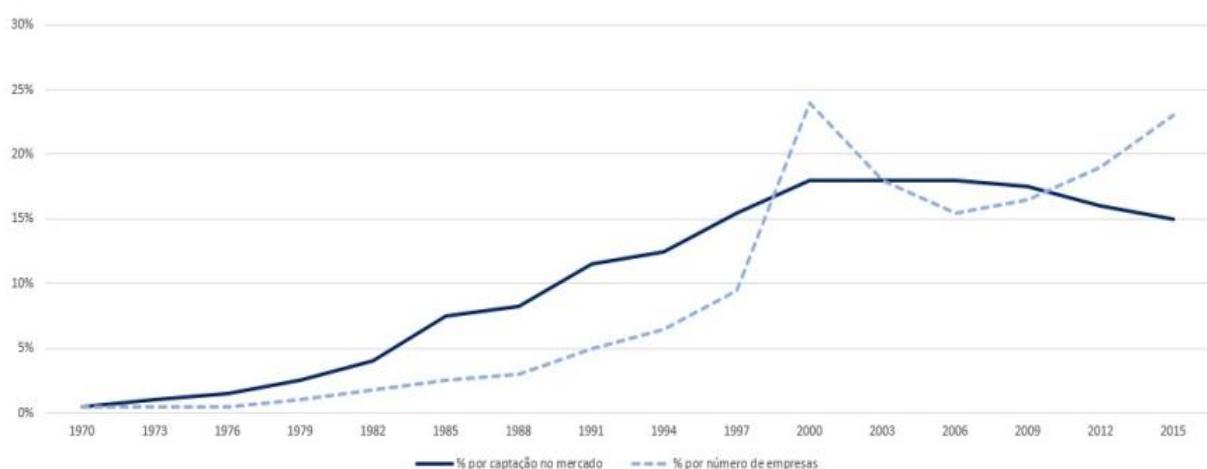
Dentre as motivações principais para a escolha do CVC como tema de estudo estão: (i) a consolidação do modelo de investimento de *Venture Capital* (VC) como parte integrante do desenvolvimento tecnológico e a disruptão de setores (conforme abordado nas figuras 1 e 2, abaixo); (ii) o potencial de alavancagem da natureza do modelo de CVC (segundo avaliado com membros da empresa trabalhada, tanto empreendedores como investidores inseridos no ecossistema de investimentos corporativos); (iii) a entrada do modelo de CVC no Brasil, aliado à imaturidade do ecossistema nacional; no Brasil, um terço dos veículos de investimento de CVC que existem hoje foram fundados somente em 2022 e 73% dos fundos criados de 2020 a 2023 (ABVCAP, 2024); e (iv) com a alta oferta de capital de risco, a necessidade de competição dos veículos de CVC em pontos adjacentes ao dinheiro investido, como a geração de valor no portfólio.

Figura 1 - Porcentagem das empresas públicas norte-americanas investidas por VC



Fonte: Strebulaev e Gornall, 2015.

Figura 2 - Histórico da participação das empresas investidas por VC na bolsa americana



Fonte: Strebulaev e Gornall, 2015.

Durante a revisão bibliográfica, a natureza da geração de valor em um portfólio de CVC será destrinchada de modo a revelar quais são os dados que apontam tais tendências e como esses movimentos de mercado têm impactado o investimento em inovação por meio das grandes corporações. Fato é que a maioria dos CVCs tem olhado para o lado estratégico como forma de competição (e diferenciação) e validação do modelo para além do capital de risco. Até 2023, quase 75% dos veículos de CVC americanos apontam para um direcionamento de resultados simplesmente estratégicos (42%) ou com uma combinação de estratégicos e puramente financeiros (32%) (Gallagher; Eggen, 2023). Desse modo, se mostra importantíssimo trabalhar o tema de geração de valor em sinergias estratégicas para a consolidação e amadurecimento do modelo de CVC no Brasil.

1.4 OBJETIVOS DO TRABALHO

Nesse contexto, observa-se que a maturação do ecossistema de investimento em *Startups*, com a entrada cada vez maior de corporações, estabelece uma maior concorrência entre os agentes. A geração de valor no portfólio de um CVC é uma das maiores maneiras de diferenciação do investidor, tendo por base todo o potencial de criação de sinergias estratégicas da operação da corporação com a *Startup*. Esse diferencial competitivo se dá tanto frente aos fundos de investimento de VC tradicionais, que não possuem a estrutura de uma grande empresa por trás, como dentre as operações únicas de cada corporação que adentra esse mercado.

Sendo assim, o objetivo principal deste trabalho é tipificar os diversos modelos de geração de valor do investimento via CVC, explorando e categorizando as diferentes formas pelas quais os investimentos de CVC podem criar valor para *Startups* de diferentes fases e setores. Dessa maneira, se torna possível analisar na prática o valor gerado por cada categoria, entendendo o impacto nas *Startups*.

Esse objetivo visa fornecer uma compreensão mais profunda e prática do papel do CVC no ecossistema de inovação e contribuir para o desenvolvimento de estratégias mais eficazes para a criação de valor dentro dos portfólios de veículos de CVC.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho está organizado da seguinte forma:

- Introdução: Apresenta o tema do estudo, a estrutura do trabalho, informações sobre o autor e a motivação para a escolha do tema e dos objetivos do trabalho;
- Fundamentação Teórica: Desenvolve as principais referências bibliográficas sobre o tema, abordando conceitos fundamentais sobre *Corporate Venture Capital*;
- Metodologia: Descreve e justifica os métodos utilizados para coleta e análise dos dados, incluindo entrevistas com *Startups* e corporações;
- Resultados: Apresenta e discute os resultados das entrevistas com *Startups* e corporações, detalhando a geração de valor percebida por ambos os lados;
- Considerações Finais: Resume os principais achados e limitações da pesquisa, além de discutir as implicações para a prática e futuras pesquisas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 O CONCEITO DE CORPORATE VENTURE CAPITAL

A curva da evolução, principalmente quando tratamos de progresso tecnológico, não é linear, mas sim exponencial, e os diferentes tipos de inovação maximizam as constantes mudanças que exigem novas mentalidades e atitudes (Spina, 2020). As grandes corporações não podem ficar à margem do contexto social que estamos passando e, “historicamente, as empresas sempre confiaram na capacidade de suas próprias equipes para se manterem competitivas no mercado” (Fuentes, 2021). Por muitas vezes com foco no desenvolvimento de produtos ao consumidor, as empresas desenvolveram estratégias de gestão, produção, distribuição e construção de marca para se manter gerando valor para os *stakeholders* envolvidos em todo o ecossistema da Companhia. Neste contexto, a inovação sempre foi muito valorizada, como mecanismo de manutenção de competitividade, até mesmo utilizada como barreira de entrada, já que envolvia uma quantidade exorbitante de capital para P&D (construção de laboratórios, contratações, equipamentos, testes e erros). Grandes empresas americanas como DuPont, IBM e AT&T investiram bilhões de dólares para o desenvolvimento de novas tecnologias que revolucionaram o mercado e prevaleceram sobre seus concorrentes (Chesbrough, 2003).

Entretanto, a “inovação fechada” - como é conhecida a prática de inovar dentro das fronteiras corporativas - passou a ser questionada como ferramenta principal, com o influxo de novos entrantes nos mercados sem muito capital disponível inicialmente, mas com estratégias enxutas, flexibilidade e metodologias empreendedoras e ágeis. O avanço tecnológico, com a constante democratização da informação e conectividade, semeou o solo para o crescimento de organizações que enfrentassem o *status quo* dos seus setores e crescessem rapidamente, se tornando grande parte da economia do mundo (Huizingh, 2011).

Caracterizadas pelo investimento de risco (VC), as *Startups*, são instituições de natureza inovadora e tecnológica de crescimento exponencial. Normalmente, esse crescimento é alavancado com o capital de risco (fundos, anjos, créditos, editais, etc.), e

um modelo de queima de caixa para alcançar uma rápida expansão. As estruturas corporativas tradicionais começaram a enfrentar desafios significativos para manutenção das suas posições de domínio, o que levou ao desenvolvimento de estratégias de inovação mais baseadas em recursos externos, um processo conhecido como “inovação aberta”. Essa abordagem permitiu que as empresas incorporassem novas ideias e tecnologias por meio de colaborações com entidades externas, adaptando-se melhor às rápidas mudanças do mercado (Spina, 2020).

Cunhado em meados de 1960, nos Estados Unidos da América (EUA), o termo *Corporate Venture Capital* (CVC) é o esforço empreendido por grandes empresas para monitorar e articular aquisições (minoritárias) de novas empresas em áreas relacionadas às suas bases tecnológicas (Tadeu *et al.*, 2020). Apesar de existirem as diversas práticas de cooperação entre grandes empresas e projetos emergentes (como *hackathons*, incubações, parceiras comerciais, etc.), assim como a compra ou fusão (do inglês, *M&A - mergers & acquisitions*), o CVC representa o nível máximo de comprometimento e maturidade entre as partes (Mendonça, 2022), o investimento em participação societária estrutura um casamento entre as partes e alinha os interesses dos diversos *stakeholders*.

Desde então, alguns especialistas do setor caracterizam cinco diferentes ondas do CVC até que cheguemos atualmente. As diferentes ondas de CVC marcam distintos períodos de adaptação e evolução no relacionamento entre grandes corporações e *Startups* inovadoras (Mendonça, 2022). De acordo com Mendonça (2022), a primeira onda do CVC, iniciada na década de 1960, marca o começo dos esforços das grandes corporações para se engajarem diretamente com *Startups* tecnológicas inovadoras. Durante esse período, o sucesso na bolsa de valores e do VC independente incentivaram a criação de veículos cujo objetivo principal era o de complementar os esforços internos de pesquisa e desenvolvimento das empresas via investimentos externos. Esta onda foi caracterizada por um foco em adquirir tecnologias que poderiam ser integradas aos produtos e serviços existentes das corporações, visando fortalecer suas posições de mercado contra concorrentes tradicionais.

Avançando para a segunda onda, que ocorreu nos anos 1970 até meados dos anos 1980, o incentivo foi outro: o baixo retorno nos investimentos tradicionais, e o surgimento de grandes corporações de tecnologia (*Apple*, *Microsoft*, *Oracle*),

impulsionam o investimento de risco. Em seu pico de investimentos, o CVC estava presente em aproximadamente 12% dos investimentos em *Startups* na onda chamada “Onda do Surgimento do Vale do Silício” (Mendonça, 2022).

A terceira onda, conhecida como a "Onda da Euforia Pontocom", ocorreu no final dos anos 1990 e início dos anos 2000. Este período foi marcado por um enorme otimismo e investimento substancial em empresas de internet e tecnologia, impulsionado pelo *boom das dotcom* (período de alto crescimento de empresas nativas da internet). As corporações investiam agressivamente em *Startups* de tecnologia na esperança de capitalizar sobre as promessas de um novo paradigma econômico digital. No entanto, essa onda terminou abruptamente com o estouro da bolha da internet (Figo, 2020).

Durante a terceira onda, o mundo observou um crescimento exponencial da oferta de capital privado - os menos de US\$ 10 bilhões investidos nos EUA em 1995 se tornaram quase US\$ 70 bilhões em 1999 (incluindo VC e CVC) (Gompers, 2002). Essa consolidação da visão global em relação ao desenvolvimento a partir de capital de risco, cada vez mais direcionava as corporações para esse exercício - há muita disponibilidade de capital no mercado e competição pelo financiamento da inovação (Green, 2011).

Porém, da mesma maneira que se cresce o apetite por investimentos (acompanhado por resultados financeiros), o mercado se extingue com o estouro da bolha pontocom. A quarta onda, de 2003 a 2009, representou a consolidação do CVC como uma ferramenta estratégica para a inovação corporativa, fugindo dos parâmetros financeiros que guiavam as teses de investimento. Neste período de queda dos resultados globais, as grandes empresas passaram a usar seus investimentos em *Startups* não apenas para incorporar novas tecnologias ou entrar em novos mercados, mas também para fomentar uma transformação mais ampla em suas culturas e processos internos. O CVC é utilizado para estabelecer parcerias de longo prazo com *Startups*, promovendo uma inovação aberta e contínua, que alinha os interesses estratégicos de longo prazo das corporações com os objetivos das *Startups*.

Essa evolução do CVC reflete uma mudança fundamental na maneira como as grandes empresas percebem e se engajam com o ecossistema de inovação. Através dessas ondas, e a consolidação da quinta onda, o CVC se transformou, de uma tática exploratória inicial, para se tornar uma componente crucial da estratégia de inovação

corporativa, enfatizando a importância da adaptação e da colaboração contínuas em um ambiente de negócios que é cada vez mais dinâmico e orientado pela tecnologia (Amorim, 2023 apud Valetec, 2023).

Atualmente, o CVC é bem estruturado no ecossistema dos Estados Unidos: em 2021, ano de pico de investimentos, os EUA apresentavam 614 veículos ativos de CVC (Green, 2011); globalmente, os CVCs participaram em 52% do valor investido em 2022 e 26% dos negócios feitos, dada a tendência de entrarem em rodadas mais *late-stage* (*Startups* mais maduras e cheques maiores) (Green, 2011). Em âmbito nacional, porém, a prática é muito recente.

Vimos algumas iniciativas como a entrada da Intel Capital (braço de CVC da Intel) no final da década de 1990 e duas vendas de sucesso da Votorantim Novos Negócios para a Monsanto em 2008 (Barros, 2012). Porém, foi a partir de 2012, com a Wayra (aceleradora internacional do grupo espanhol da Telefônica) e do InovaBra Ventures (do Banco Bradesco), que as iniciativas começaram a se disseminar mais largamente (Spina, 2020). De acordo com pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (FGV) com as 134 principais gestoras de *Private Equity* e VC em atuação no Brasil, apenas 2 empresas realizavam a prática de CVC em 2008 - já das 100 maiores corporações apenas 6 possuíam tal direcionamento em 2020 (Tadeu et al., 2020). Avançando na linha do tempo, em estudo da *IESE Business School University of Navarra* (2020), 20% das grandes corporações brasileiras já tinham realizado investimentos em *Startups* em 2019 - um avanço interessante, mas bem distante dos 75% das empresas do *Forbes 500* (EUA) no mesmo período. De fato, a maioria dos CVCs no Brasil foram criados a partir de 2019 (Fuentes, 2021) - subimos de 18 gestoras ativas em 2018 para 78 em 2022 (Costa; Cordeiro; Bezerra, 2023), mas é necessário notar que a natureza do CVC (normalmente com um único acionista, a corporação-mãe e uma governança baseada nele) possibilita que veículos recuem do mercado em momentos não favoráveis (como o atual, que apresenta uma taxa de juros com alta histórica que desincentiva o investimento de risco), o que pode conferir uma maior variabilidade ao número absoluto de gestoras ativas.

Sendo assim, percebemos que o mundo está observando cada vez mais o CVC como um dos braços estratégicos das grandes Corporações para se manterem competitivas no longo-prazo. No Brasil, o ecossistema embrionário carrega, ao mesmo

tempo, incertezas e oportunidades: as melhores práticas de desenvolvimento de CVCs nacionais ainda não estão disseminadas, mas a sua importância no mercado está sendo provada e será muito bem aproveitada por Corporações e gestores visionários.

2.2 O CONCEITO DE *STARTUP*

O conceito de *Startup* define uma “instituição humana projetada para criar um novo produto ou serviço em condições de incerteza extrema” (Ries, 2019, p. 35), ou seja, é uma empresa que tem os humanos como centrais e atua em mercados ou modelos de negócio dos quais pouco se sabe ainda. Normalmente, uma *Startup* é uma empresa jovem, de bases tecnológicas e com a proposta de resolver um problema de forma replicável e escalável para crescer exponencialmente (Goralewicz, 2016). Na prática, é comum observar um grupo restrito de pessoas fundando empresas e se usando da flexibilidade característica de uma empresa recém-fundada para aplicar metodologias ágeis e construir um produto ou serviço de maneira enxuta, iterando o seu desenvolvimento com os retornos do mercado. Esse modelo inovador de criação de negócios foi possibilitado pelo avanço da internet, que diminui os custos de distribuição, e o crescimento exponencial da capacidade computacional (Lei de Moore), que trouxe ainda mais autonomia e infraestrutura para as empresas digitais (McGregor, 2022).

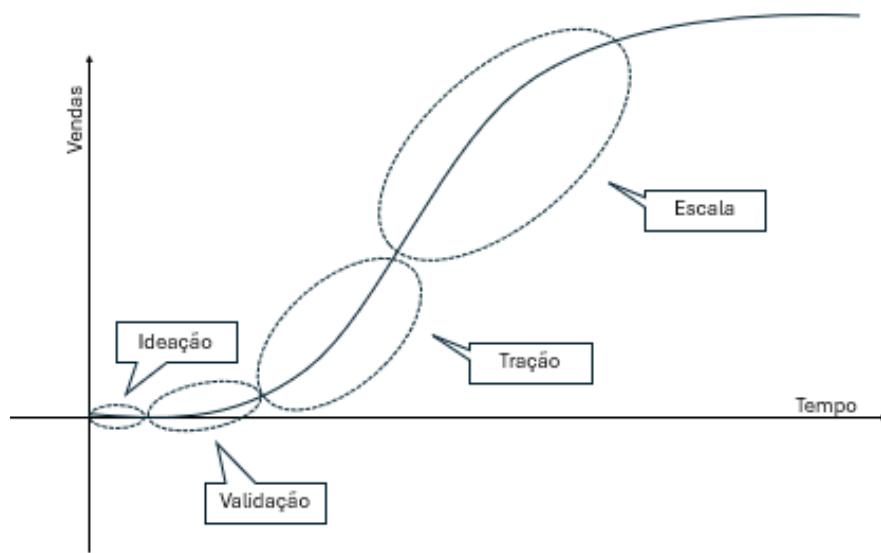
A proposta de crescer rápido e exponencialmente, mesmo com um modelo enxuto, necessita normalmente de grandes influxos de capital, por isso normalmente vemos *Startups* sendo investidas por grandes gestores de capital de risco. A partir do momento em que a *Startup* assume um investidor de risco como sócio, há uma definição estratégica importante sendo assumida: a empresa não está mais visando a geração de caixa para distribuição de dividendos, mas sim o crescimento até que haja algum momento de liquidez para os acionistas, seja uma venda estratégica ou abertura do capital em bolsa (Zoppi, 2023).

Visto esse cenário, especialistas delimitaram diferentes fases de vida de uma *Startup*, e os diferentes tipos de rodada de investimento de capital de risco. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), *Startups* com êxito passam por 4

fases principais: ideação, validação, tração e escala (IBGC, 2019). Cada uma dessas fases possui desafios, agentes capitalistas e entregas distintas.

De início, a fase de ideação tem como objetivo conceber a ideia do negócio, o setor de atuação e o problema que será enfrentado. Normalmente, os empreendedores fazem uma extensa pesquisa de mercado e entrevistas com os diversos agentes do mercado analisados. Nessa fase, pode-se procurar um investimento *pre-seed* (rodada de investimentos anterior ao capital “semente”), que pode vir com investidores anjo e outras pessoas físicas, como família e amigos dos empreendedores.

Figura 3 - Fases de vida de uma *startup*



Fonte: Autoria própria, 2024.

Após delimitar o produto e o mercado, se inicia a fase de validação, na qual é normalmente desenvolvido um produto mínimo, viável e testado na mão dos clientes. Essa fase é importante para ver se há uma compatibilidade entre os interesses dos clientes (frente ao problema atacado) e a solução proposta. Ao fim, com a solução desenvolvida validada, é normal que a empresa inicie uma nova captação para tracionar o produto testado, desde contratando um time maior de produto e tecnologia para robustecer a solução, até contratando um time de *marketing* e vendas para melhorar a ida ao mercado do produto. Essa captação normalmente se chama rodada *Seed* (do

inglês, semente) e já começa a incluir fundos institucionais de investimento (VC ou CVC), além de grupos de investidores anjo ou os chamados super-anjos (investidores pessoa física que investem uma maior quantidade de capital).

A fase de tração se inicia após o produto ser validado e, nessa fase, o principal objetivo é trazer novos clientes e aumentar receita (IBGC, 2019). A escala vem logo após, com a expansão de mercados em termos geográficos, de produto ou até modelo de negócio. Em ambas fases de tração e escala, pelo modelo que as *Startups* trabalham, normalmente se estruturam as rodadas de captação nomeadas “Série A”, “Série B”, “Série C”, “Série D”, e assim por diante até que ocorra a saída por uma venda estratégica ou a captação pública (também conhecida como IPO - Oferta Pública Inicial).

2.3 IMPORTÂNCIA DO CVC NO MERCADO

A presença do Corporate Venture Capital (CVC) tem crescido significativamente no cenário global, particularmente devido à sua capacidade de unir o poderio financeiro e a expertise estratégica das grandes empresas com a inovação e agilidade das *Startups*. O estudo sobre CVCs é oportuno pela necessidade de compreender como as grandes empresas podem se adaptar à rápida evolução tecnológica e manter sua competitividade em mercados globalizados, além de como essa prática pode impulsionar novos entrantes que desafiem o *status quo* e acelerem o progresso tecnológico.

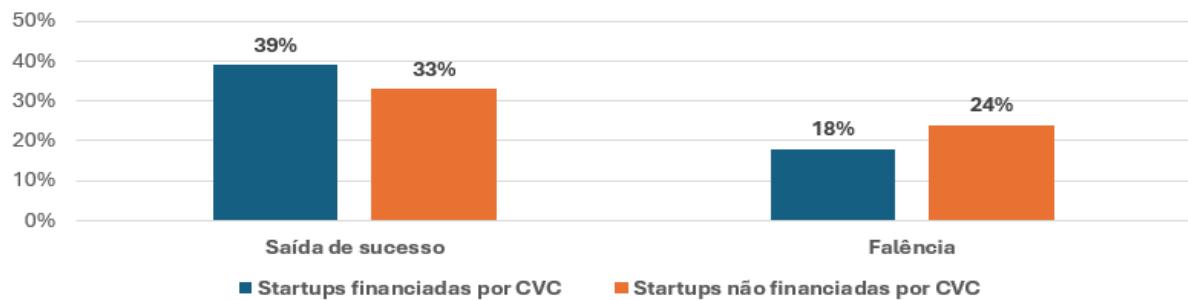
O investimento em CVC difere do VC tradicional principalmente no aspecto de seus objetivos. Enquanto o VC tradicional busca predominantemente retornos financeiros, o CVC alinha investimentos a objetivos estratégicos mais amplos, como o acesso a novas tecnologias, mercados e capacidades de inovação. Isso é corroborado por Chesbrough (2003) que discute como as empresas podem utilizar o CVC para explorar eficientemente a inovação aberta, integrando externamente ideias inovadoras que complementam ou revigoram suas capacidades internas.

Para *Startups*, a criação de valor em portfólios de fundos de VC se apresenta de diferentes maneiras (Fissette, 2024). Os fundos geralmente empregam estratégias que incluem validação da empresa, onde o renome da gestora adiciona uma credibilidade aparente; fornecimento de conteúdo e mentorias através de uma equipe experiente; e o

desenvolvimento de conexões importantes, facilitando a conexão de *Startups* a talentos, novos investidores, fornecedores e clientes (Kupor; Ries, 2019). Essas conexões são, na prática, uma extensão de habilidades que bons empreendedores já possuem, e por muitas vezes os fizeram chegar na gestora em si. Por outro lado, um CVC nasce com uma estrutura de grande corporação - contatos específicos de setor, base de clientes extensas, boas condições com fornecedores e parceiros comerciais, etc. Essa capacidade de extensão do valor criado pela corporação-mãe se mostra nos dados: 39% das *Startups* financiadas por CVC realizam exits (venda da empresa) de sucesso comparado com 33% das empresas não financiadas por CVC; vão à falência 18% das financiadas por CVC e 24% das não financiadas por CVC (Green, 2011). É uma tendência dos fundos de CVC o direcionamento para uma visão claramente estratégica (de investir em *Startups* sinérgicas com a atividade principal da Companhia, muitas vezes acompanhadas por contratos comerciais) - de 2022 para 2023, houve um aumento em 31% na porcentagem de investidores puramente estratégicos, sendo que hoje 74% dos veículos de CVC têm uma visão estratégica ou híbrida (estratégica e financeira) (Gallagher; Eggen, 2023).

Figura 4 - Saídas de empresas financiadas e não financiadas por CVC

Resultados de startups com e sem financiamento de CVC



Fonte: Autoria própria baseada em Gallagher e Eggen, 2023.

Para um contexto macroeconômico, pensando no influxo de capital nas *Startups* nacionais, há uma elasticidade menor do CVC em relação ao VC frente às oscilações do mercado global por sua natureza mais flexível (na maioria das vezes contando com um único sócio investidor e gestores subordinados à corporação-mãe). Além disso, grandes corporações precisam investir constantemente em inovação para se manter competitivas,

independentemente de fatores como as taxas de juros (Zeiger; Swirski, 2024, apud Tondo, 2024). Por exemplo, em 2023, por motivos primariamente macroeconômicos (taxa de juros em alta histórica), o número de CVCs ativamente realizando investimentos caiu em cerca de 41% (Costa; Cordeiro; Bezerra, 2023) - do outro lado, no mesmo período o investimento em *Startups* caiu aproximadamente 81%, com uma representatividade de CVCs na composição de investidores quase dobrando de valor. É possível inferir que, sob essa perspectiva, o CVC é, ao mesmo tempo, mais flexível e mais resistente ao movimento de mercado por sua natureza de ligação direta a uma corporação (possibilitando que se capte um fundo sem ir a mercado) e pelo enfoque estratégico dos investimentos.

Visto isso, como no Brasil o CVC continua em uma fase relativamente embrionária, há uma grande oportunidade se desenvolvendo. Como afirma Zeiger e Swirski, 2024 apud Tondo, 2024, “não é mais uma questão de se precisa ou não precisa, mas de quando será feito o CVC”. Segundo Prats e Siota (2020), em relatório da *IESE Business School* em colaboração com a Wayra, o número de programas de CVC no Brasil e na América Latina tem aumentado, indicando um reconhecimento crescente da importância dessas iniciativas. O ambiente regulatório favorável, a crescente digitalização das economias e a emergência de *hubs* tecnológicos em cidades como São Paulo e Rio de Janeiro apresentam uma oportunidade única para o desenvolvimento de CVCs na região.

Uma oportunidade que também se desenrola como um problema: “muitas empresas podem se perder na jornada de implementação de um CVC por vislumbrar uma finalidade sem ter um processo bem estruturado.” (Costa; Cordeiro; Bezerra, 2023, p. 31). Nesse caso, a finalidade de se manter competitivo no longo prazo não é atingida pela falha na estruturação do veículo. Hoje, globalmente, a média de tempo de vida de um CVC é de meros 4 anos (Maxwell, 2023) e quase 73% dos fundos de CVC do Brasil estão em fase inicial, tendo sido fundados a partir de 2020 (ABVCAP, 2024).

Essa instabilidade apontada destaca a urgência de abordar os obstáculos internos e estratégicos que comprometem a eficácia dos CVCs, diretamente relacionados ao sucesso das *Startups*. Existem diversos desafios a serem enfrentados na estruturação de um CVC. Entre eles: (i) a capacidade de atrair boas *Startups*, por meio da construção de um relacionamento com os agentes do ecossistema, é uma grande barreira de

entrada; (ii) a estruturação interna de um veículo de investimento, sem um time de gestão 100% dedicado, atrelado aos colaboradores da Companhia “traz grandes chances de fracasso pela falta de tempo, *know-how* e priorização do longo prazo (o importante) versus o curto prazo (o urgente)” (Spina, 2020, p. 42); (iii) a necessidade de geração de resultados estratégicos frente às resistências internas das Companhias; e, por fim, (iv) a falta de adequação da estrutura jurídica do veículo ao universo dos CVCs.

Nas próximas seções, delimitaremos um perfil geral dos veículos de CVC nacionais, mapeando suas características principais, em paralelo com o ecossistema dos EUA.

2.4 PERFIL DOS PROGRAMAS DE CVC

A fim de mencionar o leque de possibilidades de estruturas dos programas de CVC, além de desbrinchar as principais particularidades desses veículos, abaixo foram delimitadas alguns dos atributos principais dos CVCs: (i) perfil das Corporações e maturidade do CVC; (ii) estrutura do veículo de investimento; e (iii) tese de investimento.

2.4.1 Perfil das Corporações e maturidade do CVC

No Brasil, a criação de programas de Corporate Venture Capital (CVC) tem crescido significativamente nos últimos anos. A maioria dos programas foi estabelecida nos últimos quatro anos, com um terço fundado somente em 2022 e 73% dos fundos criados de 2020 a 2023. Isso destaca um movimento embrionário, mas acelerado das corporações brasileiras para se engajar ativamente no ecossistema de inovação, uma tendência que reflete o reconhecimento do valor estratégico e de longo prazo que *Startups* e novas tecnologias podem trazer. Observando o orçamento dos fundos do Brasil, 45% dos fundos estão em fases de estudo ou tem até R\$ 50 milhões reservados em 2023, comparado com os 33% do ano anterior (ABVCAP, 2024), expressivamente distante dos valores globais de CVCs - média de USD 146 milhões para novos fundos e USD 319 milhões para fundos subsequentes (Gutnick, 2024).

Hoje, 81% das corporações engajadas nesse tipo de investimento são brasileiras, com 77% com receita menor que R\$ 50 bilhões/ano. As Corporações são majoritariamente do setor financeiro (aproximadamente 42%, exemplos: Bradesco e B3), seguido pelo setor industrial (cerca de 31%, exemplos: Braskem e Ambev), de energia (cerca de 23%, exemplos: edp e Engie), TI (cerca de 18%, exemplos: Qualcomm e TOTVS) e saúde (cerca de 13%, exemplos: Albert Einstein e Dasa) (ABVCAP, 2024).

Globalmente, 79% dos CVCs entrevistados foram fundados após 2014, mostrando um padrão similar de crescimento em muitos países, e agora estão passando pelo primeiro ciclo de baixa no número de CVCs ativos (alta na taxa de juros), com uma baixa de 53% entre 2022 e 2023 (Gallagher; Eggen, 2023). No Brasil, tal baixa foi de 41% - de 78 para 46 CVCs ativos (Fuentes, 2021).

2.4.2 Estrutura de veículos de CVC

Em relação à estrutura do veículo, mesmo que a grande maioria dos gestores brasileiros utilize o modelo de um único cotista, tendo a Corporação como a única investidora, há outra tendência no cenário brasileiro. Atualmente 26% dos CVCs adotam modelos multi-corporativos, que conseguem alinhar interesses de várias corporações e distribuir os riscos associados ao investimento em *Startups* (ABVCAP, 2024). Tais modelos também existem em um contexto global - veículos que conferem uma certa independência e autonomia ao fundo, mas diminuem o potencial de sinergias estratégicas com a Corporação (Gallagher; Eggen, 2023).

Além dos CVC *multi-LP* (nome dado quando o fundo é composto por mais de uma Corporação como cotista), é uma prática comum a participação de fundos de CVC em outros fundos de VC, terceirizando a gestão dos seus investimentos. No ano de 2023, porém, essa prática caiu de 35% para 30% dos fundos de CVC com alocações em fundos de VC, sendo que 21% têm de 3 a 5 posições em outros gestores de VC. Tais relacionamentos com outros players geram valor para os CVCs por meio do co-investimento em empresas-chave do portfólio e uma consulta para revisão de funil de *Startups*-alvo analisadas (ABVCAP, 2024).

2.4.3 Tese de investimento e desenvolvimento de negócios

Por tese de investimento se entende como os fundos de CVC tomam suas decisões sobre seus investimentos. Na tese, se explicita quais as *Startups (targets)* que serão investidas (estágio, setor, etc.), como será o aporte (tamanho de cheque, número de cheques, liderar ou não rodadas, etc.), qual a relação que será desenvolvida entre a *Startup* e a Corporação (negócios gerados, governança, etc.), a estratégia de saída e indicadores para mensurar sucesso. “Em resumo, a tese é a premissa que define no que o CVC vai investir e, principalmente, o porquê” (Spina, 2020, p. 82).

Existem algumas classificações mais abrangentes para determinar qual o objetivo de cada investimento de CVC e estratégia do programa. Uma delas, de acordo com Spina (2020), separa os objetivos em 3 pontos principais:

- Fortalecer objetivos estratégicos: Reforçar continuamente o negócio principal, identificando inovações que podem constituir uma ameaça, deficiências das suas próprias capacidades para competir no futuro e melhorar a eficiência da P&D interna;
- Complementar objetivos estratégicos: Reforçar continuamente o negócio principal, estimulando a demanda pelos produtos existentes da corporação, aprimorando processos, capacidades, atitudes e criando um ecossistema para o negócio principal;
- Expandir objetivos estratégicos: Identificar novas tecnologias e mercados para agregar áreas distantes ao objeto principal de trabalho da corporação, estar à frente da concorrência e adquirir os insumos (conhecimento, matéria-prima, posicionamento, etc.) para o desenvolvimento de novos produtos e modelos de negócio.

2.4.3.1 Perfil dos investimentos e *targets*

Os CVCs no Brasil estão principalmente focados em investimentos em *Seed* e *Early Stage* (Séries A e B) (capital para “estágios iniciais”, geralmente para iniciar a escala e tração do negócio), o que reflete uma estratégia de captar inovações em seus estágios

iniciais (ABVCAP, 2024). Essa estratégia, porém, tem raízes na pequena dimensão financeira do mercado de VC no Brasil, que não apresentou rodada de mais de USD 100 milhões no primeiro semestre de 2024, comparado aos EUA que tiveram pelo menos 29 rodadas nesta casa de grandeza (CBINSIGHTS, 2024).

As teses de investimento dos CVCs brasileiros têm sido focadas na América Latina, com 97,3% dos fundos, e 51,4% exclusivamente para o Brasil. No Brasil, os investimentos têm sido atraídos por setores que o Brasil já se destaca em quesitos regulatórios e são sinérgicos com o principal setor das corporações-mãe que implementaram CVCs, como o setor financeiro (USD 1.062 milhões), ou outros que podem ser suporte, mas não o setor principal da corporação-mãe, como o setor imobiliário (USD 773 milhões), seguido por varejo (USD 302 milhões) e cadeia de suprimento (USD 252 milhões) (Fuentes, 2021). As Corporações têm utilizado *insights* (percepções) estratégicos e engajamento comercial como principal direcionador estratégico, deixando pouco foco para acesso a novos mercados, valorização da marca corporativa e mudança de cultura como direcionadores (ABVCAP, 2024).

Juntando isso com a expectativa de um ano com uma queda na taxa de juros, 45% dos CVCs pretendem realizar de 0 a 3 investimentos esse ano e outros 45% de 4 a 6, o que demonstra um apetite por alocar capital em 2024 (ABVCAP, 2024). Esses investimentos poderão ser estruturados e liderados pelos veículos de CVC (com 82% dos veículos confortáveis em liderar rodadas) ou somente aderidos pelos CVCs (com 60% dos veículos confortáveis em seguir investidores-líderes).

2.4.3.2 Estratégias de saída

O perfil das *Startups* investidas está estritamente relacionado com a estratégia de saída. Como qualquer outro fundo de investimento, a estratégia de desinvestimento, ou saída (*exit*), e avaliação de desempenho, é o que gera a liquidez e o retorno aos acionistas do fundo e empreendedores da *Startup*.

Na prática, existem duas grandes estratégias das quais os CVCs se utilizam: o desinvestimento financeiro, que chamaremos de “estratégia de venda”, e o desinvestimento estratégico, que chamaremos de “estratégia de compra” (Spina, 2020).

A estratégia de venda é a mesma maneira em que o mercado de VC funciona, há um interesse financeiro em crescer a *Startup* para que, no futuro, o fundo consiga vender sua participação para um terceiro agente por um valor superior ao valor que foi pago. Há cinco principais caminhos que esta venda pode tomar: (i) a “estratégica” (venda para outra empresa); (ii) a de patrocinador para patrocinador (venda da participação para outro agente financeiro); (iii) a recompra (a venda para o proprietário); (iv) o IPO (venda das ações em oferta pública e abertura do capital da *Startup*); e (v) liquidações ou baixas (falência) (Sodré; Sgavioli, 2022).

Figura 5 - Rotas de saída para investimentos de capital de risco investidos e desinvestidos entre 1984 e maio de 2021



Fonte: Insper; Spectra; ABVCAP, s/ d. apud Sodré; Sgavioli, 2022.

Nesses casos, é importantíssimo que o CVC esteja alinhado desde o investimento com a *Startup* sobre a intenção de saída. O investidor geralmente vai negociar uma preferência no valor recebido da venda e, após a distribuição preferencial, os investidores e empreendedores são pagos o restante do valor acordado na venda (Spina, 2020). O processo de venda é complexo, tendo diversas cláusulas originais do contrato de investimento e do acordo de venda que podem causar desalinhamento de interesses, como o *drag-along* (o sócio majoritário pode obrigar os minoritários a venderem sua participação caso haja uma venda) e o *earn-out* (cláusula que garante que os sócios

fundadores terão que ficar no negócio mesmo após a venda), mas geralmente o interesse do CVC é o mesmo: maximizar o valor da *Startup*. Dessa maneira, a tese principal da qual o CVC vai seguir é que com o investimento financeiro realizado, além da geração de sinergias e alavancagens estratégicas com a Corporação, ele consegue agregar valor para o crescimento exponencial e rápido da *Startup*, gerando retornos iguais (ou até maiores) do que de fundos tradicionais de VC.

Por outro lado, a estratégia de compra aparece quando a operação da *Startup* tem um valor estratégico à Corporação. Ao final do ciclo de investimento, a própria Corporação realiza a aquisição da *Startup* investida pelo seu CVC, incorporando a empresa na sua operação. Nesse caso, o CVC pode ser considerado uma estratégia complementar ao exercício de *M&A* da Corporação. Essa compra acontece de duas principais formas, já combinando inicialmente (no investimento) quais seriam os termos dessa aquisição (por exemplo, um múltiplo sobre o *EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) da *Startup* após um determinado tempo), ou mantendo um direito de preferência na compra baseado em ofertas de terceiros (Spina, 2020). Essa tese, porém, pode gerar uma certa aversão para outros VCs e CVCs que considerariam investir na *Startup*, pois estabelece um teto para uma eventual venda da empresa. Fundos de capital de risco investem normalmente com a mentalidade de um crescimento expressivo que pode ser limitado por cláusulas assim.

Atualmente, entre 70% e 90% dos *M&As* falham (Kenny, 2020) e 73% do valor perdido em grandes aquisições é causado por (i) desacordo em preço; (ii) questões regulatórias; e (iii) questões políticas (Bahreini *et al.*, 2019). Ademais, há diferenças estruturais quando falamos de *Startups* e grandes corporações, que vão de distâncias culturais, de incentivos e *modus operandi* (Spina, 2020). Dessa maneira, a integração do programa de CVC e *M&A* pode aparecer como uma alternativa interessante às grandes compradoras, fazendo com que a aquisição não apenas preserve, mas também gere valor para além do que já existe entre ambas empresas. Além de já poder garantir que as condições comerciais, regulatórias e políticas sejam bem estabelecidas e trabalhadas a priori, a Corporação detentora de um investimento via CVC vai conseguir um preço melhor do que o mercado, no mínimo descontando a sua participação atual no negócio.

Na prática, os CVCs se utilizam das duas estratégias simultaneamente, tendo em seus portfólios *Startups* com valor estratégico em uma futura aquisição e outras que serão vendidas. No Brasil, há um longo caminho até que se integre o investimento com a aquisição. Apenas 49% dos CVCs nacionais possuem uma postura de ajudar a equipe de M&A da Corporação a encontrar possíveis alvos de aquisições (e 15% não possuem divisões específicas de M&A nas Corporações) e somente um terço já teve ou pretende ter *Startups* do seu próprio portfólio adquiridas pela sua Corporação (ABVCAP, 2024). No mercado estadunidense, dado sua maior maturidade, é possível especificar melhor as teses de investimento, dado a maior base de dados históricos. Em 2023, 42% dos fundos americanos se declararam com tese puramente estratégica, 26% puramente financeira e 32% híbridas (que pode ser tanto na saída como no seu critério de sucesso) (Gallagher; Eggen, 2023).

2.4.3.3 Métricas de avaliação do CVC

São exemplos de indicadores de desempenho estratégico, os indicadores baseados em atividades realizadas (como o número de *Startups* avaliadas e o número de projetos realizados com a Corporação), utilizado por 97% dos veículos; casos de sucesso reais de impacto positivo, 70%; e *ROI (Return on Investment)* de impacto comercial, 52%. Em relação aos indicadores de desempenho financeiro, vemos: múltiplos *cash on cash* (retorno absoluto frente ao capital investido), com 97%; TIR (Taxa Interna de Retorno), com 79%; ROIC (Retorno Sobre o Capital Investido), com 62%; e o número de saídas, com 52% (ABVCAP, 2024). Como é possível observar, existe uma variedade de métricas para avaliar o retorno sobre os investimentos, combinando indicadores financeiros e estratégicos para uma visão completa do desempenho. Assim, se possibilita uma análise detalhada do impacto e do sucesso dos investimentos realizados. Nos estudos avaliados, não foram desenvolvidas métricas de avaliação que contemplem as sinergias estratégicas trabalhadas pelas corporações, o que pode ser visto como um risco aos incentivos dados para o desenvolvimento de ações em conjunto com as empresas do portfólio.

2.5 RELAÇÃO ENTRE A STARTUP, O CVC E A CORPORAÇÃO-MÃE

Assim como nos programas de VC, o investimento de CVC não contempla somente o aporte financeiro, mas toda a bagagem do CVC e da corporação-mãe para que o sucesso das *Startups* do portfólio seja maximizado. A criação de valor além do aporte financeiro dos CVCs para *Startups* compreende todas as atividades que utilizam recursos e capacidades ao longo da cadeia de valor da corporação-mãe, complementares aos ativos da nova empresa, resultando assim em uma diferenciação competitiva (Bugl; Balz; Kanbach, 2022). De acordo com Spina (2020), abaixo estão alguns exemplos de ativos que a que as empresas “trazem para a mesa”, tipificando as formas de geração de valor dos CVCs:

Tabela 1 - Sinergias estratégicas

O que as empresas trazem para a mesa?	Como isso impacta nos investimentos ou aquisições?
Acesso aos clientes e outras redes de contatos	[...], este ativo deve considerar o acesso verdadeiro e a receptividade destes clientes a novas ofertas. Se a corporação consegue ter acesso relevante, isso pode rapidamente fazer o investimento se pagar com o crescimento do negócio. Para isso, é recomendado testar com produtos internos e parcerias a fim de calibrar o real potencial para ser aplicado em um <i>business case</i> , por exemplo.
Capital	Esse recurso é óbvio e não precisa de muita explicação. A questão aqui é como os empreendedores podem ter acesso ao capital. Regras claras e uma boa governança deixam todos envolvidos mais seguros.
Reputação e <i>marketing</i>	Empresas que possuem bom acesso ao mercado e reputação podem alavancar rapidamente novas

	aquisições e investimentos com o seu endosso e acesso aos canais de <i>marketing</i> , como eventos e afins.
Tecnologia	Este ativo é comumente citado, mas sua operacionalização é complicada. Muitas vezes a <i>due diligence</i> (auditoria prévia), antes do investimento, pode identificar o real potencial de sinergia. Além disso, as investidas e adquiridas geralmente vão competir com uma fila de demandas das atuais áreas do negócio.
<i>Backoffice</i> (apoio administrativo)	Nada melhor para empreendedores do que conseguir focar exclusivamente em manter seus clientes felizes, sem se preocupar com “a parte chata”. Este também é um ativo que pode ser perigoso no momento da execução, especialmente se a empresa não possuir um centro de serviços compartilhados estruturado. Além disso, os processos corporativos podem não atender às demandas dinâmicas dos empreendedores. Em muitos casos, é melhor dar independência a promover esse tipo de investimento.

Fonte: adaptado de Spina, 2020

Na prática, todas essas formas de sinergias estratégicas aparecem em momentos e graus distintos. A fim de entender como os CVCs enxergam a geração de valor, observamos uma pesquisa realizada pela Associação Brasileira de Venture Capital, em que as Corporações priorizam tais alavancas da seguinte maneira: acesso aos clientes e outras redes de contato (97% dos investidores entrevistados); tecnologia (83%); *backoffice* (apoio administrativo) (60%); além de outras práticas menos presentes como recursos para testes (53%), reputação e *marketing* (47%) e suporte operacional (27%) (ABVCAP, 2024).

Mesmo com a devida prioridade observada pelos CVCs, dado o caráter embrionário do ecossistema no Brasil, ainda são poucos os investimentos vinculados a

conclusões de contratos de parceria comercial com a *Startup*, sendo que 32% dos CVCs ainda não conseguiram gerar nenhuma receita operacional para a corporação-mãe a partir dos contratos firmados com as *Startups*, e 18% conseguiram até R\$ 1 milhão em novos negócios (ABVCAP, 2024). Portanto, ainda há muito potencial não explorado com esses tipos de parceria estratégica entre CVC e *Startup*, pois as sinergias estratégicas alavancam o resultado do fundo como um todo a longo prazo. Sinergias mais frutíferas, implicam em um maior crescimento da *Startup* e a maximização do valor da venda, em muitos casos.

Porém, há um descasamento de incentivos, quando falamos de métricas de avaliação para sinergias estratégicas (Bugl; Balz; Kanbach, 2022). Enquanto unidades de negócio respondem à corporação, muitas vezes não há um incentivo claro para auxiliarem no processo de criação de valor para as *Startups* investidas. Dessa maneira, a geração de sinergias depende muito de como o objetivo estratégico do CVC para a corporação é bem disseminado em todas as áreas e como são estruturados os incentivos e recompensas na empresa. Os CVCs dependem das forças do seu lado corporativo institucional (Bugl; Balz; Kanbach, 2022), por isso o alinhamento de setores de atuação e interesse das corporações-mãe e *Startups* são fatores importantíssimos para entender o tipo de geração de valor esperada.

3 METODOLOGIA

A fim de avaliar o impacto do valor gerado pelos CVCs nas empresas do seu portfólio, foi realizada uma pesquisa qualitativa baseada em estudos de caso. A decisão por essa abordagem vem do fato de que observar um estudo celebra qualitativamente a riqueza, profundidade, nuances, contexto, multidimensionalidade e complexidade na análise de estudos de caso (Mason, 2017), sendo muito adequada para estudos descritivos ou exploratórios (Creswell, 2008). Como este Trabalho de Formatura tem um objetivo de tipificar e avaliar a criação de valor no portfólio de CVCs, explorando diferentes modelos e avaliando por métodos tangíveis e intangíveis, se justifica a utilização de uma abordagem qualitativa baseada em estudos de caso.

Optando por essa abordagem, é necessário definir um número e perfil de casos que habilitariam um estudo sobre a criação de valor no portfólio de CVCs. Segundo Mason (2017), o tamanho da amostra deve nos ajudar a entender melhor o processo (ou o que tivermos analisando), ao invés de representar uma população. Para o contexto de pequenas empresas, mesmo que poucos, os casos escolhidos devem preferencialmente escolhidos de forma intencional, ao invés do aleatório (Eisenhardt, 1989).

Para a escolha dos estudos de caso deste Trabalho de Formatura, dois fatores foram determinantes: (i) a maturidade da startup, para não distorcer os dados por motivos internos a uma *Startup* em fase de “ideação” ou “validação”, além de perceber que diferentes estágios da empresa necessitam de suportes distintos; e (ii) o alinhamento entre os setores de atuação principais da corporação-mãe e da *Startup*, entendendo, como apontado anteriormente, que as forças corporativas institucionais afetam diretamente o valor construído durante a relação.

Figura 6 - Definição da amostra de estudos de caso



Fonte: Autoria própria, 2024.

A figura 6 acima, apresenta o método utilizado para escolha dos estudos de caso. A princípio foram analisados quatro estudos de caso, cada um indicando as formas de agregação de valor em cada um dos quadrantes apontados, dessa forma é possível entender melhor o objeto de estudo em suas diferentes apresentações:

- “Q1”: *Startup* em fase de maturidade 4 (Escala) e setores principais de atuação entre *startup* e corporação-mãe desalinhados;
- “Q2”: *Startup* em fase de maturidade 3 (Tração) e setores principais de atuação entre *startup* e corporação-mãe desalinhados;
- “Q1”: *Startup* em fase de maturidade 4 (Escala) e setores principais de atuação entre *startup* e corporação-mãe alinhados;
- “Q1”: *Startup* em fase de maturidade 3 (Tração) e setores principais de atuação entre *startup* e corporação-mãe alinhados.

Para entender a criação de valor que de fato ocorreu interna e externamente às *Startups*, as fontes principais de informações de cada caso são os sócios fundadores e diretores das *Startups*. Para cada caso, foi realizada uma entrevista, durante os meses de setembro e outubro de 2024, com o sócio fundador que ocupa a posição de diretor-

executivo da *Startup*. Dessa maneira, será possível entender como as sinergias com a corporação-mãe do CVC são percebidas dentro do contexto da *Startup* e na visão de quem está construindo a empresa. Foram realizadas entrevistas semiestruturadas, para possibilitar a abordagens de temas tangenciais ou surpresas que agregaram para o entendimento central, agendadas com o auxílio da rede de contatos do autor e da instituição que o emprega. A tabela abaixo apresenta o roteiro utilizado para a realização das entrevistas:

Tabela 2.1 - Roteiro de entrevista inicial

Número da Pergunta	Pergunta	Relação com o objetivo	Relação com a literatura
1	Em sua vida empreendedora, quantas rodadas de investimento você realizou? Quais foram os perfis de investidores (VC, CVC, aceleradora, etc.)?	Entender o nível da relação do entrevistado com diferentes perfis de investidores, além de entender qual o momento da entrada do CVC	Definição de fases de investimento e perfis de investidores
2	Qual foi o tamanho de cada rodada?	Entender a relevância financeira e impacto que as rodadas tiveram na empresa, além de entender a magnitude do cheque do CVC	Definição do impacto do investimento financeiro
3	Por que você optou por receber	Entender as motivações por trás	Validar se há uma motivação estratégica

	investimento de um CVC?	da busca por um CVC, motivações iniciais	na busca por CVC
4	Como foi o processo de investimento com o CVC, desde o primeiro contato até a assinatura do contrato?	Entender a origem e o desenvolvimento da relação do entrevistado com o CVC antes do investimento	Definição do impacto da estruturação do CVC no seu processo de investimento
5	Como a sua empresa se encaixa na tese de investimento do CVC investidor?	Entender a visão do entrevistado sobre a tese de investimento do CVC	Definição do alinhamento estratégico esperado antes do investimento
6	Qual a relação da sua empresa com o CVC no dia a dia? Qual a frequência do contato e quais os tipos de contato (reportar, mentoria, conexões, etc.)?	Entender como a relação se estabelece no dia-a-dia da empresa e como a geração de valor pode ocorrer durante o desenvolvimento da empresa	Definição da frequência de contato e tipos de interação
7	Quais são os seus pontos de contato dentro do CVC e dentro da corporação-mãe?	Entender quais são as áreas da corporação-mãe envolvidas com o programa de CVC	Definição da relação CVC e corporação-mãe
8	Como o CVC auxiliou a sua empresa a	Entender o impacto das conexões que o	Geração de valor por “acesso”

	acessar novos clientes ou outras conexões de mercado (fornecedores, parceiros, etc.)?	CVC pode oferecer	
9	Como você percebe a melhoria na reputação, <i>marketing</i> e credibilidade da sua empresa após o investimento do CVC?	Avaliar o impacto da marca do CVC no dia-a-dia da <i>Startup</i>	Geração de valor por “reputação e <i>marketing</i> ”
10	Como a tecnologia da corporação-mãe foi incorporada nas operações da sua empresa?	Entender o valor gerado pela infraestrutura tecnológica da corporação-mãe	Geração de valor por “tecnologia”
11	A sua empresa utiliza serviços administrativos da corporação-mãe (“back-office”, contabilidade, controladoria, etc)?	Avaliar a utilização e valor gerado pelos serviços administrativos da corporação-mãe	Geração de valor por “serviços administrativos”
12	Quais outros valores oriundos da relação com o CVC ou a	Entender se há outros tipos de geração de valor não mapeados	Geração de valor por outros formatos não abordados na

	corporação-mãe surgiram para a empresa?	anteriormente	literatura
13	Em relação aos outros investidores, quais as maiores diferenças da sua relação com eles e com o CVC?	Entender como o CVC se diferencia de outros perfis de investidores	Comparação do valor agregado por VC e CVC
14	Como você avalia sua experiência com o CVC frente às expectativas iniciais?	Entender a relação de como o CVC é percebido e do valor que ele gera	Comparação das expectativas com o resultado

Fonte: Autoria própria, 2024.

A tabela 2.2 abaixo apresenta um resumo do perfil dos casos utilizados como amostra neste estudo. Como o ecossistema de CVC no Brasil ainda é embrionário, foi tomado o devido cuidado para selecionar casos de investimento de CVCs e *Startups* diferentes para extrair o máximo de diferentes experiências e tivesse uma amostra mais representativa do todo.

Tabela 2.2 - Resumo do perfil dos casos estudados

Número da entrevista	Nome do fundador	Setor da startup	Fase da startup	Setor da(s) corporação(ões) - mãe
1	B.C.	Educação	Tração	Bens de Consumo
2	M.C.	Logística Aérea	Escala	Logística Aérea

3	J.M	Logística Portuária	Tração	Logística Portuária
4	P.P.	Logística Rodoviária	Escala	Químico e petroquímico

Fonte: Autoria própria, 2024.

Com as entrevistas realizadas, foi possível extrair a visão dos empreendedores sobre a criação de valor junto ao CVC, para assim comparar os resultados com o que foi pesquisado durante a revisão bibliográfica. Os resultados foram analisados da seguinte forma:

Primeiramente, o conteúdo das entrevistas realizadas foi transcreto. Para a revisão dos textos, foi utilizado o conteúdo da Tabela 1 para classificar quais tipos de sinergias estratégicas e geração de valor percebidos pelo entrevistado foram mencionados em cada momento. Cada item da tabela foi codificado, conforme a seguinte relação: “Acesso aos clientes e outras redes de contatos” foi codificado como “CLI”, “Capital” foi codificado como “CAP”, “Reputação e *marketing*” foi codificado como “MKT”, “Tecnologia” foi codificado como “TEC”, “Backoffice (apoio administrativo)” foi codificado como “ADM” e foi delimitada a codificação “OUT” para tipos de geração de valor não mapeados que surgiram no decorrer das entrevistas. Para analisar os resultados, os códigos foram distribuídos nos textos e os resultados obtidos de cada estudo de caso foram resumidos e comparados.

Após esse processo, cada estudo de caso foi resumido, para observar as características intrínsecas à cada caso, e, após esse processo, cada tipo de geração de valor foi analisada individualmente, com uma abordagem transversal aos estudos de caso.

4 RESULTADOS

4.1 ESTUDOS DE CASO

A fim de analisar os resultados do trabalho, abaixo estão delimitados os resumos das informações coletadas durante as entrevistas dos estudos de caso e, após essa seção, uma análise de cada tipo de geração de valor, com conclusões que permeiam todos os estudos de caso analisados.

4.1.1 Estudo de caso 1 - Startup de Educação

O primeiro estudo de caso, se encaixa no Q2, realizado com uma *Startup* que está em fase 3 (tração) e foi investida por um CVC de uma corporação-mãe desalinhados com o setor desalinhado com o seu.

O Entrevistado 1 é fundador de uma *Startup* fundada em 2018 no setor de educação, cujo principal produto é uma plataforma de ensino digital adaptativa voltada para o ensino fundamental, privado e público. Seu objetivo é melhorar o aprendizado dos estudantes por meio da personalização e tornando lúdico o conteúdo. Utilizando inteligência artificial, a *Startup* se propõe a permitir que cada aluno tenha uma experiência de ensino adequada ao seu ritmo e nível de compreensão. A empresa é reconhecida por sua capacidade de gerar impacto significativo no desempenho acadêmico em disciplinas essenciais como matemática e português. Desde sua estruturação, a *Startup* busca transformar a educação por meio da tecnologia, em uma tentativa de promover a inclusão educacional e a redução das desigualdades.

Durante os quase 6 anos de vida da empresa, a *Startup* estabeleceu uma política de alto investimento no seu braço de tecnologia e vendas, e por isso passou por 7 rodadas de investimento em participação da empresa, além de alguns investimentos em forma de dívida. Nessa jornada, tiveram contato com múltiplos perfis de investidores, desde investidores anjo solitários e grupos organizados de investidores anjo, até fundos de VC, de CVC e de crédito. Dessa maneira, o fundador pôde desenvolver uma visão

comparativa entre os modelos. O CVC do estudo de caso participou da sexta e sétima rodada de captação da *Startup*.

A escolha da *Startup* em buscar um investimento de CVC foi tomada intencionalmente, entendendo que a flexibilidade de um CVC habilitaria um investimento em uma empresa com as peculiaridades da *Startup* em questão. Durante a entrevista, o fundador explicou que o CVC pode ser mais flexível para o investimento em mercados que normalmente não são atrativos para fundos tradicionais de VC. São esses, “*mercados que têm algumas características como sazonalidade, concentração, tempo de consolidação no mercado*” (Entrevistado 1, 2024) e acabam criando empresas que precisam recorrer ao investidor estratégico, como o CVC. A escolha do CVC, portanto, foi algo atrativo pela dificuldade de receber um investimento nos moldes de VC e do olhar de sinergia estratégica que poderia criar novas fontes de receita e mitigar alguns dos riscos da inovação nesse mercado (CAP e OUT).

O CVC em questão faz parte de uma corporação-mãe com presença global no setor de bens de consumo, como produtos para escrita, desenho e design criativo. Portanto, os negócios possuem operações de natureza distintas, mas podem ter uma atuação conjunta no setor de educação. A corporação-mãe, estabeleceu um programa de CVC com o intuito de assimilar conhecimento através do relacionamento com *Startups*, criar conjuntamente novos negócios e ter um eventual retorno financeiro. O CVC consegue explorar novas tecnologias e soluções disruptivas que pudessem ser complementadas pela sua ampla rede de relacionamentos dentro de educação e criatividade.

O investimento realizado foi, desde o começo, definido de uma forma a contemplar os objetivos estratégicos do CVC, separando-o em duas fases. Na primeira fase, o investidor teve uma atuação mais afastada da operação, com uma postura bem similar à de VC. Já a segunda fase, foi organizada para a criação de um produto novo em conjunto, pertencendo a ambos (TEC). Dessa forma, a relação entre eles foi sendo modificada com o tempo, e diferentes formas de geração de valor foram presentes em diferentes momentos da empresa.

Em relação ao acesso à rede de relacionamentos da corporação-mãe, a *Startup* viu muito valor na indicação de fornecedores e outros investidores pelo CVC. Muitos

serviços, como contábil e jurídico, utilizados pela *Startup* foram frutos do relacionamento do CVC, além de uma aproximação com instituições de crédito privado e possíveis futuros investidores do negócio. Porém, em relação à clientes, as tentativas de realização de parcerias comerciais não foram positivas. Na visão do fundador, isso se dá pelo fato de que o modelo comercial e o tipo de solução oferecida entre as duas empresas é estruturalmente diferente, tendo de um lado um produto físico e de outro um produto tecnológico (CLI e CAP).

No sentido de reputação, *marketing* e credibilidade da empresa, o fundador entende que há duas formas principais de observar esse valor: um lado de atração de potenciais clientes e outro de conhecimento de marca. No primeiro ponto, pouco foi contribuído pela corporação-mãe, “*até porque a gente não tem uma clareza de um cliente vindo deles*” (Entrevistado 1, 2024). Já quando se fala de conhecimento e conscientização da marca, estar junto a uma corporação com o histórico de qualidade e reconhecida por múltiplas faixas etárias gera muito valor agregado, mesmo que ainda não tenha sido encontrada uma maneira clara de mensurar esse valor (MKT).

Para questões de auxílio institucional com a incorporação de tecnologias da corporação-mãe e com serviços administrativos, não houve valor percebido pela *Startup*. O fundador destaca tanto o fato da corporação-mãe não ser do setor de tecnologia, portanto a sua *expertise* técnica de manufatura e distribuição não foi utilizada, e que a diferença no porte das empresas traz a necessidade de diferentes tipos de serviços administrativos. Nas palavras dele: “*A [corporação] entende de outras coisas, não de tecnologia, então não teve incorporação nenhuma [da tecnologia]*” (Entrevistado 1, 2024) (TEC e ADM).

Outro aspecto importante destacado foi o suporte em formato de mentorias fornecido pela corporação-mãe. A *Startup*, que inicialmente tinha uma equipe enxuta e focada no desenvolvimento de produtos, tinha dificuldade em tomar decisões mais complexas e conseguiu se aproveitar da experiência e *expertise* da equipe do CVC de lidar com o desenvolvimento de negócios (OUT).

Quando comparado com outros investidores, o CVC foi descrito como um parceiro estratégico de longo prazo, que se diferencia principalmente pela criação conjunta de um produto, com a possibilidade de se criar uma empresa compartilhada no futuro. Esse

exercício conjunto faz com que se crie “*uma relação muito mais próxima, muito mais bem acompanhada, estruturada, etc.*” (Entrevistado 1, 2024). O fundador sente que o CVC tem expectativas diferentes de investidores tradicionais, olhando para possibilidades de expandir o portfólio de receitas da companhia se aproveitando de um conhecimento prático em tecnologia que complementaria as habilidades principais da corporação-mãe (TEC e OUT).

Em suma, a relação estabelecida entre a *Startup* e o CVC demonstrou ser muito positiva, a nível pessoal do fundador. Foi muito clara a intenção de se desenvolver parcerias estratégicas sólidas desde o princípio, com benefícios que vão muito além do aporte financeiro. O CVC não apenas contribui para o crescimento e a expansão da empresa, mas também enxerga que há um grande espaço para a construção conjunta em benefício mútuo.

4.1.2 Estudo de caso 2 - Startup de Logística Aérea

O segundo estudo de caso se encaixa no Q3 do trabalho, considerando que a *Startup* está na fase 4 (escala) e os setores estão alinhados entre a *Startup* e a corporação-mãe.

O Entrevistado 2 é fundador de uma *Startup* de logística aérea que foi pioneira na produção, certificação e operação de soluções de entrega por drones no Brasil e na América Latina, hoje já alcançando escala internacional. A empresa, ativa desde 2018, posiciona-se como uma solução para reduzir o custo e tempo de transporte de carga e otimizar a logística de logística intermediária, regional e de última milha, promovendo uma solução sustentável e com pouca intervenção humana. Seus 5 modelos de drones patenteados são projetados para transportar cargas de pequeno e médio porte, com o intuito de democratizar o acesso a esse tipo de transporte, trazendo uma solução rápida, eficiente e sustentável para as entregas do mercado local e internacional. Atualmente, a *Startup* faz operações de entrega ao consumidor final (de alimentos e itens de alto valor agregado), entrega de insumos biológicos para análise em laboratórios médicos e hospitalares, entrega de mercadorias e documentos para operações portuárias e monitoramento aéreo em mais de 7 países.

O pioneirismo nesse mercado no Brasil trouxe consigo um custo que, de acordo com o fundador, fez com que a Startup enfrentasse desafios técnicos e regulatórios e adaptasse sua tecnologia para operar alinhada com as regulamentações vigentes. Além disso, o modelo de negócios da *Startup* requer muito caixa para investimento em desenvolvimento dos drones, fabricação das peças e profissionais para operação à distância. Por essas razões, em sua trajetória, a *Startup* precisou atrair pelo menos 3 rodadas de investimento formais (que foram faseadas, com um longo período de negociação com investidores), que vieram dos mais variados perfis, desde investidores anjo até fundos de VC nacionais e internacionais, culminando em um investimento de CVC realizado por uma grande corporação do setor aeroespacial. A negociação foi extensa, mas por fim a decisão pela entrada de um investidor estratégico foi tomada principalmente pela necessidade de caixa da empresa no momento, e não pelo valor esperado da relação com a corporação. “Me colocaram entre a cruz e a caldeirinha (...)" (Entrevistado 2, 2024), nas palavras do fundador (CAP).

O CVC responsável pelo aporte pertence a uma corporação-mãe global, conhecida pela fabricação de aeronaves e inovações aeroespaciais. Hoje, a corporação de 1969 é uma das maiores empresas do país, com mais de 18.000 empregados. Em 2017, foi criada uma unidade de inovação independente, uma *Venture Builder* que busca desenvolver novas tecnologias em mobilidade aérea e explorar modelos de negócios inovadores em transporte e logística. Essa atuação se dá por meio de desenvolvimento de soluções, realização de estudos de viabilidade e engenharia e o investimento em si. Para esse investimento, a corporação-mãe se utiliza de uma gestora independente e investe em empresas em um fundo multi-corporativo, com empresas de diversos setores.

Mesmo com o alinhamento claro entre a *Startup* e a corporação-mãe, há uma distância das suas operações, visto que o CVC atua como um intermediário da relação. Dessa forma, a relação entre o CVC e a *Startup* é muito parecida com a relação de um fundo de VC tradicional e seu portfólio. Por isso, há uma mistura entre o valor gerado pela corporação-mãe em si e o gestor do CVC que é, na prática, o investidor da *Startup*.

Tratando da geração de valor além do aporte financeiro realizado, o fundador destacou positivamente a contribuição do CVC na área de redes de relacionamento, facilitando a *Startup* a acessar clientes globais que ainda não estavam ao seu alcance e

possíveis investidores e compradores globais. Os representantes do braço de inovação da corporação-mãe foram muito importantes na apresentação e endosso da empresa para novos investidores (CLI e MKT). Ademais, a corporação utilizou sua experiência no mercado para auxiliar a *Startup* a compreender o leque de mercados de atuação possíveis (OUT).

Já o ganho em credibilidade e reputação proporcionado pelo investimento do CVC teve um grande apoio para facilitar o contato com agências regulatórias do setor e investidores institucionais. O selo fornecido pela corporação-mãe diferencia a *Startup* de seus concorrentes e garante a credibilidade da sua marca, oferecendo uma vantagem competitiva relevante. Porém, há um lado negativo apontado pelo fundador: por conta da posição de mercado da corporação-mãe, a postura da *Startup* de desafiar o *status-quo* do setor (principalmente quando se trata de desafios regulatórios em um setor em desenvolvimento) teve que ser reavaliada. Como destacado na entrevista, em situações de posicionamentos públicos, por vezes “[os investidores] estão mais preocupados com a repercussão negativa do que colocar a [startup] em ascensão (...).” (Entrevistado 2, 2024). Além disso, o fundador também sentiu um efeito negativo da posição da corporação na economia nacional quando a *Startup* vai ao mercado internacional para embarcar clientes ou investidores. Dado o tamanho da corporação-mãe, há correntes de pensamento distintas dentre os seus colaboradores, portanto o valor percebido é muito mais pelo suporte individualizado de determinadas pessoas com cargos importantes do que do apoio institucional em si (MKT e OUT).

Em questão de aporte de tecnologia, o fundador relatou muitas limitações por parte da corporação. Primeiramente, o estágio no qual a startup recebeu o aporte já é um estágio de escala, portanto a fase de maior volume de investimentos para o desenvolvimento de novos produtos já teria passado. Ademais, muitos dos produtos da *Startup* competiam com produtos da corporação-mãe, o que limitou bem o escopo de atuação tecnológica na relação das empresas. Dessa maneira, o valor percebido pela *Startup* nesse aspecto foi nulo, e estão procurando outras corporações que possam o auxiliar (TEC). Por outro lado, o CVC, para além da corporação-mãe, conseguiu auxiliar bem a *Startup* com serviços administrativos e de *back-office* (ADM).

Para além dos valores percebidos acima, o entrevistado ressaltou a importância das mentorias e do apoio psicológico proporcionado pelo CVC, especialmente em momentos de decisões estratégicas complexas, e com falta de capital (OUT).

Em linhas gerais, a parceria entre a *Startup* de logística aérea, o CVC e a corporação-mãe demonstrou ser vantajosa de maneiras bem distintas da *Startup* de educação avaliada anteriormente. Dado o momento de escala da empresa, a parte tecnológica e de desenvolvimento da *Startup* é menos impactada pela corporação-mãe por já estar relativamente avançada, mesmo com os setores alinhados entre *Startup* e investidor (TEC). Nessa etapa, a reputação e a abertura de novas conexões são mais relevantes, além do auxílio na gestão de uma empresa de grande porte que foram aspectos bem pontuados pelo fundador (CLI, MKT e OUT). O alinhamento de setores abriu uma rede de contatos mais qualificados, porém posicionou a *Startup* - que por definição tem um caráter revolucionário - ao lado de uma incumbente do setor, que possui uma ligação importante com a manutenção do *status-quo* e os agentes já consolidados do mercado, resultando em um embate de posicionamentos que pode ter efeitos negativos para a *Startup*.

4.1.3 Estudo de caso 3 - Startup de Logística Marítima

O terceiro estudo de caso se encaixa no Q4 do trabalho, considerando que a *Startup* está na fase 3 (tração) e os setores estão alinhados entre a *Startup* e a corporação-mãe.

O Entrevistado 3 é o fundador de uma *Startup* fundada em 2017 no setor de logística marítima, cujo principal serviço é uma plataforma digital especializada em negociação de fretes nacionais e internacionais nos modais marítimo, aéreo e rodoviário, com foco principal na logística marítima. Inserida no contexto de médias e grandes empresas de importação e exportação, a solução criada busca facilitar o acesso a cotações, compilando as informações, convertendo para as múltiplas moedas regionais, aplicando visibilidade e rastreabilidade ao processo de contratação e conseguindo reduzir o custo do frete no esforço operacional. Desde o início, a *Startup* se posiciona como uma alternativa ágil e eficiente frente aos modelos de negociação já existentes na logística

marítima, visando simplificar operações complexas e trazer mais transparência para o setor.

Ao longo dos anos, a *Startup* tem fortalecido seu desenvolvimento tecnológico, contando com algumas rodadas com investidores anjo e VCs. Durante essa trajetória, a empresa enfrentou algumas dificuldades, principalmente causadas por mudanças no cenário econômico e a oscilação nos preços dos fretes. A relação dos empreendedores com os investidores que compunham o quadro societário da empresa até esse momento foi deteriorando, por questões de falha no planejamento da governança da empresa (em relação à dinâmica de reuniões de conselho e compartilhamento de resultados). Após o período de pandemia, a *Startup* recebeu uma proposta de um aporte estratégico por parte de um CVC do setor, que comporia sua rodada *Seed* e comprar a participação de todos os outros investidores da empresa, permanecendo como o único acionista externo. Essa decisão teve como base principalmente a necessidade de capital no momento da empresa (CAP), a possibilidade de oferecer uma boa saída aos investidores atuais e a remodelagem do modelo de governança da empresa (OUT). Além disso, o Entrevistado 3 informou que o posicionamento do incumbente foi outro ponto importante para a decisão, “*eles são do comércio exterior, já sabem do mercado que estão entrando*” (Entrevistado 3, 2024).

O CVC em questão faz parte de uma estratégia de investimento direto em *Startups* de uma das maiores empresas de comércio exterior do Brasil. Fundada em 1973, a corporação-mãe desse estudo de caso realiza serviços de importação e exportação indireta (atuando como um facilitador para o comércio de terceiros), vende seu serviço de gestão integral e digital de cargas para clientes e financia e executa operações próprias. Com a alta histórica do preço dos fretes internacionais em 2020, além de um altíssimo consumo nos *e-commerce*s e fechamento de portos, escritórios e indústrias devido aos riscos da pandemia, a corporação-mãe procurou por investir em empresas que a posicionaram em um lugar estratégico para enfrentar as novas condições de mercado (Entrevistado 3, 2024). O investimento na *Startup* foi realizado em meio a esse processo, via um veículo de investimento não estruturado especificamente para o CVC, mas uma empresa de investimentos que ativa a estratégia da corporação-mãe por meio

de diversas iniciativas, desde aquisição, investimento ou até financiamento de projetos tecnológicos ou não.

Após a realização do investimento, os fundadores da *Startup* perceberam uma geração de valor instantânea com a retirada de todos os outros investidores e organização da governança com um único sócio capitalista (OUT). Foi definida uma frequência de contato, que aferia muita autonomia aos fundadores da *Startup*, sem uma “*pressão de crescimento absurdo*” (Entrevistado 3, 2024) que era sentida na dinâmica anterior ao investimento estratégico (OUT). Ademais, os contatos em si têm agregado ao crescimento da empresa, principalmente pelo posicionamento e conhecimento do mercado da corporação-mãe, que os possibilita ter uma ampla base de conhecimento próprio, além de acesso a informações e análises proprietárias de mercado com mais rapidez e assertividade (OUT).

A vasta rede de contatos da corporação-mãe gerou muito valor para a *Startup*, na indicação de clientes e possibilitando a escolha de fornecedores com condições especiais na contratação. Existe uma parceria comercial estabelecida, que entende a abertura de clientes comuns na prática, mas não foi priorizada até então, principalmente pela falta de continuidade do projeto com a troca dos colaboradores responsáveis por essa parceria na corporação-mãe (CLI). Ademais, do ponto de vista de reputação e credibilidade, a associação com uma corporação do porte da corporação-mãe beneficiou o posicionamento da *Startup* no mercado. Os ganhos de reputação advindos da marca da corporação-mãe não só serviram para trazer novos clientes à *Startup*, como ajudar na credibilidade observada para fechar contratos e se eximir de certas responsabilidades para com o produto (MKT).

No aspecto de tecnologia e suporte administrativo, a corporação-mãe ofereceu mentorias pontuais e suporte em áreas de desenvolvimento de produtos, estendendo um panorama do que já é feito por eles. Na prática, porém, não houve agregação direta de tecnologias ou ferramentas de *back-office*. O fundador destacou que, apesar de ter acesso às ferramentas especializadas da corporação-mãe, foi preferido manter as estruturas que já tinham, pois já estavam acostumados com a própria gestão e a sua tecnologia conversava diretamente com o seu perfil de cliente (TEC, ADM e OUT).

Por fim, a relação com o CVC foi, para o fundador, marcada pela confiança e pelo incentivo ao crescimento sustentável e de longo prazo, sendo bem distinta do que foi observado com outros perfis de investidores que possuíam uma pressão maior de resultado. O CVC foi visto não apenas como um investidor, mas como um parceiro de valor que compartilharia informações importantes e um direcionamento baseado na sua experiência com o mercado, além dos ganhos de contatos, reputação e credibilidade (OUT).

4.1.4 Estudo de caso 4 - Startup de Logística Rodoviária

O terceiro estudo de caso se encaixa no Q1 do trabalho, considerando que a startup está na fase 4 (escala) e os setores estão desalinhados entre a startup e as corporações-mãe.

O Entrevistado 4 é um dos fundadores de uma *Startup* que oferece soluções digitais para otimização logística, com foco em redução de custos e sustentabilidade para expansão de cadeias de suprimento regionais. Dentre os seus produtos, a *Startups* vende produtos de: (i) negociação e programação, incluindo a compra e venda de ociosidades, contratação de fracionado e agendamento de viagens; (ii) monitoramento e dados, tanto com painéis de visualização e controle, como com calculadoras específicas para quantificar o impacto ambiental e financeiro; e (iii) gestão de usuários e subdomínios. Durante a sua jornada, a empresa passou por duas rodadas de captação, captadas com diferentes perfis de investidores, visando um crescimento acelerado e consolidação do mercado. A primeira rodada teve uma duração mais extensa, com a finalização no final de 2023, e a segunda, com quase o dobro do capital captado na primeira, foi anunciada no início de 2024 com uma parte significativa composta por dois CVCs, que serão identificados como “CVC 1” e “CVC 2”. Segundo o fundador, os CVCs ainda possuem uma participação não muito significativa no quadro de acionistas da *Startup* (menos de 5% de participação na empresa), mas foram escolhidos pelo potencial de agregar valor estratégico, com um pensamento importante a longo prazo e o porte para poder ajudar a construir novos produtos e testar “*dentro de casa*” (Entrevistado 4, 2024) (CLI e OUT).

O CVC 1 é um veículo de investimento criado a partir de uma das maiores empresas do ramo químico e petroquímico do Brasil. Como ferramenta de ativação da visão inovadora da corporação-mãe, que é sua única acionista, o CVC 1 investe em negócios que impulsionarão a sustentabilidade e transformação digital nos temas de: economia circular, neutralidade de carbono, fábricas inteligentes e futuro da mobilidade e bioquímicos avançados e novos materiais. Dessa forma, a *Startup* se encaixa em múltiplos pontos da tese de investimento desse veículo de investimento. Atualmente, o programa já realizou investimentos de mais de US\$ 150 milhões em 8 empresas e 7 centros de pesquisa, inovação e biotecnologia, com programas de investimento direto, incubação e aceleração de *Startups*. O Entrevistado 4 destacou a equipe robusta do CVC 1, que possui quase 20 profissionais dedicados, amplificando o valor gerado de uma maneira similar ao VC (Entrevistado 4, 2024) (OUT).

O CVC 2, por outro lado, é um veículo multi-corporativo fundado em 2019 com a demanda de duas corporações de grande porte no setor industrial e de alimentos para aumentar a troca entre suas operações e *Startups*. Investindo em um número bem limitado de empresas por ano, o CVC 2 tenta oferecer valor além do financeiro, com uma ampla rede de mentores, parceiros, conselheiros e futuros investidores que trabalham em conjunto para gerar oportunidades de valor estratégico. Foram 16 empresas investidas em 5 anos de programa, com o objetivo claro de expansão na América Latina.

O relacionamento com o CVC 1 começou por meio de um programa de aceleração, no qual a corporação pôde conhecer melhor a operação da *Startup* antes de realizar o investimento. Esse contato inicial facilitou o entendimento mútuo e contribuiu para a escolha do CVC 1 como parceiro. Já o CVC 2 ingressou na rodada com outros investidores, mas enfrentou atrasos no processo devido a questões burocráticas. O fundador apontou a diligência exigente como um ponto de melhoria, explicando que o tempo e o rigor das interações com alguns CVCs muitas vezes dificultam o alinhamento de expectativas e estratégias, baseado em outras experiências que já tiveram como empresa (CAP).

Em ambas as relações, foi estruturada uma régua de contato de maneira informal, sem reuniões periódicas fixas, mas com atualizações conforme a demanda e sempre com o apoio de um gerente de portfólio, que atua como ponto de contato com o CVC. Os

dois programas de CVC atuam como intermediários na relação da *Startup* com a(s) corporação(ões)-mãe, então o valor percebido vem mais do investidor do que da corporação por trás.

No que diz respeito a acessos comerciais, o fundador enfatiza que “*esse contato comercial é muito forte*” (Entrevistado 4, 2024). O CVC 1 já trouxe oportunidades de conexão com fornecedores e parceiros da corporação, além de gerar um aumento de visibilidade e credibilidade para a *Startup* (CLI e MKT). O fundador também mencionou que a associação com o CVC 1 ajuda a fortalecer a marca da *Startup*, especialmente em eventos do setor, nos quais a corporação-mãe faz questão de promover a reputação e o alcance da *Startup*. Esse suporte de *marketing* e *branding* tem sido valorizado pelo fundador, que observa como os relacionamentos com o CVC 1 e o CVC 2 melhoram a imagem da *Startup* junto ao mercado e potenciais clientes, principalmente pelo porte e o nome das corporações-mãe nos seus mercados (MKT).

O desalinhamento de setores fez com que não houvesse integração tecnológica ou de serviços administrativos diretamente com as corporações-mãe dos CVCs, a solução da *Startup* que agregaria valor nesse sentido, a tecnologia da *Startup* que agregaria valor à toda operação logística das corporações-mãe nesse caso (TEC e ADM). Porém, o fundador acredita que, com o amadurecimento da parceria, as corporações poderão atuar como "laboratórios" para testes e validação de novas soluções. A possibilidade de testar novas tecnologias em bases qualificadas pode ser de grande valor para a rapidez no desenvolvimento da *Startup* (CLI e OUT).

O fundador observa que, apesar das dificuldades no processo de financiamento com CVCs, sua experiência com o CVC 1 e o CVC 2 tem sido positiva. Esses CVCs têm mantido as expectativas alinhadas com a *Startup* e contribuído conforme esperado, oferecendo suporte e oportunidades estratégicas no relacionamento. Para ele, essa proximidade com os CVCs traz uma vantagem competitiva que vai além do capital, permitindo que a *Startup* avance em suas metas de crescimento e impacto com o apoio de parceiros que compartilham dessa visão de longo prazo.

4.2 TIPOS DE GERAÇÃO DE VALOR

Nessa seção, cada tipo de geração de valor será destrinchado, com uma abordagem transversal aos estudos de caso, e se apropriando de uma generalização dos resultados obtidos.

4.2.1 CLI - Acesso aos clientes e outras redes de contatos

Nos estudos de caso analisados, o acesso a clientes e outras redes de contato apareceu diversas vezes em contextos distintos, conforme os casos estudados. De início, é claro que essa foi uma das formas de geração de valor mais citada dentre os empreendedores - principalmente por ser um resultado facilmente apurado e visível no dia-a-dia das empresas.

Como forma geral, a indicação de fornecedores e investidores foi importante nos diversos tipos de relacionamento. Como explicitado pelo Entrevistado 3, o porte das corporações-mãe e o longo relacionamento com seus fornecedores pode ser um grande ativo na ampliação das possibilidades de escolha e negociação com condições mais vantajosas. Ademais, a relação das corporações-mãe com instituições financeiras abriu portas para o financiamento das *Startups*, sendo ele na forma de novas rodadas de investimento ou crédito para empresas em tração e escala, e sendo elas alinhadas ou desalinhadas com setor da corporação-mãe.

Em relação à abertura de clientes, foi observado que o alinhamento setorial entre a *Startup* e o CVC tem uma influência direta no valor gerado. No Estudo de Caso 1, com a *Startup* de educação, por exemplo, percebemos que, mesmo com uma atuação indireta no setor da *Startup*, a grande diferença no produto vendido limita a capacidade de indicação de clientes. Ambas as *Startups* com setores alinhados com as corporações-mãe, dos estudos de caso 2 e 3, indicaram positivamente o alcance de novos clientes. Porém, nesses dois casos, outros fatores foram apontados como ofensores: o Entrevistado 2 indicou que a estrutura indireta de gestão de portfólio, com um fundo de CVC multi-corporativo intermediando a relação da startup com a empresa, limitou o acesso à rede de clientes; e o Entrevistado 3 trouxe uma tentativa de estabelecer uma parceria comercial com a corporação, mas que não foi à frente devido a trocas de

colaboradores e uma falta de continuidade nessa relação com diferentes áreas da corporação-mãe.

Por fim, o Estudo de Caso 4 apontou que se beneficiou dessa sinergia estratégica, mesmo não estando alinhado diretamente com o setor das suas corporações-mãe. Como a logística rodoviária é uma área transversal a vários setores, a Startup identificou muito valor em poder testar seus produtos em uma base de clientes segura, com a possibilidade de receber retornos e acelerar o desenvolvimento de novos produtos.

4.2.2 CAP - Capital

A geração de valor via acesso a capital se mostrou de duas principais formas: investimento direto do CVC e acesso a outros agentes investidores.

Sem diferenciação da fase da startup, ou do alinhamento setorial, o valor gerado pela entrada de capital é algo intrínseco ao investimento em *Startups*. Todos os casos citaram em algum momento a necessidade de caixa suprida pelo investimento financeiro da corporação-mãe. Além disso, no Estudo de Caso 1 foi citado uma grande importância do CVC como um investidor de risco mais flexível a mercados alternativos, que VCs tradicionais normalmente não se expõem.

A indicação e abertura de portas para futuros financiamentos também foi algo presente em todos os casos, independente do contexto das *Startups* e das corporações.

4.2.3 MKT - Reputação e *marketing*

A geração de valor por meio de reputação e *marketing* foi uma das áreas mais comentadas, mas possui uma dificuldade inata de mensuração do impacto dos CVCs nos estudos de caso. Para a *Startup* de educação, a associação com a corporação-mãe de bens de consumo agregou uma credibilidade que, embora indireta, foi relevante para a *Startup*, ajudando-a a construir uma marca confiável e a ser reconhecida como uma solução inovadora no setor educacional. Porém, na prática, não houve aberturas de clientes diretamente dessa reputação gerada.

A *Startup* de logística aérea, do Estudo de Caso 2, também sentiu esse valor, principalmente para a abertura de contatos de fora do Brasil e agências regulatórias. Por outro lado, a preocupação da corporação-mãe em manter o *status-quo* limitou parte do impacto reputacional que poderia ser alcançado. O setor altamente regulamentado e as restrições impostas pelo posicionamento conservador da corporação-mãe frearam alguns dos posicionamentos da *Startup* sobre um mercado de drones ainda embrionário. Portanto, o alinhamento dos setores mostrou algumas influências negativas no sentido de reputação da *Startup* no mercado.

No caso da *Startup* de logística marítima, não havia uma proposta de pioneirismo, portanto a associação com a corporação-mãe do setor de comércio exterior gerou impacto significativo na sua percepção de mercado. A *Startup* observou que foi possível se eximir de certas responsabilidades para com o seu produto, dado o selo da corporação-mãe sobre ele.

4.2.4 TEC - Tecnologia

A agregação de valor via aporte tecnológico se mostrou um valor pouco explorado pelas *Startups* entrevistadas. Em relação aos estudos de caso nos quais foram analisadas empresas em fase de escala, não houve valor tecnológico agregado, principalmente pelo fato das *Startups* já terem um portfólio de produtos prontos e uma máquina de desenvolvimento de novos produtos estabelecida. Para as *Startups* em tração, como especificado no Estudo de Caso 1, existe a possibilidade de co-criação de novos produtos, se utilizando não só da tecnologia, mas da estrutura produtiva da corporação-mãe.

O alinhamento de setores mostrou um potencial de geração de valor, com alguns pontos de atenção. Em específico, o Estudo de Caso 2, com a *Startup* de logística aérea, foi percebido que o alinhamento dos setores foi negativo nesse quesito por uma questão de competição entre a tecnologia desenvolvida pela *Startup* e alguns projetos de inovação da corporação-mãe. Já o Estudo de Caso 3 apresentou que há um leque de ferramentas especializadas que podem ser usadas pela *Startup*, mesmo que não sejam aproveitadas no momento.

4.2.5 ADM - *Backoffice* (apoio administrativo)

No geral, não houve agregação de serviços administrativos para as *Startups* por parte da corporação-mãe. A única empresa que percebeu valor nesse sentido foi a do Estudo de Caso 2, a qual teve o valor agregado pelo CVC intermediador.

4.2.6 OUT - Outros tipos de geração de valor

Para além dos valores já delimitados na análise, os estudos de caso apontaram algumas outras formas perceptíveis em que o modelo de investimento de CVC agregaram para a *Startup*.

De início, a mentoria especializada como geradora de valor para a *Startup*, foi algo destacado por todos os estudos de caso, principalmente nos casos em que havia um alinhamento setorial entre a *Startup* e a corporação-mãe. O Estudo de Caso 3, por exemplo, apontou especificamente o valor das informações e análises proprietárias da corporação-mãe específicas do seu setor. No geral, a habilidade de gestão de uma empresa de grande porte foi um ponto importante no apoio durante o relacionamento entre as partes.

Para além desse suporte, outros pontos mais específicos foram mencionados:

- O Estudo de Caso 1 apontou um grande valor na flexibilidade de tese de investimento do fundo e a intencionalidade de uma criação conjunta;
- O Estudo de Caso 2 observou grande valor no relacionamento pessoal com colaboradores da corporação-mãe e apoio psicológico do CVC;
- O Estudo de Caso 3 entendeu a possibilidade de receber um investimento que comprasse a participação de outros investidores e estruturasse seu modelo de governança como um valor importante para a *Startup*. Ademais, foi notada que a relação do CVC pode ser mais flexível no que tange expectativas de resultado a curto prazo;
- O Estudo de Caso 4 indicou um grande valor na possibilidade da abertura de clientes para testagem de produtos.

Os valores enxergados acima permitem um entendimento holístico dessa relação estabelecida entre a *Startup* e a corporação-mãe.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos impactos do CVC na geração de valor para *Startups* comprehende uma relação complexa, que abrange múltiplos fatores além do auxílio financeiro, como acesso a contatos, reputação e *marketing*, acesso à tecnologia, apoio administrativo, entre outros. A partir de uma análise qualitativa de uma amostra de estudos de caso selecionados, o trabalho examina as nuances do relacionamento entre as *Startups*, seus CVCs investidores e as corporações-mãe por trás.

Os resultados obtidos neste estudo permitem identificar padrões na geração de valor promovida por investimentos de CVC e seus impactos, levando em conta a fase de desenvolvimento das *Startups* e o seu alinhamento setorial com as corporações-mãe por trás do programa de CVC. De maneira geral, *Startups* investidas por CVC, alinhadas ao setor de atuação das corporações-mãe, demonstraram maior potencial para extrair valor da relação com a corporação-mãe, principalmente no que tange acesso a clientes e suporte em redes de relacionamento, tornando essas as principais formas de geração de valor percebidas pelos fundadores de *Startup*. Além disso, esse alinhamento, nem que seja parcial (com setores transversais, como logística), apresentou grande potencial de valor percebido na disponibilização de tecnologias e reputação no mercado de atuação. Em contrapartida, o alinhamento setorial apresenta alguns riscos quando se trata de compartilhamento de tecnologias (competição interna) e de reputação e *marketing*, dadas as divergências no posicionamento de uma *Startup* e de uma corporação de grande porte, o que restringe o potencial colaborativo.

Há uma diferença prática no valor percebido em cada fase da *Startup*, entre tração e escala. Enquanto ambas vivenciam tipos de geração de valor parecidos, a natureza dinâmica de uma *Startup* e de crescimento acelerado (fazendo com que *Startups* passem rapidamente de tração para escala) faz com que essas sinergias se modifiquem rapidamente. Na fase de tração, é muito valorizada a abertura de canais novos com clientes, os ganhos reputacionais e a possibilidade de co-criação de produtos. Por outro lado, na fase de escala, os produtos já estão praticamente desenvolvidos e a reputação da marca da *Startup* já está construída. Por essa razão, *Startups* em escala valorizam o

auxílio na internacionalização e gestão de empresas de grande porte. No geral, a necessidade de capital e acesso a investidores permeia toda a vida de uma *Startup*.

Os impactos e desdobramentos desses achados sugerem que CVCs podem desempenhar um papel ativo no desenvolvimento de *Startups*, para além do capital. Investidores de CVC têm o potencial de se tornarem parceiros estratégicos de longo prazo, especialmente em setores onde há complementaridade entre o produto da *Startup* e o portfólio da corporação-mãe. Esse tipo de parceria não só suporta o crescimento de empresas inovadoras e disruptivas, mas também procura maximizar a performance de *Startups* e, no final do relacionamento, o potencial de êxito em uma venda ou compra da participação da empresa por parte do CVC.

Porém, a capacidade de generalização dos resultados é limitada pela especificidade dos casos estudados, onde cada *Startup* e corporação possuem características únicas e contextos distintos, e pela imaturidade do mercado brasileiro de CVC, que impossibilita a coleta de dados extensiva e a análise do impacto direto da geração de valor para as *Startups* no êxito da saída dos investidores. Adicionalmente, a seleção de pontos de vista nos estudos de caso apresenta outra limitação, uma vez que as percepções individuais dos entrevistados podem influenciar os achados e restringir a visão de aspectos menos abordados. Dessa forma, os resultados aqui apresentados oferecem um entendimento relevante, mas parcial, sobre a complexa dinâmica de geração de valor no contexto de investimentos de CVC. À medida que o ecossistema brasileiro evolui e matura seus programas de CVC, mais dados sobre a geração de valor vão surgir e essa forma de investimento deve se consolidar melhor, dado o caráter proposto de aprimoramento estratégico.

Com base no estudo apresentado, é possível concluir que o relacionamento com programas de CVC é um ativo importantíssimo na jornada de uma *Startup*, acompanhando seus desafios estratégicos, operacionais e financeiros. As abordagens de geração de valor são distintas para cada *Startup*, mas permeiam todas as relações, demonstrando o caráter não somente financeiro do investimento de CVC.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP. **Corporate Venture Capital 2023.** 2024. Disponível em:
<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5529.pdf>. Acesso em: 02 mai. 2024.

ANJOS DO BRASIL. **Investimento Anjo no Brasil em 2023:** Queda no montante, mas aumento no número de investidores. 2024. Disponível em:
<https://www2.anjosdobrasil.net/pesquisa-de-investimento-anjo-2024/>. Acesso em: 20 ago. 2024.

ANJOS DO BRASIL. **O que é um investidor anjo?** Disponível em:
<https://www.anjosdobrasil.net/o-que-eacute-um-investidor-anjo.html>. Acesso em: 25 ago. 2024.

BAHREINI, Dariush *et al.* Done deal? Why many large transactions fail to cross the finish line. **McKinsey & Company**, 05 ago. 2019. Disponível em:
<https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/done-deal-why-many-large-transactions-fail-to-cross-the-finish-line#/>. Acesso em: 05 jun. 2024.

BARROS, B. Monsanto compra duas empresas do grupo Votorantim. **O Globo**, 1º jan. 2012. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/monsanto-compra-duas-empresas-do-grupo-votorantim-3820286>. Acesso em: 22 mai. 2024.

BUGL, B. M.; BALZ, F. P.; KANBACH, D. K. Leveraging smart capital through corporate venture capital: A typology of value creation for new venture firms. **Journal of Business Venturing Insights**, v. 17, p. e00292, Jun. 2022. doi: 10.1016/j.jbvi.2021.e00292

CBINSIGHTS. **State of Venture: Global data and analysis on dealmaking, funding, and exits by private market venture companies.** 2024. Disponível em:
https://www.cbinsights.com/reports/CB-Insights_Venture-Report-Q1-2024.pdf?ip_et_ctx=23875269_31_9. Acesso em: 30 mai. 2024.

CHESBROUGH, Henry W. The Era of Open Innovation. **Managing Innovation and Change**, v. 127, n. 3, p. 34-41, 2003.

COSTA, B.; CORDEIRO, M.; BEZERRA, R. **CVC Report 2023.** Distrito, 2023.

CRESWELL, John. **Research Design:** Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches. 3. ed. London: SAGE Publications: 2008.

EISENHARDT, K. M. Building Theories from Case Study Research. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532-550, Out. 1989.

FIGO, Anderson. O estouro da Bolha PontoCom que quebrou mais de 500 empresas e é uma assombração até hoje. **InfoMoney**, 12 dez. 2020. Disponível em:

<https://www.infomoney.com.br/mercados/o-estouro-da-bolha-pontocom-que-quebrou-mais-de-500-empresas-e-e-uma-assombracao-ate-hoje/>. Acesso em: 27 jul. 2024.

FISSETTE, Julien. Value Creation in VC. **Roundtable**, 16 abr. 2024. Disponível em: <https://www.roundtable.eu/learn/value-creation-in-venture-capital>. Acesso em: 27 set. 2024.

FUENTES, Eduardo. Histórico do venture capital no Brasil: do surgimento até hoje. **Distrito**, 17 out. 2021. Disponível em: <https://distrito.me/blog/historico-do-venture-capital-no-brasil/>. Acesso em: 08 mai. 2024.

GALLAGHER, Mark; EGGEN, Patrick. State of CVC 2023. **Silicon Valley Bank; Counterpart**, out. 2023. Disponível em: <https://www.svb.com/globalassets/trendsandinsights/reports/state-of-cvc-report-2023.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2024.

GOMPERS, P. A. Corporations and the Financing of Innovation: The Corporate Venturing Experience. **Economic Review (Federal Reserve Bank of Atlanta)**, v. 87, n. Q4, p. 1-17, Fev. 2002.

GORALEWICZ, Olga. What is a Startup? The Historical Background. **Growly.io**, 14 out. 2016. Disponível em: <https://www.growly.io/what-is-a-startup-the-historical-background/>. Acesso em: 29 set. 2024.

GREEN, M. B. Venture Capital Investment in the United States 1995-2002. **The Industrial Geographer**, v. 2, n. 1, p. 2-30, Out. 2011.

GUTNICK, Rachel. Corporations Launched 83 Venture Capital Funds in 2023. **Medium**, 08 fev. 2024. Disponível em: <https://medium.com/touchdownvc/corporations-launched-83-venture-capital-funds-in-2023-c0d3c3769431>. Acesso em: 30 mai. 2024.

HUIZINGH, E. K. R. E. Open innovation: State of the art and future perspectives. **Technovation**, v. 31, n. 1, p. 2-9, Jan. 2011. doi: 10.1016/j.technovation.2010.10.002

IESE BUSINESS SCHOOL. Corporate Venturing in Latin America: Illuminating a blind spot. **IESE Business School**, 09 jan. 2020. Disponível em: <https://www.iese.edu/insight/articles/corporate-venturing-latin-america/>. Acesso em: 08 mai. 2024.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. Governança deve ser dosada em cada etapa da startup. **IBGC**, 26 mar. 2019. Disponível em: [https://ibgc.org.br/blog/governan%C3%A7aparaStartups#:~:text=O%20documento%20estrutura%20a%20evolu%C3%A7%C3%A3o,Fit%2C%20PMF\)%3B%20e%20escala](https://ibgc.org.br/blog/governan%C3%A7aparaStartups#:~:text=O%20documento%20estrutura%20a%20evolu%C3%A7%C3%A3o,Fit%2C%20PMF)%3B%20e%20escala). Acesso em: 28 jul. 2024.

KENNY, Graham. Don't Make This Common M&A Mistake. **Harvard Business Review**, 16 mar. 2020. Disponível em:
<https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>. Acesso em: 04 jun. 2024.

KUPOR, Scott.; RIES, Eric. **Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It**. Recife: Portfolio, 2019.

MASON, Jennifer. **Qualitative Researching**. 3 ed. University of Manchester, 2017.

MAXWELL, Helene. The Corporate Venture Capital (CVC) Survival Game: Decarbonization as a Catalyst for Longevity and Purpose. **Cleantech for Europe**, 30 jun. 2023. Disponível em: <https://www.cleantechforeurope.com/news/the-corporate-venture-capital-cvc-survival-game-decarbonization-as-a-catalyst-for-longevity-and-purpose-aster-fabs-helene-maxwell-shares-her-views>. Acesso em: 22 mai. 2024.

MCGREGOR, Jim. The True Nature Of Moore's Law – Driving Innovation For The Next 50 Years. **Forbes**, 07 out. 2022. Disponível em:
<https://www.forbes.com/sites/tiriasresearch/2022/10/07/the-true-nature-of-moores-law--driving-innovation-for-the-next-50-years/>. Acesso em: 05 set. 2024.

MENDONÇA, Hudson. Surfando a 5ª onda de Corporate Venture Capital (CVC). **MIT Technology Review**, 18 jul. 2022. Disponível em:
<https://mittechreview.com.br/surfando-a-5a-onda-de-corporate-venture-capital-cvc/>. Acesso em: 08 mai. 2024.

PRATS, J.; SIOTA, J. **Corporate Venturing Latam: Corporate Giants Collaboration with Start-Ups in Latin America**. IESE Business School and Wayra, 2020.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. Rio de Janeiro: Sextante, 2019.

SODRÉ, Clara.; SGAVIOLI, Rodrigo. Manual do investidor de startups: as oportunidades do Venture Capital. **EXPERT xp**, 28 abr. 2022. Disponível em:
<https://conteudos.xpi.com.br/fundos-de-investimento/relatorios/manual-do-investidor-de-startups-as-oportunidades-do-venture-capital/>. Acesso em: 04 jun. 2024.

SPINA, Cassio. **Corporate Venture Capital: Como as grandes empresas podem inovar através de investimentos em Startups**. São Paulo: Alta Books, 2020.

SPINA, Cassio *et al.* Corporate investments in the Brazilian ecosystem, 2023 in review. **Sling Hub e Alya Ventures**. 2. ed. 2024. Disponível em:
<https://blog.slinghub.io/corporate-investments-in-the-brazilian-ecosystem-sling-hub-ey-alya>. Acesso em: 25 ago. 2024.

STREBULAEV, Ilya; GORNALL, Will. How Much Does Venture Capital Drive the U.S. Economy?. **Stanford Business**, 21 out. 2015. Disponível em:
<https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>. Acesso em: 27 jul. 2024.

TADEU, H. F. B. *at al.* **Corporate Venture Capital no Brasil**. Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2020.

TONDO, Stephanie. CVC is less sensitive to the macro scenario, say MSW partners. **Startups.com.br**, 22 fev. 2024. Disponível em: https://startups-com-br.translate.goog/dealfow/cvc-e-menos-sensivel-ao-cenario-macro-dizem-socios-d-msw/?_x_tr_sl=pt&_x_tr_tl=en&_x_tr_hl=en&_x_tr_pto=sc. Acesso em: 27 set. 2024.

VALETEC. Corporate Venture Capital no Brasil e no mundo em 2023. **Valetec Capital**, 2023. Disponível em: <https://valetec.com.br/site/relatorios/>. Acesso em: 08 out. 2024.

ZOPPI, Malcolm. Do Startups Pay Dividends? Insight for UK Entrepreneurs. **Zoppi & Co**, 04 out. 2023. Disponível em: <https://www.zoppi.co.uk/blog/do-startups-pay-dividends-insight-for-uk-entrepreneurs>. Acesso em: 06 set. 2024.

