

Universidade Católica Portuguesa



***Corporate Venturing* como chave de inovação
empresarial:**

O fenómeno do *Corporate Venture Building*

Tomás Correia Henriques do Carmo Goes

Orientador: Professor Doutor Paulo Olavo Cunha

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial

Lisboa, 30 de agosto de 2024

Agradecimentos

À minha família, em especial aos meus pais, avós e irmãos, por todo o amor e apoio incondicionais.

Ao meu orientador, o Professor Doutor Paulo Olavo Cunha, pela disponibilidade e por me aconselhar a ingressar na investigação de um tema tão fulcral na sociedade contemporânea.

Aos meus amigos, que sempre me fizeram sorrir nos momentos mais difíceis.

Aos meus ex-professores, ex-colegas de Curso e colegas de trabalho, que me acompanharam nesta jornada.

Lisboa, 30 de agosto de 2024.

Tomás Correia Henriques do Carmo Goes

Palavras-chave

- *Corporate venturing;*
- *Corporate venture building;*
- *Inovação empresarial;*
- *Innovator's dilemma;*
- *Start-ups;*
- *Venture builders;*
- *Aceleradoras;*
- *Incubadoras;*
- *Corporate venture capitalists.*

Abreviaturas

Legislação

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

Instituições e entidades

ACE – Agrupamento Complementar de Empresa

CTP - Cambridge technology partners

Outras

MBA - Master of Business Administration

OPI – oferta pública inicial

PI - propriedade intelectual

R&D - investigação e desenvolvimento

Índice

Introdução	6
------------------	---

PARTE I – Corporate Venturing como Chave da Inovação Empresarial

1. “ <i>Making Money Out of Talent</i> ”	9
--	---

2. O Desafio da Inovação Corporativa	9
--	---

3. Evolução Histórica	13
-----------------------------	----

4. Contexto Global: <i>venturing</i> com os clãs	16
--	----

5. O Estado da Arte	21
---------------------------	----

5.1. O Início.....	
--------------------	--

5.2. Saídas Estratégicas.....	
-------------------------------	--

5.3. Maximização da <i>Performance</i>	
--	--

6. Casos de Sucesso.....	32
--------------------------	----

7. O “Ecosistema” do <i>Corporate Venturing</i>	38
---	----

PARTE II – O Fenómeno do Corporate Venture Building

8. Corporate Venture Building (CVB): o que é?.....	40
--	----

9. Corporate Venture Builders	41
-------------------------------------	----

10. Os Modelos de Negócio	41
---------------------------------	----

11. Dimensão Jurídica do Fenómeno	44
---	----

11.1. Aspectos legais.....	
----------------------------	--

11.2. Desafios Técnico-jurídicos.....	
---------------------------------------	--

Conclusão	50
-----------------	----

Bibliografia	60
--------------------	----

Introdução

Na última década, o *Corporate Venturing* afirmou-se como uma solução possível para um crescimento empresarial acelerado. Enquanto o foco das prioridades empresariais de curto prazo está em reembolsar os sócios, com o *venturing*, as empresas têm procurado identificar as áreas de crescimento mais valiosas para o futuro.

O reconhecimento do valor de um *corporate venture* baseia-se na criação de valor, por via de talento, *spin-offs*¹, lucros de uma oferta pública inicial (“OPI”), venda comercial, licenças, participações setoriais ou por meio de investigação e desenvolvimento (*R&D*) de referência e não registados no balanço (“*off-balance sheet*”). O valor competitivo - como uma forma de, por exemplo, impedir a concorrência de alcançar determinada tecnologia ou de arriscar na aquisição de um determinado alvo – é alto.

Retornos financeiros extremamente elevados não constituem uma impossibilidade, no entanto é, provavelmente, melhor considerar o *corporate venturing* como uma atividade auto remuneratória. As empresas não querem, de todo, gerir mal uma atividade que pode ser crucial para a sua sobrevivência ou perder determinada oportunidade de investimento que tem vindo a vingar ao longo dos anos no mercado de ações. O *Corporate venturing* é uma parte cada vez mais importante do “*kit*” de ferramentas para gerir os riscos de desenvolvimento de um novo negócio.

Algumas empresas ingressam no *venture*, de forma estratégica, quase como uma alternativa ao processo de *R&D*, um meio de aprendizagem sobre direções futuras no seu espaço de mercado e de identificação de empresas com novos produtos que podem vir a ser importantes. Encontrar uma empresa recente ou uma *start-up* que já tenha desenvolvido um novo produto, pode reduzir os custos de desenvolvimento, assim como o tempo de colocação no mercado do mesmo. Efetuar um investimento numa empresa recente pode trazer benefícios, em termos inovadores. Uma oportunidade “madrugadora” de trabalhar com novas empresas pode revelar-se um complemento útil, no que toca a atividades de aquisições mais formais.

Sociedades já estabelecidas no mercado de todas as indústrias revelam-se sendo, cada vez mais, alvo de disrupção, por parte de *start-ups* digitais e novas tecnologias, enfrentando o “dilema do inovador” (“*innovator’s dilemma*”), que consiste em escolhas,

¹ Aprofundados *infra*.

por parte da empresa, entre manter o seu negócio ou proceder à exploração de novas áreas. Dito isto, a inovação e as estratégias societárias, com vista a competir com novas empresas digitais, revelam-se temas urgentes. As *start-ups*, em geral e as empresas tecnológicas encontram-se a integrar novos mercados, por via da inovação tecnológica, sendo os seus titulares forçados a manter a sua competitividade. Fundar uma *start-up* ou investir num novo venture digital são estratégias inovadoras, dado que as empresas recém-criadas dependem, essencialmente, de tecnologias digitais e são mais rápidas a corresponder às necessidades do consumidor. Não obstante, criar uma *start-up* e guiá-la ao sucesso tem um risco associado, visto que as taxas de fracasso de cerca de 90% nos primeiros três anos constituem a norma. Assim, é crucial encontrar soluções que minimizem este risco e apoiar mais empresas já estabelecidas no mercado, para que se alcance uma inovação corporativa sustentável².

Um “ecossistema” inovador de incubadoras, aceleradoras, *business angels* e *venture capitalists*³ emergiu, a fim de reduzir os riscos mencionados supra e apoiar as sociedades com as suas iniciativas vanguardistas. Em resultado disto, foram-se examinando, de forma crescente, em contexto de literatura académica, incubadoras, aceleradoras e *venture capitalists*, no tocante aos seus modelos operacionais e características dos respetivos modelos de negócio. Há uma organização, de seu nome *venture builder*, que tem, contudo, sido negligenciada na mencionada literatura, mesmo estando a adquirir uma relevância cada vez maior nos “ecossistemas” de *start-ups*⁴.

Os *venture builders* são organizações que alavancam os seus recursos para contruírem empresas, lançando numerosas empresas sucessivamente, combinando aptidões para inovar e os recursos financeiros de uma grande sociedade. Este conceito é também conhecido, de forma intercambiável, por *venture studios*, *start-up studios*, *company builders*, ou *venture factories*⁵.

O *corporate venture building* pode ter várias implicações legais. Face às multifacetadas implicações legais, é vital tanto para as *start-ups*, como para outras empresas procurarem

² CHRISTENSEN, C., McDONALD, R., ALTMAN, E., & PALMER, J., *Disruptive Innovation: An Intellectual History and Directions for Future Research*, Journal of Management Studies, 2018, pp. 1043-1078.

³ Conceitos abordados *infra*.

⁴ SZIGETI, A., *Startup Studio Playbook: For entrepreneurs, pioneers and creators who want to build ventures faster and with higher chance of success*, 2016.

⁵ SCHEUPLEIN, C., & KAHL, J., *Do Company Builders Create Jobs? Examining the Rise of Incubation Finance in Germany*, SSRN Electronic Journal, 2017.

aconselhamento jurídico antes de entrarem num acordo de *corporate venture building*. É essencial entender os termos de determinada parceria e os potenciais efeitos que podem emanar desta.

Não obstante o crescimento do mercado do *corporate venture building*, em nosso entender, pouco se sabe, de uma perspetiva académica, sobre os seus diferentes modelos negociais e, mais especificamente, da sua receita e modelos de operação.

O estudo e análise dos efeitos jurídicos, económicos e globais do *corporate venturing* e do *corporate venture building*, assim como a forma como se relacionam, constituem o objeto da nossa dissertação. A mesma é sistematizada em duas partes: a I de variável necessariamente económica, dedicada a explicar como e porque o *corporate venturing* é chave de inovação empresarial; e uma II, centrada na forma como o *corporate venture building* equaciona o modo como o Direito pode responder à satisfação desta forma de desenvolvimento empresarial.

PARTE 1 – Corporate Venturing como Chave da Inovação Empresarial

1. “*Making money out of talent*”

No seu sentido mais amplo, o *corporate venturing* versa sobre a alavancagem de recursos externos para tornar empresas recém-criadas com boas ideias ou *start-ups* já existentes em projetos comerciais. As boas ideias são o ponto inicial (ideias que estejam relacionadas com a forma como trabalhamos, com o que consumimos e com a melhor, mais rápida ou mais barata comercialização de produtos. É a aplicação de conhecimento que as transforma em empreendimentos lucrativos. Exemplo disto é o caso da Parc Technologies (caso *infra* em VIII), empresa que foi criada por uma aplicação literal de *brainstorming* aos problemas com que se deparava.

As boas ideias começam, frequentemente, num laboratório (académico ou departamento de investigação de uma empresa). Todavia, podem também surgir do *brainstorming* entre entendidos.

As empresas com recursos internos suficientes podem trabalhar as melhores ideias, filtrando as mais promissoras das restantes, desenvolvendo-as para que se tornem aplicações comerciais práticas. Contudo, muitas empresas, devido à sua dimensão ou estrutura, podem deparar-se com dificuldades em alocar fundos, tempo ou recursos ao

desenvolvimento de produtos ou serviços internos. Para além disto, uma crescente especialização significa que, muitas vezes, é melhor alavancar recursos externos para comercializar uma ideia boa⁶.

A empresa investidora, especialmente se for grande, pode superar alguns problemas de dimensão ou de estrutura de recompensas inflexível ao trabalhar com um *player* mais pequeno e flexível. Por via de uma estruturação cuidada da relação entre as empresas, é possível gerir os riscos de inovação e evitar alguns custos.

Na indústria farmacêutica, o modelo de *venturing* é largamente utilizado como uma forma de partilha de riscos na busca de novos produtos e de trazer empresas para o mercado antes da concorrência. Em algumas culturas empresariais, o *venturing* tornou-se uma forma natural de ampliar negócios de cariz familiar ou de desenvolver um império regional, baseado numa rede de clãs. Em certas partes do continente asiático, é este o modelo-padrão para estender as franquias de todo o tipo de negócios a retalho, desde o vestuário a *fast-food*.

Há casos de *corporate venturing* que versam quase inteiramente sobre retornos financeiros. Encontrar oportunidades de investimento em novas empresas com um elevado potencial de crescimento pode ajudar a atingir futuros objetivos de desenvolvimento. As empresas com dinheiro excessivo para investir estabelecem grandes capitais de risco que rivalizam com as empresas de capital de risco privado, no que toca à sua dimensão e ambição⁷.

De certa forma, o *corporate venture building* cresceu na sombra da indústria do capital de risco privado. Atualmente, representando cerca de 15 a 20% do total do capital de risco, o *corporate venturing* emergiu e estabeleceu-se a pulso. Tanto este, como a indústria de capital de risco privado, funcionam ao lado um do outro, participam nos mesmos fundos e investem nas mesmas novas empresas⁸.

2. O desafio da inovação empresarial

A inovação corporativa é um dos principais desafios das empresas estabelecidas no mercado e é, frequentemente, associada a uma falta de orientação empreendedora e pensamento disruptivo. Além do mais, é preponderante para uma vantagem competitiva

⁶ Seguimos de perto KING, NICHOLAS, *Corporate Venturing*, Paperback, 2002, p. 8.

⁷ BESSIS, JOËL, *Capital-Risque et Financement des Entreprises*, Economica, Paris, 1988, pp. 25-32.

⁸ DRUCKER, PETER F., *Innovation and Entrepreneurship*, Butterworth Heinemann, Oxford, 1985, pp. 5-10.

de uma sociedade. Cada vez mais, os estudos que influenciam a inovação empresarial são de crescente importância, em especial para os mercados financeiros. A inovação feita por sociedades estabelecidas no mercado é um processo complexo e de longo prazo, associado a problemas, tais como: assimetrias informativas, restrições de financiamento e conflitos de agência (correspondem a problemas que surgem em situações onde há uma separação entre a titularidade e o controlo de uma organização). Além disso, há um conflito inerente entre as metas a curto prazo de gestores e sócios e a orientação a longo prazo de uma empresa. Em consonância com tal, o dilema principal das empresas é o de encontrar meios eficientes para serem inovadoras a longo prazo⁹.

A inovação está associada à exploração comercial bem sucedida de novas ideias que podem ser implementadas de formas diferentes. A inovação empresarial abarca e integra novos conceitos em processos existentes que permitem que uma sociedade mantenha a sua quota de mercado por um período mais extenso. Há dois tipos de inovação corporativa: inovação interna ou aberta e inovação externa ou fechada¹⁰.

A inovação interna consiste em unidades internas de *R&D* ou programas de aceleradoras empresariais. Estes procuram extrair e erguer ideias inovadoras internamente.

Por outro lado, a inovação externa visa captar ideias inovadoras exteriores. Isto inclui investimentos, fusões e aquisições, postos de inovação (ferramenta poderosa para empresas que desejam manter-se na vanguarda da inovação, aproveitando a energia e as ideias de ecossistemas dinâmicos) e trabalhar com consultoras externas, aceleradoras ou *venture builders*. Cada vez mais, as estratégias de inovação externa são discutidas no campo da literatura e as organizações que apoiam os esforços modernizadores das empresas encontram-se em crescente procura¹¹.

Adicionalmente, a inovação é também dividida noutras duas categorias: inovação sustentável e inovação disruptiva.

A inovação sustentável corresponde a melhorias incrementais de produtos, serviços ou aptidões existentes dentro de uma empresa num determinado segmento de clientes.

A inovação disruptiva compreende a criação de um novo negócio e é considerada o tipo de modernização mais promissora. As empresas tecnológicas americanas exemplificam o quanto este tipo de inovação pode alterar indústrias e modelos de negócio inteiros. A

⁹ KURATKO, D. F., GOLDSBY, M. G., & HORNSBY, J. S., *Corporate Innovation: Disruptive Thinking in Organizations. In Corporate Innovation*. Routledge, 2018.

¹⁰ PISANO, G., *You Need an Innovation Strategy*, Harvard Business Review, 2015.

¹¹ RICHTER, N., JACKSON, P., & SCHILDHAUER, T., *Outsourcing creativity: An abductive study of open innovation using corporate accelerators*, Creativity and Innovation Management, 2018, pp. 69–78.

carência de inovação disruptiva tende a ser um problema fundamental para empresas estabelecidas no mercado e possuidoras de uma posição significativa e consolidada no mesmo, que, frequentemente, são fieis às suas estruturas e avessas ao risco. A inovação disruptiva permite a transformação de indústrias inteiras, faz com que sociedades estabelecidas no mercado fiquem obsoletas e oferece grande potencial de crescimento. A maioria das sociedades estabelecidas no mercado foca-se na excelência operacional e melhorias incrementais, ao invés da experimentação e criatividade¹².

O problema de colocar a inovação disruptiva em prática é denominado de “dilema do inovador” (“*innovator’s dilemma*”) - descreve como empresas bem-sucedidas e estabelecidas no mercado podem falhar ao lidar com inovações disruptivas, mesmo que façam tudo corretamente em termos de gestão e atendimento ao cliente. As empresas estabelecidas no mercado enfrentam muitos e variados interesses de sócios, que raramente lhes permitem interferir no seu negócio principal e arriscar. Este dilema culminou no objetivo de criar uma “organização ambidestra”, na qual se combinam a otimização de processos e produtos já estabelecidos no mercado e a experimentação, aprendizagem e inovação disruptiva, contrariamente ao foco em somente um aspecto¹³.

As soluções potenciais para este problema são: criar uma unidade organizacional autónoma, instaurar parcerias com *start-ups*, ou investir em tecnologias disruptivas. Dadas as dificuldades internas, as estratégias de inovação externa ganham, progressivamente, mais atenção.

Gradualmente, é reconhecida a necessidade de modernização, por parte das empresas estabelecidas no mercado, a fim de evitarem a disrupção, havendo múltiplos meios para abordar este problema. Os fatores críticos na escolha de uma estratégia de inovação são o potencial do negócio e de mercado, assim como a dimensão do risco que uma empresa ou organização que já está bem estabelecida num determinado mercado ou indústria está disposta a correr¹⁴.

Podem ser delineados métodos diferentes em relação a estas duas dimensões. Uma sociedade ou organização que já está bem estabelecida num determinado mercado ou indústria pode expandir o mercado onde opera ou até entrar em novos submercados. Estas empresas prosseguem, por norma, estratégias de baixo risco.

¹² O’REILLY III, C., & TUSHMAN, M., *The Ambidextrous Organization*, Harvard Business Review, 2004.

¹³ RAMPAZZO, A. *Corporate Innovation through Venture Building Introduction from Wright Partners*, 2020.

¹⁴ KÖTTING, M., & KUCKERTZ, A., *Three configurations of corporate innovation programs and their interplay*. *European Journal of Innovation Management*, pp. 90–113, 2020.

A inovação de produtos e modelos de negócio é associada a um alto nível de risco, mas pode ser utilizada como entrada em novos mercados. O *corporate venturing* é a estratégia empreendedora que envolve maior risco, tendo, contudo, no nosso ponto de vista, o potencial mais elevado para alcançar uma inovação disruptiva. O *corporate venturing* diz respeito a uma colaboração entre empresas estabelecidas no mercado e *start-ups* inovadoras¹⁵.

Cada vez mais, o *corporate venturing* ganha interesse e é visto como uma abordagem promissora à inovação corporativa. O conceito em questão é definido como correspondendo à criação de uma entidade distinta, que opera por meio de um produto ou modelo de negócio inovador e que se encontra separada da sua empresa-mãe e do seu negócio principal. Essencialmente, o *venturing* olha às restrições de uma empresa ou organização que já está bem estabelecida num determinado mercado ou indústria e alavanca a flexibilidade, rapidez e adaptabilidade de uma sociedade recém-criada para maximizar a inovação potencial de uma sociedade. Esta teoria baseia-se num paradigma, no qual as empresas devem incluir ideias de inovação externa que proporcionam acesso a tipos de inovação difíceis ou impossíveis de concretizar internamente.

Segundo um estudo da McKinsey (empresa multinacional americana de consultoria estratégica e de gestão)¹⁶, de entre as quase mil e duzentas empresas que participaram na respetiva amostra, a edificação de novos negócios é uma das três prioridades principais de 55% dessas empresas. Tal demonstra que a ambição de construir novas *ventures* é uma tendência global. Os novos *venturers* devem beneficiar de serem pequenos e flexíveis, oferecendo um caminho promissor para a exploração de novas tecnologias e para o fomento da inovação corporativa.

O *corporate venturing* capta os requisitos para que as sociedades estabelecidas no mercado sobrevivam à era digital atual, onde as condições de mercado são voláteis. Um pressuposto abrangente e fator crítico de sucesso para qualquer sociedade é a orientação empreendedora que tem três dimensões: inovação; proatividade; e tomada de risco. Estes prismas refletem os princípios fundamentais do empreendedorismo. O *corporate venturing* tenta integrar estas dimensões empreendedoras em empresas já estabelecidas no mercado.

¹⁵ ELFRING, T., *Corporate Entrepreneurship and Venturing*. In *Corporate Entrepreneurship and Venturing*. Springer-Verlag, 2005.

¹⁶ *Vd. McKinsey, The state of new-business building | McKinsey.*
<https://www.mckinsey.com/business-functions/mckinsey-digital/our-insights/2021-global-report-the-state-of-new-business-building>, 2021.

O *corporate venturing* almeja solucionar o “dilema do inovador”, segundo o qual, os novos intervenientes inovadores podem, constantemente, disruptar sociedades estabelecidas no mercado, se estas não se focarem na inovação disruptiva. As empresas ou organizações que já estão bem estabelecidas num determinado mercado ou indústria são boas a explorar modelos de negócio existentes. Todavia, comumente, o aproveitamento de novos modelos de negócio não é o seu forte.

Posto isto, o *corporate venturing* deve permitir que as empresas estabelecidas no mercado utilizem novas oportunidades e modelos de negócio de uma forma flexível e experimental, somando-os ao seu negócio já implementado. Na melhor das hipóteses, as unidades de inovação são separadas das unidades produtivas de uma sociedade para que não sejam impedidas por estruturas e limitações da sua empresa-mãe. Uma organização teórica ideal tem um carácter empresarial e incorpora as três dimensões da orientação empreendedora (referida *supra*), respondendo à inovação disruptiva que seja proveniente da concorrência de determinada(s) sociedade(s)¹⁷.

3. Evolução Histórica

Antes da Segunda Guerra Mundial, era comum as empresas diversificarem a sua atividade, o que lhes dava muita margem para fazerem uso do seu talento empresarial e desenvolverem mais do mesmo, se necessário. Porém, com a tendência do pós-guerra, as qualificações que as sociedades passaram realmente a precisar, tinham mais que ver com a condução de uma organização monodimensional do que a desenvolver atividades noutras direções. Mais tarde, o ênfase numa integração vertical (internalização de várias etapas sucessivas de uma cadeia produtiva por uma empresa ou grupo empresarial) apenas serviu para aumentar o foco na gestão de recursos, ao invés de criar novas oportunidades: as empresas queriam controlar todos os passos do processo entre a produção e a colocação do produto no mercado.

Então, o interesse no *corporate venturing*, nas décadas mais recentes, tem tido que ver tanto com a redescoberta e o reconhecimento de aptidões existentes, como com a aprendizagem de novas técnicas. Muito do interesse, de uma perspectiva de gestão, centrou-se nos próprios *corporate venturers*. As suas contribuições, por vezes, disruptivas para uma sociedade têm sido, ao longo dos tempos, valorizadas ou meramente toleradas,

¹⁷ BIERWERTH, M., SCHWENS, C., ISIDOR, R., & KABST, R., *Corporate entrepreneurship and performance: A meta-analysis*. *Small Business Economics*, 2015, pp. 255–278.

dependendo da necessidade de “agitar” a organização e de promoção de novas áreas promissoras fora da atividade principal.

O conceito de “*corporate venturing*” entrou no vocabulário de gestão nos anos 70. Todavia, durante décadas, as empresas de pensamento progressista já se iam, sistematicamente, apoiando no esforço das suas pessoas para encontrarem maneiras de crescerem, sendo que ainda há margem de progressão.

Na década de 80, Rosabeth Moss Kanter, a *guru* de gestão, reconheceu a contribuição das pessoas que trabalharam em grandes empresas, mas que se comportavam como empreendedores. Gifford Pinchot identificou os problemas organizacionais que os gestores precisavam de abordar para desabrocharem as aptidões dos seus empreendedores internos.

Desde o início dos anos 90, Paul Gompers e Josh Lerner analisaram o histórico dos programas de *corporate venturing* e separaram os fatores cíclicos dos problemas de gestão. Isto ajudou a contextualizar a atividade atual.

A principal conclusão a retirar da história mais recente do *corporate venturing* é que os resultados são dispersos. Algumas empresas tiveram sucesso com este. A principal adversidade do *corporate venturing* é que, à semelhança da indústria de capital de risco privado, a sua *performance* sofre problemas cíclicos, associados à subida e queda do mercado de ações. Para além disto, tem problemas processuais próprios.

Um problema persistente é a dificuldade que as empresas têm tido em captar bom talento para exercer as funções que lhes são inerentes. Apenas com muita dificuldade é que os *corporate ventures* mais lucrativos conseguem oferecer aos seus colaboradores as mesmas recompensas que teriam, tanto trabalhando numa empresa de capital de risco, como dando início a um negócio próprio e levá-lo a público¹⁸.

As empresas começaram a estabelecer os seus próprios fundos de *corporate venture* nos EUA, em meados dos anos 60, umas décadas após a indústria de capital de risco privado, que começara, de forma séria, a seguir à Segunda Guerra Mundial. As sociedades observaram o sucesso que os especialistas em capital de risco privado estavam a ter com os seus investimentos, particularmente no que toca a empresas tecnológicas.

¹⁸ LERNER, J., *A note on corporate venture capital*, Harvard Business School, Harvard, MA, 2001.

Muitas vezes, basta uma referência para que haja uma transformação do futuro que, neste caso, foi o retorno financeiro monumental que a American Research & Development Corporation obteve no financiamento da *start-up* Digital Equipment Corporation (fabricante de computadores), que foi prestado em 1958. Nesta senda, no início dos anos 70, já quase um quarto das empresas da Fortune 500 tinham experimentado adotar pelo menos um tipo de programa de *corporate venturing*.

Os primeiros programas desta natureza eram, geralmente, de duração curta. A crise do petróleo de 1972 fez com que o mercado de ações entrasse em declínio e ditou um fim abrupto às perspectivas de novas ofertas públicas. Isto resultou numa dificuldade para os investidores de capital de risco em ter lucro nos seus investimentos e serviu de entrave à sua capacidade de angariar novos fundos. O que sucedeu foi a saída do mercado, por parte de algumas empresas. O padrão de insucesso ligado à *performance* do mercados de ações é cíclico, dado ter ocorrido várias vezes após este episódio.

No final dos anos 70 e início dos anos 80, os mercados recuperaram e as empresas voltaram a investir em *ventures*. Em 1986, as sociedades investiram, de forma coletiva, à volta de 2 mil milhões de euros em programas de *corporate venture* (cerca de 12% do total dos fundos de capital de risco). Em 1987, uma nova queda do mercado de ações arrasou o mercado para a hipótese de haver novas ofertas públicas. Os lucros desabaram e os investidores de capital de risco passaram a encontrar dificuldades em angariar novos fundos. As empresas cortaram, uma vez mais, nos seus programas de *venturing*. Neste sentido, no ano de 1992, o número de programas de *corporate venturing* caiu um terço e o valor dos fundos sob a sua gestão caiu para 5% do conjunto total¹⁹.

Com o disparar dos mercados, em meados da década de 90, o interesse cresceu novamente, tanto na Europa, como nos EUA. Em 1997, os fundos de *corporate venture* aumentaram para cerca de 30% do número total dos fundos de capital de risco. Desta vez, o *boom* foi contínuo até ao fim dos anos 90 (até à correção do mercado de ações em 2000). Este interesse revelou-se mais amplo do que no passado: as empresas angariaram fundos maiores, passou a ser uma temática mais relevante fora dos EUA e em empresas fora do setor da alta tecnologia (*high-tech*)²⁰.

¹⁹ KING, NICHOLAS, *Corporate Venturing*, Paperback, 2002, pp. 16-17.

²⁰ *Ibidem*, p. 18.

Cumpre recordar que o *corporate venturing* ainda é novo, especialmente fora dos EUA. Como tal, os programas individuais são, em certa medida, vulneráveis à vontade dos tesoureiros das empresas, que podem decidir cortá-los do orçamento num cenário de recessão.

Os praticantes destes programas têm que competir com as empresas de capital de risco privado e rivalizar com o mercado de ações. Muitas entidades ainda não demonstraram ser capazes de alcançar bons retornos, baseados nos investimentos, num período de tempo decente (não apenas a curto prazo). Até que o façam, os sócios das empresas vão, justificadamente, continuar a questionar o tempo despendido, por parte da gestão de determinada entidade empresarial, numa atividade necessariamente arriscada, quando retornos iguais ou melhores se encontram ao alcance, por via de outros meios.

Um estudo recente realizado por Samuel Gompers e Lerner²¹, no qual comparam os investimentos em *corporate venture* e em capital de risco privado, permite concluir que, quando as empresas investem em atividades que estão relacionadas com a sua, os seus retornos financeiros são competitivos, comparativamente aos obtidos, por meio de fundos de capital de risco privado.

A recente redução de programas de investimento empresarial é, em nosso entender, um sinal de sabedoria dos empreendedores: as *start-ups* não devem depender de um único investimento empresarial para a providência de todos os seus fundos. Estas devem procurar alianças de capital de risco fortes, assim como uma boa combinação entre investidores estratégicos e empresariais²².

4. Contexto Global: *venturing* com os clãs

“*Think global, act local*” (“pensa globalmente, age localmente”) é uma expressão que comanda a sabedoria generalizada de adoção de um prisma global. Contudo, se o pensamento for concretizado no âmbito das ideias ocidentais tradicionais, podem surgir adversidades no que diz respeito a culturas que pensem de forma diferente. Estudos incidentes sobre a cultura de clãs advertem para a importância de compreender aqueles

²¹ GOMPERS, P. & LERNER, J., *The determinants of corporate venture capital success in* Randell Morck (ed.), *Concentrated, Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, 2000, pp. 61-70.

²² TIMMONS, JEFFREY A., *New venture creation: Entrepreneurship for the 21st century*, Boston, MA: Irwin/McGraw-Hill, 1999, pp. 86-91.

com quem fazemos negócio. Podem também oferecer dicas para um desenvolvimento de relações fortes como base do *corporate venturing*.

Primeiramente, voltemos às bases: à medida que crescem, as empresas tornam-se mais complexas. A partir do momento em que o empreendedor fundador não conhece todas as caras das pessoas que vêm trabalhar num determinado dia de manhã, a adoção de um método de gestão diferente revela-se essencial: sem um certo tipo de descentralização, todos remetem as decisões importantes para o fundador e nada se efetua.

Assim sendo, inevitavelmente, a comunicação entre as pessoas torna-se mais formal. Há uma necessidade de codificar o procedimento e as regras, faladas e não faladas, cruciais ao funcionamento de qualquer organização. É preciso difundí-los, de forma vasta, conforme o crescimento de uma determinada sociedade. O desafio para o empreendedor é o de providenciar a liderança e inspiração que mantêm a paixão original viva dentro da empresa e evitar uma burocracia crescente.

Há um paralelo entre a cultura empresarial, que controla o comportamento das pessoas nas organizações, e as culturas nacionais, que dão às sociedades o seu toque individual e as suas diferenças. Estas têm muitas características em comum, como a preferência pelo contacto cara-a-cara ou o grau em que os grupos partilham conhecimento social ou mantêm segredos.

No que concerne às empresas que se iniciam numa expansão internacional, os gestores são encorajados a ter em consideração culturas diferentes que vão encontrando. A matriz que prevalece é a de “pensa globalmente, age localmente” (“*think global, act local*”). Esta frase simples encobre a dimensão da tarefa: agir localmente requer uma perceção minuciosa dos hábitos, atitudes e crenças de uma nova cultura, que podem ser ocultados.

A visão popular da globalização é a de que tudo isto se torna mais fácil à medida que as culturas globais e locais convergem. Há um movimento inexorável, nos termos deste ponto de vista, no tocante à disciplina do mercado, às suas eficiências e práticas. Isto é o que moldará a comunicação e as relações entre indivíduos que negociem conjuntamente.

A perspetiva ocidental do mercado é caracterizada como tendo relações impessoais e, provavelmente, competitivas (numa lógica de cada um por si). Não há imperatividade em haver valores e crenças partilhados, a informação é altamente codificada e largamente difundida. Há poucos segredos num mercado perfeito.

Não obstante, algumas culturas manifestam uma relutância distinta à conversão nesta direção, sem prejuízo de quão veementemente os seus líderes possam proclamar que estão a rumar a uma economia de mercado, ainda preferem fazer negócio com pessoas que conhecem. Contrariamente ao “às vezes se ganha, outras se perde” (“*win some, lose some*”), há quem defenda o “ganhar juntos, perder separados” (“*win together, lose apart*”): estes conceitos estão profundamente enraizados.

Max Boisot (professor de gestão estratégica na Escuela de Administración de Empresas, em Barcelona) defende que os gestores de sociedades ocidentais que acreditam que é só uma questão de tempo até que nações emergentes comecem a partilhar da sua forma de pensar e de fazer as coisas, devem preparar-se para um valente choque.

Segundo Boisot, que dirigiu o primeiro programa de *MBA* na China, nos anos 80, algumas culturas podem nunca conformar-se com a ideia ocidental de mercado. Na verdade, advoga mesmo que se a convergência cultural acontecer, é possível que ocorra, justamente, em torno de redes com características semelhantes às redes de clãs de cultura asiática, em lugar de surgir em redor de relações impessoais, inferidas pela ideia ocidental de mercado²³.

Em matéria de clãs, a importância de relações pessoais ainda é primordial. A informação é difundida, mas é limitada a um certo grupo, uma vez que a palavra de “boca em boca” é o método preferido. Os objetivos são partilhados, por meio de um processo de negociação.

A prevalência da mentalidade de um clã, num país onde uma sociedade procura expandir-se, é uma ameaça a uma sociedade ligada a uma noção ocidental de mercado e que se havia esquecido do que é ser empreendedor. Todavia, para uma empresa com aptidões suficientes para aproveitar esta forma de pensar, pode ser visto como uma oportunidade.

Mas afinal, o que é que os clãs oferecem realmente? Como ponto de partida, um talento para o comportamento empreendedor. As estruturas de clãs nunca perderam a sua confiança nas relações pessoais e num coletivo de interesses. Isto fornece uma faculdade para lidar com incertezas: um atributo fundamental para o comportamento empresarial.

²³ BOISOT, MAX, *A corporate culture in a world of global villages* in Sue Birley and Daniel F. Muzyka (eds), *Financial Times Mastering Enterprise*, Financial Times, Prentice Hall, London, 1997, pp. 80-85, citação.

Por comparação, muitas empresas ocidentais exageraram na sua confiança para com os procedimentos e mecanismos de mercado. Gradualmente, isto foi reduzindo a sua capacidade para lidar com a inovação e a incerteza, juntamente com o seu desejo por condutas empreendedoras.

O foco numa especialização (abordagem adotada pelos clãs) dá-lhes entrada no mundo dos negócios. A título de exemplo, os fornecedores de equipamento original, manufacturado para os mercados computacionais e eletrónicos, têm uma especialização na realização de subcontratos para estreitar a escala temporal de produção, cumprindo-se, na mesma, padrões de serviço exigentes.

Mais importante do que o referido supra: a especialização é uma marca particular do capitalismo de rede. Este é um meio de cooperação que se encontra dependente de conexões e fiabilidade interpessoais. Para além disto, explica o espetacular sucesso dos negócios familiares em Hong-Kong, Taiwan e por todo o sudeste asiático, baseados numa estrutura análoga à dos clãs.

O descrito acima é uma fórmula negocial, que fez com que aqueles que a perfilharam passassem a ser intervenientes de classe mundial em vários setores, como os de propriedade, serviços, retalho, comércio e franquias. Em alguns deles, tal foi suficiente para acabar com concorrência que detinha um registo de alto sucesso nos mercados ocidentais.

Aquilo de que os clãs nos relembram é, essencialmente, das habilidades necessárias para erguer relações negociais de uma forma pessoal. Isto é vital para o entendimento de uma sociedade em crescimento de como se adaptar a um leque em expansão de culturas de negócios.

Como já foi constatado, os clãs operam uma espécie de capitalismo de rede, com base em conexões e relações de confiança. Isto é talvez aquilo que um gestor de *corporate venture* procura num parceiro de negócios. Ou seja, pessoas com as quais se possa fazer negócio (potenciais parceiros com conhecimento local, competentes a operar em mercados locais, mas especializados para trabalharem em negócios em mercados internacionais).

Cumprir mencionar que para ser um membro de um clã é preciso que determinado indivíduo esteja preparado para contribuir. É necessário reconhecer as suas limitações e

esforços que são requeridos para estabelecer uma relação de credibilidade: indispensável para ser um parceiro de *venture*.

Este tipo de capitalismo de rede evoluiu para lidar com um ambiente de negócio que as empresas em economias mais avançadas podem ver como altamente volátil e desordeiro. Exemplificando, a informação essencial para negociar não está livremente disponível em muitas regiões. Há informação que só é partilhada dentro de um grupo favorecido ou privilegiado, tal como o preço pagar e em quem confiar.

O referido não será relevante se se estiver em busca de uma relação direta e honesta com um subcontratante, porém para o *corporate venturing* genuíno é requerido um fluxo de informação bilateral. A chave de entrada numa verdadeira colaboração pode ser mais do que partilhar o capital e o risco num projeto de *venture*.

A tarefa de descobrir o que é preciso para que alguém se junte a um determinado clã, não deve ser subestimada: os estereótipos são sedutores, mas enganadores. A resposta pode mesmo ser simples: uma preferência aparente por fazer negócio com pessoas inseridas num grupo favorecido pode surgir meramente de uma dificuldade prática, como falta de transporte, comunicação e infraestruturas institucionais. Contudo, é possível interpretá-la erradamente.

Considerando a importância de selecionar os parceiros de *venture* certos, não é apenas o desfecho do projeto específico no qual se está a trabalhar em conjunto que conta. Um parceiro tem influência na gestão dos bens intangíveis, nomeadamente: na reputação, conhecimento e propriedade intelectual (PI). A letra da lei num contrato ou acordo de licenciamento providencia um recurso valioso, se a relação correr mal. O que é mais crucial é o que motiva a *performance* do dia-a-dia em tarefas acordadas.

Há que tentar entender os valores e atitudes de um parceiro de *venture*. O que motiva as empresas ocidentais é a necessidade, por parte dos sócios e investidores de obter retornos, consoante as suas expectativas de resultados a curto-prazo. Em geral, a maior parte do capital de sociedades asiáticas deriva de bancos ou empresas no seio do seu grupo. O maior interesse das empresas do continente asiático é o de erguer uma força a longo-prazo.

De notar que trabalhar com parceiros de *venturing* acarreta um custo: há que gerir a relação com eles. A tecnologia pode ajudar até certo ponto, particularmente com a difusão cada vez maior de redes de banda larga e com a aceitação crescente de realização de

reuniões via videoconferência. Isto promove uma melhoria do contacto humano, quando comparado com mensagens codificadas. No entanto, nunca se deve perder de vista que o *corporate venturing* é um negócio de pessoas.

O principal obstáculo ao esforço de adaptar uma empresa a um leque crescente de culturas de negócio é, provavelmente, encontrar pessoas suficientes para gerir relações com determinados parceiros de *corporate venture*. Qualquer capacidade de um indivíduo compreender realmente outra cultura é extremamente limitada, ao ponto de apenas poucos adequarem a sua própria. Recrutar pessoas com este conhecimento prova-se difícil.

Quem corroborar com a posição de Boisot acerca da plausibilidade da convergência cultural resultar numa predominância das formas asiáticas de pensar o mercado, ao invés das ocidentais, talvez deva repensar os seus planos de recrutamento. Por exemplo, no Canadá há muitas pessoas provenientes do sudeste da Ásia e, tal como os canadianos de segunda geração, aplicam, quotidiana e gradualmente, o legado cultural e linguístico canadiano, dos quais estão orgulhosos.

Quando se trata de desenvolver a rede de *corporate venturing*, não há substituto para a confiança e o fluxo de informação, que prosperam no contato pessoal. Neste sentido, a adversidade de se tornar um negócio global não é tão diferente à de qualquer outro tipo de crescimento. Manter vivo tanto o espírito original da empresa, como o *corporate venture*, exige um alto nível de comprometimento pessoal contínuo, por parte da equipa de gestão corporativa²⁴.

5. O Estado da Arte

Vejamos qual o ponto de situação do *corporate venturing* nas suas diversas fases.

5.1. O Início

Para uma empresa com fundos investir através de um programa de *corporate venturing*, havendo um interesse em concretizar os retornos possíveis, provenientes de projetos empreendedores novos, cumpre tomar uma de entre três das decisões seguintes:

- Canalizar o dinheiro para um fundo de risco conjunto e dar controlo a uma empresa de investimento;

²⁴ SULLIVAN, DIANE M., & MARVEL, MATTHEW R., *Knowledge acquisition, network reliance, and early-stage technology venture outcomes*, *Journal of Management Studies*, 2011, pp. 48-52.

- Reter controlo através de um programa de risco interno;
- *Outsource* para um especialista em investimentos de capital de risco.

A escolha depende do grau no qual se quer gerir um programa de *venture*. A primeira opção é a mais condizente com o método *arm's length*: consiste em colocar parte do tesouro societário num fundo de capital de risco, gerido por um gestor de fundo especialista independente e esperar pelos retornos no fim da duração do fundo (normalmente entre 6 a 10 anos). As outras duas opções são para quem quer reter uma maior sensação de controlo sobre o seu dinheiro: é possível manter debaixo de olho um programa de investimento gerido internamente ou nomear um guardião para vigiar um programa gerido por uma empresa de capital de risco externa.

Na opção de *outsourcing*, a sociedade ganha acesso a um fluxo de negócios, através de um parceiro de capital de risco, por meio do qual escolhe oportunidades para investimento direto e contratos prematuros com possíveis alvos de aquisição.

O custo principal, para além do investimento em si mesmo, é o tempo despendido a avaliar projetos e a trabalhar com perspetivas de risco. Uma designação chave é a de um guardião interno para patrocinar o programa dentro da sociedade, usualmente com uma linha hierárquica para com um grupo supervisor composto por: *R&D*, desenvolvimento de negócios e finanças. Num programa típico, no qual uma empresa investe, por exemplo, 25 mil milhões de euros ao longo de 4 anos, o guardião pode esperar ficar metade do seu tempo em atividades de guardião e o resto do mesmo a avaliar projetos específicos e aplicações de empreendimentos conjuntos.

Ter um parceiro especialista em capital de risco deverá permitir o acesso a oportunidades de nível mundial e ideias externas. Já o fundo deve providenciar um retorno positivo com uma taxa média anual entre os 20 a 25% do total do investimento (*Target Internal Rate of Return – IRR*).

Tanto os investidores de capital de risco, como as empresas trazem mais-valias às empresas em nome individual, nas quais determinada sociedade decidiu investir. Os investidores de capital de risco juntam-se, tipicamente, à direção de uma *start-up*, que é alvo de suporte com o recrutamento, e podem também ter papel ativo na subsequente angariação de fundos. As empresas de investimento podem contar com o facto de terem que proporcionar apoio técnico, acesso a vários canais e adesão a programas de

fornecedores preferenciais, que contribuem para fornecer credibilidade de mercado à *start-up*²⁵.

Em princípio, afigura-se tudo muito simples: um empreendedor procura financiamento para desenvolver ideias e construir novos negócios; uma sociedade com fundos de risco quer conhecer um empreendedor, tendo que estar presente uma perspectiva de transferência de informação e dinheiro na mentalidade de ambas as partes; encontrar uma possibilidade. Todavia, o escopo de expectativas irrealistas é enorme. Existe uma relação triangular *ab initio*: a mistura dos objetivos da empresa-mãe, do gestor de fundo de risco e do empreendedor, é um solo fértil para conflito.

A essência de qualquer negócio empreendedor é a de tirar partido de uma oportunidade num determinado período de tempo, por norma, curto. As empresas-mãe dão, frequentemente, liberdade e flexibilidade limitada aos seus gestores de fundo, para que possam tomar decisões rápidas. Tal faz sentido, dado que as sociedades estão a facultar os fundos e a assumir os riscos, pelo que necessitam de controlar o processo.

Os incentivos dos gestores de fundos não estão sempre em linha com os dos empreendedores. Elaborando, se a compensação dos gestores não estiver diretamente ligada à *performance* dos seus investimentos, estes sentirão falta de motivação para igualar o desejo do empreendedor de obtenção de sucesso. Um gestor que falhe na sua prestação num papel de gerência de um fundo empresarial, é confrontado, muitas vezes, com uma transição dentro da sociedade, ao invés de uma procura de alguém novo para o cargo. As empresas-mãe que não proporcionam uma rede de proteção dos executivos, podem não atraí-los para esta posição de gestão. Já se os incentivos estiverem presentes, pode ocorrer que colaboradores de outras partes da sociedade se sintam excluídos das recompensas em questão.

Henry Chesborough²⁶, um académico americano, faz uma analogia entre os incentivos e o foco no negócio, porém todo o argumento do autor gira em torno dos incentivos. No modelo de capital de risco privado, todos se encontram alinhados com o mesmo incentivo. Se o *venture* for bem sucedido, o empreendedor faz dinheiro e gera um retorno para o investidor de capital de risco, cujo acordo com outros investidores assegura que 70 a 80%

²⁵ AMBOS, TINA, C., & BIRKINSHAW, JULIAN, *How Do New Ventures Evolve? And Inductive Study of Archetype Changes in Science-Based Ventures*, Organization Science, 2010, pp. 27-34.

²⁶ CHESBOROUGH, H., *Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital*, California Management Review, Vol. 42, No. 3, 2000, p. 25-29.

dos ganhos são distribuídos aos parceiros atuais da sociedade até ao fim da existência do fundo.

Caso o acordo sobreviva a imprevistos, uma relação forte pode ser desenvolvida entre o empreendedor e a empresa-mãe. O fluxo de recursos (informação, dinheiro e suporte) de um lado para o outro poderá começar a produzir os benefícios esperados. O perigo de sinais precoces de funcionamento do *venture* corresponde a uma pressão demasiado grande para a empresa-mãe, visto que o período de tempo para concretizar investimentos de capital de risco tende a ser maior do que para muitas outras atividades.

A falha mais comum, aquela que dá aso à existência e persistência da disparidade de expectativas é, provavelmente, a falta de clareza em relação às metas de investimento em cada um dos lados do triângulo. A meta tanto pode ser a de providenciar uma brecha num mercado emergente, uma aquisição ou pura e simplesmente um retorno financeiro. A verdade é que mesmo com propósitos claros, o âmbito para as relações em desenvolvimento correrem mal é largo. Sem estes alvos, a adversidade de falhar ou pior – o investimento ser realizado fora do objetivo da sociedade – é, porventura, visto como um desgaste sobre o capital humano e financeiro da empresa-mãe (é uma perda de tempo para qualquer empreendedor)²⁷.

5.2. Saídas Estratégicas

A decisão mais importante a alcançar é a saída planeada de um projeto. Os gestores de empresas em crescimento poderão mostrar resistência a uma saída se a principal perspetiva em causa for a de uma venda da sociedade que gerem a outra sociedade. Para os gestores, uma alienação deste tipo poderá significar uma perda de independência ou autonomia. Para além disto, os investidores profissionais estarão sujeitos a enfrentar um grande desafio, relacionado com o providenciamento de incentivos e motivação numa situação destas.

John Wall²⁸, da PricewaterhouseCoopers (PwC), defende que os investidores de capital de risco são melhores a investir do que a sair do investimento, uma vez que o resultado destas retiradas tem sido o desaceleramento de projetos de investimento suportados por

²⁷ ALTEROWITZ, RALPH & ZONDERMAN, JON, *New Corporate Ventures: How to Make Them Work*, New York: Wiley, 1988, pp. 51-60.

²⁸ Segundo KING, NICHOLAS, *Corporate Venturing*, Paperback, 2002, p. 52, citação.

capital de risco. Acrescenta que não haveria mal nenhum se os investidores e os empreendedores passassem a considerar, de forma expressa, uma saída estratégica desde a fase mais precoce de uma relação de investimento.

Podem existir circunstâncias, para além do controlo de qualquer um, que tornem necessário alterar um plano de saída (um exemplo é o adiamento de uma OPI, devido às condições de mercado desfavoráveis). É importante notar que os planos de saída não resolvem todos os aspetos respeitantes à *performance* de um negócio. Não obstante, as vantagens de pensar numa saída têm que ver, geralmente, com benefícios para o dia-a-dia da gestão empresarial.

No que toca a estratégias de saída, o mais crucial é ter uma. A altura para a introduzir é nas fases mais prematuras da relação de investimento, como parte do processo de *due diligence*, estando presentes investidores profissionais, como empresas de capital de risco. Já a forma de a introduzir, caso a gestão não esteja muito disposta a pensar nesta, é perguntando-lhe que pondere o que aconteceria ao negócio na eventualidade de haver uma reforma ou morte de um dos membros da equipa de gestão, ou se estariam interessados em comprar as participações dos investidores (“*management buyouts*”).

O objetivo geral é o de alinhar os interesses dos gestores da nova empresa e dos investidores, ou o de, já que o primeiro nem sempre possível, ter metas bem definidas e acordadas para o “período de vida” do investimento.

O principal objetivo é a escolha da rota de saída preferencial. Um dos argumentos mais fortes em prol do planeamento de uma OPI é o de que o esforço acarretado para promover a empresa num processo de conversão de uma sociedade privada numa pública, por meio de emissão de participações, adquiridas pelo público irá, com frequência, atrair uma sociedade compradora, ansiosa para realizar uma oferta preventiva. Isto coloca os sócios numa posição confortável de poderem escolher entre duas opções: o retorno mais elevado que uma OPI proporciona, juntamente com um controlo contínuo da equipa de gestão corporativa existente; ou a rapidez, simplicidade e existência de um custo mais baixo associado à venda da empresa a outra, na qual há apenas um comprador a ter em conta (comprador específico).

Selecionar uma saída estratégica e definir o potencial comprador da empresa faculta uma referência útil para que se teste se a sociedade está ou não no caminho certo. Há que verificar se as estratégias e a estrutura dos negócios são propícias à saída desejada, assim

como se os gestores estão ou não interessados nesta saída ou se é necessário oferecer-lhes incentivos.

Pensar a fundo numa saída estratégica dá, muitas vezes, frutos imprevistos. Wall²⁹ recomenda elaborar uma *checklist* para a gestão, na qual se consideraria todos os aspetos de preparação de uma saída. Pode haver situações, por exemplo, em que um sócio serve de resistência à alienação total de um negócio. Assim, preservar uma estrutura sócio simples poderá evitar o surgimento deste caso³⁰.

Há inúmeras rotas especializadas para alcançar o valor de um *corporate venture*, de uma OPI, ou da venda de uma empresa a outra ou a um investidor a longo prazo, que esteja em busca de uma empresa sólida e bem gerida. As sociedades podem estruturar oportunidades de investimento nas suas subsidiárias, por via: de participações emitidas pela própria empresa-mãe para representar uma unidade ou divisão específica do negócio (“*tracking stocks*”); da criação de uma nova subsidiária, alvo de oferta pública iniciais, enquanto retém controlo de gestão (“*equity carve-outs*”); ou da criação de uma empresa independente, resultante da venda ou distribuição de participações de uma subsidiária existente (“*spin-offs*”).

Tracking stocks são uma classe de participações da empresa-mãe que rastreiam os lucros de uma divisão ou subsidiária. Podem ser distribuídas aos sócios da empresa-mãe como dividendos ou oferecidas numa OPI. De notar que o controlo de uma subsidiária permanece na alçada da empresa-mãe. Os bens de empresas com *tracking stocks* não são separados fisicamente dos da empresa-mãe, ainda que esta tenha que declarar os lucros separadamente.

Nos *carve-outs* e *spin-offs*, os bens das subsidiárias são transferidos para uma nova empresa e os relatórios de gestão para direções novas e distintas. Os *equity carve-outs* são uma OPI de uma participação numa subsidiária, onde a empresa-mãe detém, normalmente, a maioria do capital social. Os *spin-offs* ocorrem quando a totalidade das participações de uma subsidiária são alienadas a sócios como dividendos. Um dos exemplos mais conhecidos de um *spin-off* é, no ano de 1995, a divisão da ITT Inc. (empresa americana que manufatura componentes especializados para o mercado

²⁹ *Ibidem* p. 53, citação.

³⁰ RIND, K., *The role of venture capital in corporate development*, Strategic Management Journal, April, 1981.

aeroespacial, transportador, energético e industrial) em três negócios: indústria diversificada; seguros; hotéis e *gaming*³¹.

5.3. Maximização da *Performance*

Há um custo substancial envolvido na transferência de capital para fora de uma sociedade, especialmente uma grande, na circulação através de mercados de capital e na associação a um empreendedor. Um especialista de capital de risco com um fluxo de oportunidades de investimento estabelecido deve ser capaz de fazer tudo isto, de forma menos dispendiosa e célere.

Nesta senda, o autor Will Schmidt acredita que o *corporate ventures* pode estruturar um portfólio que permita um grau de risco mais elevado em projetos individuais, havendo uma perspectiva de lucros mais altos. Schmidt acrescenta ainda, que o *corporate venturing* incrementa a tolerância para o risco de uma empresa, referindo que lhe dá uma capacidade de assumir um risco em projetos, que, de outra forma, poderia não aceitar. Isto, segundo o *business developer*, contribui para ultrapassar a ideia convencional de evitar investir num projeto até que comece a dar provas de que resulta, algo que ocorre, tipicamente, após 2 ou 3 anos, prazo após o qual a chance de maximizar o retorno financeiro já se encontra perdida.

Em contraste, a maioria das sociedades de capital de risco querem efetuar investimentos em negócios que tenham uma premissa testada, direitos de PI assegurados e uma equipa de gestão com provas dadas. Os empreendedores necessitam, com frequência, de um investimento inicial para implementarem todos estes elementos, de forma a que as *start-ups* possam iniciar a sua atividade ou se possa lançar como uma empresa completa e plena (“*seed funding*”).

É relevante referir que o mais crucial por parte dos financiadores iniciais, para além do dinheiro, é o apoio profissional em áreas como a negociação comercial, o desenvolvimento da PI e o financiamento empresarial. Em contrapartida, estes investidores podem adquirir as participações sociais da empresa a um preço mais baixo.

³¹ BYGRAVE, W.D., HAY, M. AND PEETERS, J.B., *The Venture Capital Handbook*, Financial Times/Prentice Hall, London, 1999, pp. 22-27.

Se os programas de *corporate venture* podem auxiliar e apoiar uma nova empresa, esta precisa de assegurar a sua sobrevivência, assim como os fundos e o conhecimento para que possa crescer.

Podem assim, ingressar num investimento, de forma confiante, reduzindo o risco que, usualmente, é característico de financiadores em fases prematuras do investimento. Para que tal ocorra, têm que ser inovadores, construtivos e mais flexíveis do que os seus colegas e concorrentes.

Há uma vantagem que os programas de *corporate venture* podem ter sobre um fundo de capital de risco privado: maior flexibilidade nos momentos de entrada e saída de um investimento. Investir em fundos de capital de risco tem, tipicamente, um ciclo de dez anos associado. Numa sociedade de capital de risco, os primeiros anos são, regra geral, dedicados à junção dos seus fundos e projetos com os de outras empresas, com vista à prossecução de um ou mais investimentos em *start-ups* promissoras. Estando isto estabelecido, um fundo de *corporate venture* consegue tornar o processo de investimento mais célere. Na sequência de tal, também haverá uma vantagem na saída, que se prende com o facto de uma OPI poder permanecer mais tempo no mercado, para que se possa adequar ao sentimento de mercado ou ao atraso na procura do comprador certo para a venda da empresa a outra.

Paul Brody e David Ehrlich³² identificam seis características que são chave para o sucesso no negócio do capital de risco e analisaram os desafios com os quais os gestores do *corporate venture* se deparam:

1) Ter um foco claro: contribui para que o investidor de capital de risco gere dinheiro de maneira direta e simples, o que encoraja a obtenção de conhecimento num nicho de mercado. Os gestores de *corporate ventures* têm uma probabilidade maior de ter um foco mais disperso do que outros, incluindo uma consideração existente pela atividade principal da sua empresa;

2) Organizações planas e decisões rápidas: decisões importantes que demoram dias a serem tomadas num negócio de capital de risco, podem levar meses num cenário societário;

³² BRODY, P. & ENRLICH, D., *Can big companies become successful venture capitalists?*, The McKinsey Quarterly, 1998, pp. 69-72, citação.

3) A disposição para erradicar os alvos de investimento potencialmente maus de entre os bons: Brody e Ehrlich³³ dizem que os investidores de capital de risco estão menos expostos ao fracasso, investindo em pequenos incrementos. Quer isto dizer que podem cortar, desde logo, nas suas perdas se um projeto parecer condenado a falhar ou, caso mantenha o seu potencial, aplicar o talento de gestão necessário para que este seja bem sucedido;

4) Para os *corporate venturers* há, regra geral, outras razões, para além do retorno financeiro, para que se mantenham com determinado investimento, como um investimento estratégico ou relação de parceria. Falhando um alvo, os gestores de *corporate venture* têm uma chance maior de conseguirem renegociar – desde que não haja negligência grosseira – e de acordar noutros alvos para o período de reporte subsequente. As recompensas de que usufruirão, em caso de sucesso, serão, à partida, mais modestas do que as que os gestores de negócios de capital de risco privado auferirão, mas as repercussões pelo insucesso serão, muito possivelmente, menos severas;

5) Saber quando desistir: Os gestores de um negócio de capital de risco sabem, comumente, que o seu conhecimento é limitado às *start-ups* ou a negócios em fase inicial, não gerindo negócios maduros. Em contraste, os gestores de *corporate ventures*, que estão mais habituados a gerir negócios maduros, podem querer continuar, por um período excessivo, em determinado investimento;

6) Reputação e contactos: A carreira de investidor de capital de risco é conceituada, havendo perspectivas atrativas para indivíduos talentosos. Ao invés, os gestores de *corporate ventures* têm que trabalhar arduamente para estabelecerem e desenvolverem uma rede de contactos³⁴.

Ninguém que trabalhe no ramo do capital de risco tem uma taxa de 100% de sucesso nos negócios que realiza. Há, porém, alguns que chegam muito perto disso, quando há financiamento adequado e bom aconselhamento profissional ao seu dispor. Um bom fluxo de negócios atrativos é essencial se se quiser selecionar os projetos certos para apoiar.

Uma regra de ouro desta indústria é que são precisas cerca de 75 pistas de potenciais negócios para que haja um negócio de *corporate venturing*. À primeira vista, 90% destes

³³ *Ibidem* BRODY, P. & ENRLICH, D., *Can big companies become successful venture capitalists?*, The McKinsey Quarterly, 1998, pp. 84-88, citação.

³⁴ CHESBOROUGH, H., *Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital*, California Management Review, Vol. 42, No. 3, 2000, pp.12-19.

caiem logo por terra, restando apenas 10%. Nas fases finais da decisão e aquando a tentativa de gerar consenso sobre os negócios, apenas permanecem em discussão 7%. As etapas de negociação, avaliação e processo de *due diligence* podem reduzir, facilmente, a lista, já curta, de 7% para apenas um negócio que é realmente completado³⁵.

A chave para gerar um fluxo de negócios é um indivíduo dar-se a conhecer e introduzir a sua empresa. Jos Peeters³⁶ é o fundador e gestor executivo da Capricorn Venture Partners NV, uma empresa de aconselhamento de capital de risco belga, que se especializa em financiamento em fases prematuras. Também foi o fundador e primeiro presidente do conselho de administração da Belgian Venturing Association. Peeters³⁷ refere que os melhores negócios são aqueles cujas perspetivas advêm de indicações pessoais de sócios, empreendedores, conselheiros e/ou de investidores de capital de risco, que podem querer contribuir como contrapartida de uma dívida que tenham para com determinada sociedade. O seu ponto de vista é reforçado por provas de Werner Schauerte³⁸ da empresa Atlas Venture, outro investidor de capital de risco europeu, que apresentou uma análise das fontes da sua sociedade, no ano de 1991, num encontro da European Venture Capital Association.

Os valores que Schauerte³⁹ apresenta servem como base, no seio da sua sociedade, para o número de introduções a negócios e, mais importante ainda, a quantidade destes concluídos com sucesso por cada uma das suas fontes principais. A maior fonte de fluxo de negócios foi proveniente de fundos de capital de risco criados especificamente para apoiar *start-ups*: cerca de 40% das introduções ocorreram por esta via. Não obstante, representam somente 10% dos negócios da sociedade que culminaram em sucesso (taxa de 25%). Seguidamente, encontrava-se a fonte de fusões e aquisições com 35% das perspetivas introduzidas desse modo, levando a uma taxa de 20% do total das bem conseguidas (taxa de 60%). As introduções pessoais corresponderam a 25% e todos esses 25% estão associados a negócios completados com sucesso (taxa de 100%).

³⁵ Seguimos de perto BOSCH, JESSICA VAN DEN & DUYSTERS, GEERT, *Corporate Venturing. Organizing for Innovation*, Edward Elgar Publishing Ltd, p. 24, 2014.

³⁶ BYGRAVE, W.D., HAY, M. AND PEETERS, J.B., *The Venture Capital Handbook*, Financial Times/Prentice Hall, London, 1999, pp. 40-41, citação.

³⁷ *Ibidem* BYGRAVE, W.D., HAY, M. AND PEETERS, J.B., *The Venture Capital Handbook*, Financial Times/Prentice Hall, London, 1999, pp. 51-53, citação.

³⁸ SCHAUERTE, WERNER, *Existence and History in Kierkegaard and Heidegger*, Anton Hain Verlag, pp. 95-97.

³⁹ *Ibidem* SCHAUERTE, WERNER, *Existence and History in Kierkegaard and Heidegger*, Anton Hain Verlag, pp. 98-99, citação.

Há vários métodos de darmos a conhecer a nossa empresa ao mundo, seja por via de apresentações em conferências e eventos de indústria ou por meio de feiras tecnológicas e exposições, embora o seu custo de realização seja elevado.

A cobertura editorial (relatos noticiosos e peças editoriais promovidas por terceiros em nome de determinada sociedade) é uma forma, em geral, preferível de publicitar mensagens-chave sobre uma determinada sociedade. No final do dia, as entrevistas, por parte da imprensa, não são apenas gratuitas, mas são igualmente um meio muito poderoso, gerador de uma resposta proveniente de empreendedores e dos seus intermediários. De todo o modo, não se deve subestimar o valor único da reputação que uma empresa tem.

Há que trabalhar nos contactos pessoais se se quer gerar um fluxo confiável de negócios atrativos, porém o que realmente conta mais são os contactos em si. Na ótica de Peeters, tal quer dizer ser profissional, equilibrado e justo. Isto é o que dá credibilidade a um indivíduo e que persuade empreendedores, contabilistas e consultores a indicar-lhe clientes. É o que convence outros investidores a convidá-lo num próximo negócio potencialmente frutífero.

Existe uma grande discussão em torno de se os benefícios principais do *corporate venturing* são estratégicos ou financeiros. O melhor teste prático será ver como estes poderão fortificar a nossa pessoa: se o plano é, por hipótese, travar a aquisição de um concorrente de uma nova tecnologia promissora, talvez se revele com sendo uma boa jogada obter uma participação maioritária na sociedade que a está a desenvolver; já se o objetivo é, exclusivamente, a tecnologia em si, haverá melhores formas de a obter (adquirir uma licença de exploração da mesma, por exemplo).

Fergal Mullen e os seus colegas gerem um fundo de capital de risco para a Rivest-Shamir-Adleman Security LLC, uma empresa especialista em segurança cibernética e encriptação de *softwares*. De acordo com Mullen⁴⁰, a primeira prioridade na maximização do retorno é a qualidade da oportunidade em questão. Para a encontrar, é crucial estar a trabalhar nos círculos apropriados. Saber quando efetuar o investimento também é importante.

Abrir a organização a um fluxo de perspectivas de negócios e *ventures* é uma parte importante do processo de *corporate venturing*. Trabalhar com parceiros flexíveis e

⁴⁰ RIND, K., *The role of venture capital in corporate development*, Strategic Management Journal, April, 1981, citação.

empreendedores resulta numa mudança de atitude que pode servir como “agitadora” das funções de desenvolvimento negocial mais tradicionais no seio de uma sociedade, como *R&D* e fusões e aquisições (“*M&A*”).

Um dos benefícios inesperados do *corporate venturing* é o modo como pode ajudar a ultrapassar barreiras internas (no âmbito da empresa) e a tornar mais recetivas novas ideias. As organizações empresariais absorvem ideias para novas oportunidades de tudo e todos. Não andam à procura de uma mera melhoria diminuta num produto: tipo características novas do próximo ano; ou a próxima geração de um produto.

Estas entidades não se limitam a captar ideias de uma fonte só, seja esta interna, proveniente dos seus fornecedores ou distribuidores, ou conectada a conversas com os seus clientes sobre as suas carências de mudança, a fim de que possam antecipar o que o mercado irá exigir. A sua prática prende-se com uma junção de todas as anteriores e, para além disto, estão abertas a oportunidades de todo o tipo, adveniente de todo o tipo de fontes⁴¹.

6. Casos de Sucesso

No modelo clássico de *corporate venturing*, uma empresa lança um novo empreendimento tecnológico ou uma empresa mais estabelecida no mercado investe os seus recursos diretamente numa *start-up* empreendedora, partilhando as recompensas e o risco comercial.

A nova empresa está à procura de investimento e *expertise* para promover o crescimento dos lucros que necessita para uma venda ou para ingressar num processo de conversão da sociedade privada numa pública, por meio de emissão de participações, adquiridas pelo público. O sócio participante providencia dinheiro, conhecimento no seu setor de atividade e aptidões de gestão. A empresa pode realizar o investimento por si própria ou, de forma mais usual, em conjunto com empresas de capital de risco ou outros investidores que também estejam interessados no lucro potencial.

O sócio de capital de risco proporciona capital próprio na nova empresa, *expertise* na estruturação da transação (com vista a que esta não integre a contabilidade da empresa), na concretização de maximização do valor, conhecimento em serviços como o de

⁴¹ BRODY, P. & ENRLICH, D., *Can big companies become successful venture capitalists?*, The McKinsey Quarterly, 1998, pp. 37-44.

recrutamento de gestores adicionais e na criação de um fórum para discussão e criação de novas ideias.

O modelo é o descrito acima. Na prática, um programa de *corporate venturing* pode ser gerido assiduamente, porém todos os programas são diferentes. A principal diferença deve-se ao facto de o *corporate venturing* ser um negócio de pessoas: enquanto forem indivíduos a tomarem decisões sobre os empreendimentos, será dotado de uma grande idiossincrasia.

Contanto que o *corporate venturing* verse sobre empreendedorismo, ao invés de investimento monetário através de um fundo, o peso da importância das decisões das pessoas e o talento empresarial são primordiais. A partir do momento em que as empresas se dedicam a uma atividade de *corporate venturing*, seja qual for a dimensão da mesma, estão ligadas às pessoas que os gerem por elas. É a equipa de gestão empreendedora interna que filtra as melhores oportunidades de investimento e que patrocina o programa de dentro da empresa⁴².

Em qualquer projeto empresarial, o resultado depende de vários fatores, mas os pontos-chave são a equipa, a oportunidade e as chances de concretizar o seu potencial. Quando questionados sobre qual destes fatores é o mais crítico para um investimento bem-sucedido, os especialistas em capital de risco tendem a discutir se o mais importante é o potencial da oportunidade em causa ou a equipa encarregue de a materializar. No mundo do *corporate venturing*, porém, a equipa assume uma importância maior. É possível mudar de equipa, mas enquanto esta estiver no projeto, as capacidades de gestão empresarial deles assumem uma importância crucial⁴³.

Nos últimos anos, cerca de 300 empresas (mais de metade nos Estados Unidos da América) instituíram programas de dimensão significativa, sendo que a única justificação empresarial para um programa é, obviamente, se o investimento trazer um melhor retorno que qualquer outra alternativa, durante um período definido.

Na última década, os lucros de alguns grandes programas, nos quais as empresas investem fundos de capital, no valor de 100 milhões de euros ou mais, têm correspondido, frequentemente, à *performance* das sociedades de capital de risco privado, as quais tiveram, em média, uma taxa interna de retorno de cerca de 15% nos últimos dez anos.

⁴² CUMBRE, LOURDES LÓPEZ (dir.) / GARCÍA, MARINA REVUELTA (coord.), *Start-ups, emprendimiento, economía social y colaborativa: un nuevo modelo de relaciones laborales = Start-up, entrepreneurship, social and sharing economy: a new model of social relations*, pp.40-53.

⁴³ PINCHOT, G., *Intrapreneuring*, Harper & Row, 1985, pp. 10-15.

Alguns programas extraordinariamente bem geridos produziram lucros anuais que excedem os 60%. Contudo, os lucros dos fundos de corporate venturing são muito variáveis e suscetíveis aos altos e baixos do ciclo de investimento⁴⁴.

Não é por acaso que foram, principalmente, as empresas tecnológicas que estabeleceram os maiores fundos de risco. Por exemplo, a Intel (manufatora de chips) investiu mais de 3 mil milhões de libras através do seu fundo de risco nos últimos três anos. Nesta última década, é este tipo de empresas que tem dinheiro em excesso para investir. Porém, também são estas que têm feito mais do que qualquer outra para atrair e reter indivíduos talentosos que alimentem o seu crescimento.

Uma grande parte do interesse em *venturing* é proveniente de pessoas em empresas tecnológicas que insistem em juntar-se a este caminho, seja numa posição externa à da sociedade, como verdadeiros empreendedores, ou numa posição interna. Esta adesão não se deve apenas às recompensas envolvidas, mas também ao gosto pela gestão empresarial que está em oferta.

O *corporate venturing* não é apenas algo que é cada vez mais útil de ter num *curriculum vitae*. A experiência de trabalhar numa equipa de *corporate venturing* – identificar oportunidades e tentar perceber o seu valor para a empresa – traz a satisfação de ser parte-chave numa empresa e de identificação com o trabalho em questão.

Esta identificação com a entidade empresarial é o que faz com que o *corporate venturing* seja uma ferramenta tão poderosa, no âmbito do desenvolvimento empresarial. O *venturing* bem sucedido contribui para a criação de uma cultura empresarial que prospera em ideias e na exploração de oportunidades. Um programa bem gerido permite aguentar um nível de risco que, normalmente, seria inaceitável, com uma chance de gerar maior crescimento do que a concorrência, caso as oportunidades sejam exploradas com sucesso.

Desde o rebentar da bolha da internet, o panorama do *venturing* aparenta estar muito diferente de há um ou dois anos atrás. Empresas como a Amazon e a Starbucks, que entraram na arena do *corporate venture* no auge do boom da internet, retiraram os seus fundos e cancelaram os seus programas empreendedores. Muitas das empresas de comunicação social também cortaram nos seus investimentos no *venturing* ou retiraram-nos por completo. As empresas seguem o mote dos investidores de capital de risco

⁴⁴ RIPLINGER, NIKLAS, *A business model analysis of corporate venture building*, sob orientação de Peter Rajsingh, UCP Lisboa, 2022, pp. 61-70.

privado. Estes providenciam o financiamento aos empreendimentos numa fase similar à de um negócio recém-criado⁴⁵.

Uma característica da última década tem sido os grandes programas de *corporate venturing* de empresas de alta tecnologia (*high-tech companies*), como a já falada Intel e a Oracle (*software giant*).

A abordagem mais sofisticada ao *corporate venturing* é aquela, na qual uma empresa estabelece um fundo para investir em *start-ups* ou novas empresas, seja diretamente ou por meio de um especialista em *corporate venturing*. De facto, à medida que o setor da alta tecnologia ia crescendo, de forma exponencial, as empresas iam investindo em *corporate ventures*, como uma forma de alcançarem os desenvolvimentos que seriam importantes para elas.

Os gestores de *corporate ventures* tiveram que aprender a nivelar o seu ritmo com o da necessidade de alto crescimento. No passado, uma empresa pode ter ingressado, por exemplo, num projeto com a vaga noção de que este poderia complementar a sua atividade comercial basilar. Todavia, atualmente, a equipa de gestão de uma sociedade comercial pode ter passado a adotar uma abordagem mais pró-ativa.

Em muitos aspetos, os programas de *corporate venturing* têm muito em comum com o capital de risco privado. As empresas que gerem os seus fundos de *corporate venturing*, visando apenas o lucro, ao invés de uma adequação estratégica com a sua atividade principal, partilham precisamente dos mesmos problemas: seja de financiamento em fase inicial, ou ulterior, seja relacionados com a importância do mercado de OPI em alcançar lucros.

Contudo, há uma diferença importante para a maioria dos *corporate venturers*, que estão à procura de benefícios estratégicos e retornos financeiros. É que terão que ter em conta a relação triangular entre os interesses da empresa-mãe, da empresa descendente e dos gestores dos programas de *venture*. O problema-chave para as empresas é o de como organizar a função de *corporate venturing* da melhor forma, tanto para manter o processo em condições normais, como para integrá-lo nas suas culturas internas. Há ainda que saber como recompensar devidamente os gestores de *ventures* bem-sucedidos, a fim de impedir a sua saída para empresas de capital de risco⁴⁶.

⁴⁵ MOSS KANTER, ROSABETH, *The Change Masters*, Thomson Publishing, London, 1983, pp. 20-45.

⁴⁶ BOSCH, JESSICA VAN DEN & DUYSTERS, GEERT, *Corporate Venturing. Organizing for Innovation*, Edward Elgar Publishing Ltd, 2014, pp. 63-69.

De seguida, apresentamos alguns exemplos de casos de sucesso da implementação de *corporate venture*.

Caso I: Cambridge Technology Partners⁴⁷ (empresa de implementação de sistemas de *software*).

O nosso caso iniciou-se em 1991: a CTP foi constituída na sequência de uma cisão do Grupo CT, iniciado por um sócio maioritário e gestor de capital de risco da Safeguard Scientifics, Inc.. Após isso, Jim Sims foi contratado como gestor da divisão de consultoria e desenvolvimento de *software*, denominada CTP, adotando uma estratégia de crescimento por aquisição.

Em 1994, a CTP adquire o Grupo IOS AB, uma sociedade, sediada na Suécia, fornecedora de serviços de tecnologia de informação e desenvolvimento de *software*. No ano de 1995, Fergal Mullen junta-se à sociedade como diretor de desenvolvimento empresarial. Nesta senda, apresenta opções de desenvolvimento da empresa, por via de *spin-offs* e *corporate venturing*.

Os colaboradores da CTP apresentam, em 1996, o conceito *Greenhouse* (“estufa”) que era um plano para desenvolver um programa interno de *corporate venture*. No ano seguinte, a sociedade estabeleceu um fundo de 25 mil milhões de dólares, desses cerca de 5 mil milhões era dinheiro da empresa, sendo o resto proveniente de *outsiders* e executivos séniores da CTP.

Entre 1998 e 2000, a sociedade investe nas empresas Epiphany, Interwoven e Web Logic. Por fim, em 2001, a *performance* do fundo criado revelou ser uma das melhores nos EUA. Em vinte investimentos, houve treze saídas, sendo a maior parte por meio de ofertas públicas iniciais. Ainda há cinco por sair e apenas dois deles foram cancelados. A CTP acabou por ser alienada à Novell Networks.

Caso II: Parc Technologies (situação de uma instituição académica que recruta um empreendedor para transformar um *spin-out*⁴⁸ académico num *venture* comercial).

No início da década de 90, surgiram sinais de que o financiamento universitário do governo inglês estava em decréscimo. O Imperial College decide capitalizar em PI,

⁴⁷ De agora em diante, designada por “CTP”.

⁴⁸ Também conhecido por *spin-off* empresarial (abordado *supra*).

desenvolvida pelo seu grupo de investigação, que trabalhava em questões matemáticas complexas. Em meados da década, a equipa de investigação da universidade consegue demonstrar as primeiras aplicações comerciais, neste âmbito, tendo em vista potenciais clientes. Reconhece ainda que, para ganhar mais negócios, necessita de oferecer algo próximo de um produto de consumo final. O que irá requerer uma nova abordagem e investimento adicional.

Em 1999, a Parc Technologies adquiriu direitos exclusivos para a exploração de PI. O *business angel*⁴⁹ Maurice Pinto e o Grupo 3i (empresa internacional de investimentos) decidem investir na Parc Technologies. Gideon Agar, gestor na indústria tecnológica, juntou-se à Parc Technologies para chefiar um processo de *spin-out*.

A Parc Technologies, no ano de 2000, atingiu o seu primeiro marco de receita, financiando os 800 mil dólares do orçamento da operação de investigação, da qual foi alvo de *spin-out*. Em março de 2001, Agar e a sua direção completam a segunda ronda de financiamento, investindo 20 mil milhões distribuídos entre: a CSFB; a Cisco Systems; a George Soros; e o Grupo NTT. O foco da Parc Technologies é solucionar problemas de gestão de rede para redes do protocolo de *internet* (“*IP – Internet Protocol*”), que é o alicerce de última geração da infraestrutura das telecomunicações. De futuro, é possível que a Parc Technologies passe a estar cotada em mercado regulamentado ou que seja alvo de uma aquisição.

Caso III: Eisai (trata-se de uma empresa de investigação farmacêutica japonesa, que procura partilhar o risco e as potenciais recompensas conectados à investigação da doença de Alzheimer, com o objetivo de lançar este estudo a uma escala global).

A Eisai foi criada no ano de 1941. No início dos anos 80, os cientistas da sociedade descobriram uma droga (o Aricept) que resulta numa melhoria de memória e de funções cognitivas. O medicamento em questão é utilizado para tratar sintomas de demência em pessoas diagnosticadas com um nível de Alzheimer de gravidade moderada.

Em 1994, a Eisai e a Pfizer Inc., empresa farmacêutica e de biotecnologia multinacional, fizeram um acordo de *venture* para a copromoção do Aricept nos EUA, no Reino Unido, na Alemanha e na França. Esta droga foi colocada no mercado em apenas oito anos,

⁴⁹ *Business angels* são indivíduos que investem o seu dinheiro em start-ups ou outras empresas, numa fase inicial da sua existência, com boas perspetivas de crescimento, tendo como contrapartida uma participação no capital das mesmas. Habitualmente, assumem o papel de mentores, oferecendo a sua experiência aos empreendedores.

contrariando os vinte anos de período médio da indústria para colocação de um medicamento no mercado.

No ano seguinte, a Eisai alocou 34 mil milhões de dólares à sua *R&D*, focada no sistema nervoso central, nos sistemas cerebral e cardiovascular, nos problemas sanguíneos, nas infeções bacterianas, em vírus e no cancro. Em 2001, o Aricept tornou-se o maior medicamento da Eisai, passando a encabeçar o tratamento de Alzheimer, representando cerca de 90% do mercado das drogas desse género⁵⁰.

7. O “Ecosistema” do *Corporate Venturing*

Nos último anos, a variedade de organizações que oferecem auxílio no *corporate venturing* aumentou significativamente. Consultorias de estratégia, aceleradoras, incubadoras, *corporate venture capitalists* e *corporate venture builders* almejam combinar atividades empreendedoras com empresas existentes. O “ecossistema” do *corporate venturing* tenta encurtar o ciclo de inovação, extraíndo o valor da tecnologia, reduzindo o risco, intensificando as capacidades negociais, desenvolvendo, no nosso ponto de vista, novas faculdades mais rapidamente do que as grandes empresas, criando assim valor. As ofertas de assistência ao *corporate venturing* vão desde locais de trabalho e *networking* a benefícios imateriais e recursos financeiros⁵¹.

As estratégias de *corporate venturing* podem ser divididas em: *venturing* interno, alianças, e capital de risco. O *Venturing* interno descreve as atividades empreendedoras dentro de uma empresa e é levado a cabo por unidades internas; as alianças são parcerias com organizações de apoio; já o capital de risco, refere-se ao investimento direto em *start-ups*. Estas correspondem às três abordagens de inovação: construir; estabelecer parcerias; e investir⁵².

De notar que, na nossa opinião, o *corporate venturing* raramente funciona, por si só, como uma fonte principal de crescimento empresarial. Adiante, apresentamos estratégias externas de estabelecimento de parcerias e de investimento. Destacando, em conformidade, as organizações que servem de base a essas atividades de *corporate venturing*⁵³.

⁵⁰ KING, NICHOLAS, *Corporate Venturing*, Paperback, 2002, pp. 64-78.

⁵¹ MIAN, S., LAMINE, W., & FAYOLLE, A., *Technology Business Incubation: An overview of the state of knowledge. Technovation*, 50–51, 2016, pp. 1–12.

⁵² BERGEC, A., & NORRMAN, C., *Incubator best practice: A framework. Technovation*, 2008, pp. 20–28.

⁵³ MORSE, K., WEBER, D., & CARTER, W. *Teaching Elephants to Dance*, MIT Technology Review, MIT Technology Review, 2004.

7.1. Aceleradoras

As aceleradoras são dinâmicas e têm uma base colaborativa. Correspondem a programas de tempo limitado que apoiam *start-ups*, primariamente, via financiamento, elementos educacionais, mentoria e uma oportunidade de apresentar estas empresas a especialistas numa determinada área e investidores. Estes programas são focados em acelerar o crescimento das *start-ups*, fazendo com que os seus produtos cheguem ao mercado mais rapidamente e integrando-as num espectro de elevada importância.

Os programas de aceleradoras auxiliam, acima de tudo, *start-ups* muito recentes com o financiamento inicial. Ajuda essa que culmina com eventos de demonstração pública, nos quais as *start-ups* têm a oportunidade de se mostrar diante de potenciais investidores e outras empresas. As aceleradoras empresariais são geridas ou patrocinadas diretamente por uma ou mais sociedades estabelecidas no mercado. O objetivo dos programas de aceleradoras empresariais é, essencialmente, conectar uma empresa à inovação externa e participar no sucesso de *start-ups*, da melhor forma possível⁵⁴.

7.2. Incubadoras

As incubadoras são organizações que apoiam o estabelecimento de mercado e o crescimento de um novo negócio com recursos tangíveis (*i.e.* equipamento e serviços administrativos) e intangíveis (*i.e.* conhecimento, acesso a determinada rede) durante um período flexível e são financiados por um patrocinador (*i.e.* governo ou sociedade) e/ou autofinanciam-se. As incubadoras corporativas são entidades de negócio especializadas, que visam integrar *start-ups* inovadoras numa empresa-mãe e incubar novos negócios, ao providenciarem recursos e suporte físicos.

A diferença-chave entre aceleradoras empresariais e incubadoras corporativas é a duração de uma colaboração com *start-ups*. Enquanto os serviços das aceleradoras são delineados para promoverem as *start-ups* de uma determinada fase para a seguinte, as incubadoras têm em mira guiar empreendedores rumo a empresas independentes e maduras. Para além do mais, as incubadoras raramente investem nas suas *start-ups*, ao passo que as aceleradoras financiam, tipicamente, a minoria das participações no capital social de uma *start-up*⁵⁵.

⁵⁴ MOSCHNER, S. L., FINK, A. A., KURPUWEIT, S., WAGNER, S. M., & HERSTATT, C., *Toward a better understanding of corporate accelerator models*. *Business Horizons*, 2019, pp. 637–647.

⁵⁵ GONTHIER, J., & CHIRITA, G. M., *The role of corporate incubators as invigorators of innovation capabilities in parent companies*. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2019, pp. 1–21.

7.3. Corporate Venture Capitalists

O capital de risco é definido como sendo um investimento em empresas recém-criadas, que acarreta um risco significativo e potenciais retornos muito elevados. O *corporate venture capital* diz respeito ao capital de risco de sociedades não financeiras, investido em projetos de *spin-off* destas ou em *start-ups* externas. Fruto da crescente competição de capital de risco, os *corporate venture capitalists* estão também a investir em *start-ups* em fase inicial, tentando alavancar as suas tecnologias fraturantes. O número de unidades de *corporate venture capital* aumentou, nos últimos dez anos, para quase duas mil em todo o mundo. Investir, num papel de estratégia de modernização tornou-se popular. A meta aqui é a de atingir retornos financeiros e a de contribuir para alcançar os objetivos estratégicos da empresa-mãe, incluindo aprender sobre novas tecnologias e modelos de negócio⁵⁶.

Também integram este “ecossistema” os *corporate venture builders*, tópico que será desenvolvido *infra*⁵⁷.

PARTE 2 – O Fenômeno do Corporate Venture Building

8. Corporate Venture Building (CVB): o que é?

O *corporate venture building* corresponde a um tipo único de *venture building* que aborda as necessidades de inovação de empresas estabelecidas no mercado.

Este pode ser descrito como dizendo respeito a uma empresa-mãe ou um grupo empresarial, que não está envolvido no setor financeiro, construtor de uma sociedade independente, sob a forma de uma *start-up*, cujo modelo de negócio é, fundamentalmente, diferente daquele que o grupo empresarial ou empresa-mãe, anteriormente referidos, têm. Assim, os *corporate venture buildings* são organizações que assistem sociedades estabelecidas (no mercado) a acelerarem a sua inovação, ao criarem uma nova *start-up*, separada do modelo de negócio existente⁵⁸.

⁵⁶ MA, S., *The Life Cycle of Corporate Venture Capital*. The Review of Financial Studies, 2020, pp. 358–394.

⁵⁷ Desenvolvidos em Parte II, ponto 9.

⁵⁸ MALEV, M., *Corporate venture building as a business model*, 2021.

9. Corporate Venture Builders

Enquanto os aceleradores, as incubadoras e os *venture capitalists* têm como objeto o período limitado do processo inovador de uma empresa, os *venture builders* caracterizam-se por apoiarem integralmente o processo de criação de *ventures*.

O tipo inicial de *venture building* foi definido como uma criação estruturada e sistemática de *start-ups*. Ficou conhecido na Europa há cerca de dez anos atrás, por via de empresas como a Rocket Internet (empresa que incuba, constrói, desenvolve operacionalmente e investe estrategicamente em sociedades de *internet* e tecnológicas globalmente relevantes), que encontrou e construiu várias sociedades paralelas. A sustentabilidade e repetibilidade do processo de criação de *ventures* revelam-se aspetos essenciais deste tipo de abordagem, dado permitirem uma redução de custos que advém da produção conjunta de vários bens ou serviços relacionados (“*economies of scope*”)⁵⁹.

10. Os Modelos de Negócio

De seguida, passamos a destacar diferentes modelos de negócio e formas organizacionais de uma empresa. É relevante mencionar que existem três modelos centrais de *venture building*. São eles: *venture building* interno; “trabalhar para empresas”; e “trabalhar para investidores”.

O *venture building* interno também é denominado de *operator model* e define os casos de *corporate venture building* em que se criam *start-ups* internamente, que pertencem a uma sociedade. Este modelo de negócio baseia-se na participação societária de um determinado *venture builder* nas *start-ups* que fundou, que ora são reintegradas numa empresa, ora continuam a funcionar como subsidiárias. Um *venture builder* gera dinheiro quando uma *start-up* é vendida, pelo que o seu objetivo é vendê-la ou integrá-la numa sociedade já em exercício.

O segundo modelo (“trabalhar para empresas”), também nomenclado de “*agency model*” ou “*venture building as a service*”. Há *corporate venture builders* que usam empresas que apoiam o “*agency model*” em atividades de *venture building*, oferecendo, na melhor das hipóteses, uma implementação chave de *start-ups*. Tipicamente, o *venture builder* obtém uma remuneração, sob a forma de taxa, pelo serviço⁶⁰.

⁵⁹ HSU, D. (2018). *Sleeping Giants: A Primer on Corporate Venture Building*, 2018.

⁶⁰ DOYLE, M., *The Venture Studio Business Model Explained*, Next Big Thing Academy, 2021.

Finalmente, “trabalhar para investidores” é uma mistura dos dois tipos de modelo anteriores e descreve os *venture builders* que estejam envolvidos numa *start-up* recém-fundada e que detenham participações sociais e taxas suficientes para darem origem a uma *start-up* em nome de uma empresa estabelecida no mercado. Os investidores podem ser instituições, investidores privados, ou empresas de capital privado.

Há autores, com os quais concordamos, que dividem o *corporate venture building* em: 1) *joint venture building*; 2) *venture building as a service*; 3) consultoria empresarial. Estes modelos são, por sua vez, subdivididos segundo um critério de dimensão e de orientação estratégica empresarial.

As pequenas empresas visam o crescimento e tentam, simultaneamente, estabelecer um modelo de negócio lucrativo. Por norma, estas sociedades implementam projetos inovadores em conjunto com um *corporate venture builder* que recorre ao *joint venture building* (estratégia em que duas ou mais empresas se unem para criar uma nova entidade ou projeto colaborativo, combinando os seus recursos, conhecimentos e capacidades para alcançar objetivos estratégicos comuns). Tipicamente, um *venture builder* providencia os seus recursos para este efeito. A remuneração baseia-se em taxas e participações societárias.

As empresas médias procuram alcançar uma inovação de mercado. Estas empresas tendem a desembolsar mais dinheiro na inovação do que as pequenas empresas e trabalham com prestadores de *venture building as a service*. Neste modelo, a remuneração consiste, essencialmente, em taxas. Ainda assim, em fases mais avançadas do processo, a possibilidade de auferir participações societárias ou compensações, cuja base de cálculo é a *performance* dos intervenientes, não é excluída⁶¹.

Já as grandes empresas estão, de forma cada vez mais intensa, em busca de diversificar e realizar sinergias entre diferentes modelos de negócio, para que os tópicos da inovação sejam, primariamente, implementados internamente. O apoio à inovação de grandes sociedades é, usualmente, proveniente de consultorias que esboçam estratégias. As consultorias empresariais têm taxas subjacentes como contrapartida exclusiva e os *spin-offs* ocorrem com muito menos frequência, comparativamente a outros casos.

⁶¹ MAHR, A., SEDLACEK, J., KUTHER, S., & MEHR, D., *Annual Stryber Corporate Venturing Report*, 2022.

Com base nisto, no nosso ponto de vista, torna-se claro que os *corporate venture builders* necessitam de modelos de negócio e processos “feitos à medida” para atingirem os objetivos diversos de empresas estabelecidas no mercado.

Todos os modelos têm em comum o facto de tentarem alavancar os recursos existentes e validarem, de forma eficiente, ideias de negócio. No melhor dos cenários, podem conseguir criar um *venture* autónomo.

O processo de criação típico de um *venture* mais seguido por *venture builders* assenta na abordagem *lean start-up* (que consiste numa metodologia de desenvolvimento de negócios e produtos que visa reduzir o tempo e os recursos necessários para criar um produto ou serviço bem-sucedido) e divide-se em quatro capítulos distintos: descoberta; validação; criação; e *company building* (construção de empresas). Os primeiros dois termos revolvem em torno da busca de um modelo de negócio adequado. Os últimos dois descrevem a execução desse quadro.

Todo este caminho tem início com uma fase de ideação, na qual se recorre a métodos inovadores e colaborativos de solucionamento de problemas (*design thinking methods*).

A abordagem *lean start-up* valida potenciais ideias neste âmbito. A meta a visar é desenvolver um produto minimamente viável, o mais rápida e eficientemente possível, a fim de se obter *proof of concept* (prova de conceito) – termo usado para descrever uma demonstração prática e preliminar que visa verificar se uma determinada ideia, teoria, ou método pode ser viável num contexto real. Através de um produto minimamente viável e de uma prova de conceito bem sucedidos, um *venture* pode começar, arrancando assim, a fase de crescimento. No fim deste processo, é criado um *venture* pronto para enfrentar o mercado, podendo este ser executado de várias maneiras. Caso uma ideia falhe no seio desta tramitação, novas hipóteses são desenvolvidas e iterativamente testadas. Alternativamente, o conceito é abandonado⁶².

11. Vertente Jurídica do Fenómeno

11.1. Aspetos legais

Vejam agora como é que o fenómeno do *corporate venture building* se projeta no mundo do Direito.

⁶² KUMAR, K., BOESSO, G., FAVOTTO, F., & MENINI, A., *Strategic orientation, innovation patterns and performances of SMEs and large companies*, Journal of Small Business and Enterprise Development, 2012, pp. 132–145.

São diversas as perspectivas em que o mesmo deve ser equacionado.

Enunciemo-las:

- 1) Propriedade intelectual (PI): as empresas-mãe devem garantir que a PI criada durante o processo de construção da *start-up* seja adequadamente protegida. Isso pode envolver a criação de acordos de PI que definem claramente os direitos de PI e as responsabilidades das partes envolvidas;
- 2) Estrutura corporativa: decidir sobre a melhor estrutura jurídica para um novo *venture*, como uma subsidiária, *joint venture* ou entidade separada. Cada opção tem implicações legais diferentes, em termos de responsabilidade, tributação e governação;
- 3) Modelo de governação: implementar um modelo de governação que assegure transparência, responsabilidade e conformidade legal. Isto pode incluir a criação de conselhos de administração e comissões de auditoria;
- 4) Contratos de trabalho e pactos de não concorrência: os contratos de trabalho para os funcionários envolvidos na construção da *start-up* devem incluir disposições claras sobre PI, confidencialidade e não concorrência para proteger os interesses da empresa-mãe;
- 5) Conformidade regulatória: deve ser assegurado, pela sociedade-mãe, que a construção e operação da *start-up* estão em conformidade com todas as leis e regulamentos aplicáveis, incluindo questões fiscais, laborais e de privacidade de dados;
- 6) Relações com investidores: se uma sociedade-mãe planeia levantar fundos de investidores externos para a *start-up* constituída, deve garantir que cumprem todas as leis de valores mobiliários e regulamentações de captação de recursos;

- 7) Responsabilidades e riscos financeiros: as empresas-mãe têm que considerar as implicações financeiras e os riscos associados à construção de uma *start-up*, incluindo financiamento inicial, responsabilidade por dívidas e potenciais perdas financeiras;
- 8) Concorrência e *antitrust*: é imperativo que as empresas-mãe estejam atentas às questões de concorrência e *antitrust* que podem surgir ao construir e operar uma *start-up* num setor específico;
- 9) Proteção do consumidor: se a *start-up* desenvolvida oferecer produtos ou serviços aos consumidores, é crucial que estejam de acordo com todas as leis de proteção ao consumidor e regulamentações aplicáveis, tal tem que ser salvaguardado pelas sociedades-mãe;
- 10) Implicações fiscais: estruturar um novo *venture* de forma a otimizar a carga fiscal, considerando incentivos fiscais e evitando a dupla tributação. Em termos de conformidade fiscal, garantir que todas as obrigações fiscais sejam cumpridas;
- 11) Fusões e aquisições: A legislação portuguesa, através do Código das Sociedades Comerciais, fornece um quadro abrangente para a realização de fusões e aquisições, estabelecendo procedimentos claros para assegurar a transparência e a proteção dos interesses de todas as partes envolvidas. O *corporate venture building*, embora não especificamente tratado no CSC, pode ser realizado dentro deste quadro legal, aproveitando as disposições sobre a constituição e reestruturação de sociedades;
- 12) Resolução de litígios: em caso de conflito entre a empresa-mãe e a *start-up* estabelecida no mercado, é importante ter mecanismos de resolução de litígios adequados estabelecidos nos documentos legais⁶³.

⁶³ ALTEROWITZ, RALPH & ZONDERMAN, JON, *New Corporate Ventures: How to Make Them Work*, New York: Wiley, 1988, pp. 72-78.

11.2. Desafios técnico-jurídicos

De entre as diversas dimensões acima enunciadas, vemos sobretudo as seguintes:

1) Propriedade intelectual (PI)

A PI (PI) desempenha um papel crucial no *corporate venture building*, onde grandes empresas estabelecidas (incumbentes) criam, financiam e desenvolvem novos negócios internamente ou em colaboração com *start-ups*. A gestão eficaz da PI pode determinar o sucesso ou fracasso dessas iniciativas, influenciando a inovação, a competitividade e o valor de mercado de novas entidades.

No que toca à importância da PI, cumpre salientar: a proteção da inovação, por via da proteção de novas ideias, tecnologias e processos desenvolvidos dentro de um *venture* e a garantia que a empresa possa beneficiar das vantagens exclusivas das suas inovações, evitando a cópia ou imitação por parte de concorrentes; a criação de valor, por meio de patentes, marcas registadas, direitos autorais e segredos comerciais que podem aumentar significativamente o valor de um *venture*. A PI pode ainda, ser um ativo valioso nas negociações com investidores e parceiros estratégicos; a vantagem competitiva, tendo direitos exclusivos sobre tecnologias e inovações que podem proporcionar uma vantagem competitiva significativa no mercado. Há também uma facilitação da construção de barreiras de entrada para concorrentes; o licenciamento e monetização, aqui a PI pode ser licenciada para outras sociedades, gerando uma fonte adicional de receita. Existe a possibilidade de estabelecer parcerias estratégicas baseadas em ativos de PI.

Em suma, a gestão eficaz da PI é essencial no *corporate venture building* para proteger a inovação, criar valor e manter uma vantagem competitiva. Empresas que conseguem identificar, proteger e gerenciar os seus ativos de PI, de forma estratégica, estão melhor posicionadas para aproveitar plenamente os benefícios das suas iniciativas de *venture*, garantindo sustentabilidade e sucesso a longo prazo⁶⁴.

2) Estrutura societária e modelo de governação

⁶⁴ BLANK, S., *Why the Lean Start-Up Changes Everything*, Harvard Business Review, 2013.

A estrutura corporativa e os modelos de governação são componentes essenciais do *corporate venture building*, pois determinam como o novo negócio será organizado, gerido e supervisionado. Estas componentes são cruciais para garantir que o *venture* atinja os seus objetivos estratégicos, mantenha conformidade legal, minimize riscos e atraia investimento.

Quanto à estrutura empresarial, existe uma definição clara de responsabilidade e autoridades, havendo clareza organizacional (a estrutura corporativa define as responsabilidades e autoridades dentro da organização, facilitando a comunicação e a tomada de decisões) e uma facilitação da alocação eficiente de recursos, incluindo capital e tecnologia, para as áreas que mais precisam.

Cumprir referir que no campo da gestão de riscos e responsabilidades legais, existe um isolamento de riscos, no qual se estrutura o *venture* como uma entidade separada, isolando os riscos e responsabilidades legais, protegendo a empresa-mãe de possíveis passivos. Para além disto, é de mencionar o *compliance*: diferentes estruturas têm diferentes requisitos de conformidade. Escolher a estrutura correta ajuda a garantir que o *venture* cumpre todas as leis e regulamentações aplicáveis.

No âmbito do acesso a financiamento, pode haver uma atração de investidores, uma estrutura corporativa bem definida pode tornar um *venture* mais atraente para investidores, oferecendo clareza sobre o retorno de um investimento e estratégias de saída. Assim como, incentivos fiscais e subvenções (algumas estruturas podem qualificar o *venture* para incentivos fiscais, subvenções e outras formas de apoio financeiro).

No que concerne a flexibilidade e estabilidade, aqui fala-se de: adaptabilidade, na senda de uma estrutura corporativa bem planeada que permite, na nossa opinião, que um *venture* se adapte rapidamente às mudanças do mercado; e de uma facilitação do crescimento sustentável ao ser estabelecida uma base sólida para uma expansão futura⁶⁵.

Se for criada em Portugal, no âmbito dos modelos de governação, a nova *start-up* ou unidade de negócios terá que obedecer às regras do Código das Sociedades Comerciais (CSC).

⁶⁵ LAWRENCE, J., FULTON, K., NAROWSKI, P., & HURWITZ, J., *The Rise of Startup Studios*, 2019.

Na eventualidade de a sociedade criada ser uma sociedade por quotas, a gestão pode ser singular ou plural, consoante a empresa seja administrada e representada por um único gestor ou existam dois ou mais gestores (artigos 252º e 261º do CSC). Não estando, em princípio, sujeita a fiscalização (não obrigatoriedade), podendo, porém, o contrato de sociedade determinar, facultativamente, a existência de um conselho fiscal ou de um fiscal único (artigo 262º, n.º 1 do CSC). Todavia, pode haver obrigatoriedade de designação de um revisor oficial de contas se a sociedade, durante dois exercícios consecutivos, ultrapassar dois dos três parâmetros do artigo 262º, n.º 2 do CSC. De notar que a assembleia geral é o órgão deliberativo em qualquer circunstância (artigo 246º e seguintes do CSC).

Caso estejamos perante uma sociedade anónima, nos termos do artigo 278.º, n.º 1 do CSC, a gestão e a fiscalização desta sociedade podem reconduzir-se a um de três modelos: modelo clássico (conselho de administração e conselho fiscal); modelo anglo-saxónico (conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas; modelo germânico (conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas), havendo em todos os casos uma assembleia geral como órgão deliberativo (artigos 373º e seguintes do CSC)⁶⁶.

A estrutura corporativa e o modelo de governação são pilares fundamentais no *corporate venture building*. Uma estrutura corporativa bem definida proporciona clareza organizacional, gestão eficiente de recursos e mitigação de riscos, enquanto uma governação eficaz assegura supervisão, responsabilidade, transparência e uma cultura de inovação. Juntas, estas componentes criam um ambiente propício para o sucesso e sustentabilidade de um novo *venture*, permitindo que ele alcance os seus objetivos estratégicos e cresça de maneira robusta e ética.

No âmbito da governação e tomada de decisões, cumpre destacar que pode existir um conflito de interesses, relacionado com os diferentes objetivos estratégicos (que podem levar a desentendimentos) de uma empresa dos sócios de uma determinada empresa. Um outro aspeto é uma possível ineficiência nas tomadas de decisões numa sociedade, pois a necessidade de consenso ou maioria de aprovação entre os titulares de participações sociais pode dificultar a tomada de decisões rápida.

⁶⁶ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 642-643, 773, 785-787, 796.

Como estratégias de mitigação dos desafios apresentados, propomos a adoção de uma estrutura de governação eficaz, procedendo à implementação de uma estrutura de governação que permita uma tomada de decisões transparente e eficiente. As sociedades devem ainda recorrer a mecanismos de resolução de conflitos, estabelecendo procedimentos claros para uma resolução de conflitos.

3) Fusões e aquisições

As disposições do CSC português sobre fusões, aquisições e reestruturações são relevantes para a integração ou venda de *start-ups* criadas através do *corporate venture building*.

No que toca à alienação de participações sociais, esta vai depender do tipo societário da empresa que estamos a analisar (que tem que respeitar os tipos previstos no artigo 1º do CSC). No domínio das sociedades anónimas, a regra geral referente à transmissibilidade das ações é oposta à regra aplicável no âmbito das sociedades por quotas, isto é, no plano das sociedades anónimas, a regra é a de que a transmissão das participações é livre (artigo 328º, n.º 1 do CSC). O transmissário da ação adquire o direito social e, conseqüentemente, vai adquirir a posição do acionista. A transmissibilidade é de tal maneira importante que não é admissível a existência de restrições estatutárias generalizadas (artigo 328º, n.º 1 do CSC).

As ações nominativas não integradas em sistema centralizado transmitem-se por endosso (declaração de transmissão, escrita no título) com indicação do adquirente, seguida de registo junto da sociedade emitente (ou de intermediário financeiro que a represente), nos termos do artigo 102º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

A transmissão produz efeitos na data da apresentação do requerimento de registo à sociedade emitente (artigo 102º, n.º 5 do CVM). Quanto às ações tituladas (nominativas), integradas em sistema centralizado, aplica-se à respetiva transmissão o disposto para a transmissão de ações escriturais integradas em sistema centralizado (artigo 105º do

CVM). Já as ações escriturais transmitem-se pelo registo na conta do adquirente (artigo 80º, n.º 1 do CVM)⁶⁷.

A lei portuguesa prevê duas modalidades distintas de fusão (artigo 97º, n.º 4 do CSC): a fusão-incorporação e a fusão-constituição. A fusão incorporação (também denominada de fusão-absorção), prevista na alínea a) desta norma, consiste na operação em que uma das sociedades, dita sociedade incorporante ou absorvente, vai integrar ou absorver a(s) outra(s) sociedade(s), dita sociedade incorporada ou absorvida: para esta última, a operação traduz-se na respetiva extinção, na transferência universal do respetivo património para a sociedade incorporante, e na atribuição aos respetivos sócios de partes, quotas ou ações da sociedade incorporante; para a primeira, a operação envolve uma sucessão universal do património da incorporada e, em regra, um aumento do capital. Contrariamente, na fusão-constituição, prevista na alínea b) do mesmo preceito, todas as sociedades envolvidas se extinguem e transferem os respetivos patrimónios e sócios para uma nova sociedade, constituída para esse efeito na data da dissolução daquelas^{68 69}.

4) Compliance e regulação

No *compliance* e na regulação as empresas deparam-se com regulamentações diversas, tendo que navegar pela complexidade de regimes reguladores diferentes nas várias jurisdições. As falhas no cumprimento das regulamentações locais podem culminar em severas penalizações (risco de *compliance*).

Achamos que a melhor forma de combater a questão será: realizar *due diligence* rigorosas: abrangentes, de forma a identificar e mitigar riscos de regulação; e proceder à implementação de um programa robusto de *compliance* para garantir conformidade com todos os regulamentos e leis aplicáveis.

5) Dissolução e liquidação

⁶⁷ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 525-526, 528-529, citação.

⁶⁸ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Direito das Sociedades*, 10ª edição, edição de autor, Porto, 2021, pp. 429-452.

⁶⁹ AA. VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume II (Artigos 85º a 174º), 3ª edição, coord. por JORGE M. COUTINHO DE ABREU, Almedina, 2021, pp. 200-227.

Aqui os desafios são: a definição clara dos procedimentos de dissolução (*i.e.* dissolução de um consórcio); e assegurar que a distribuição de ativos após a dissolução seja justa e conforme acordado.

No respeitante a estratégias, há que especificar claramente os procedimentos de dissolução e distribuição de ativos no contrato celebrado, tendo que ser claro, assim como rever, periodicamente, o contrato para garantir que continua justo e relevante.

6) Questões tributárias

A eficiência fiscal (estruturação de uma sociedade de maneira fiscalmente eficiente é complexo, especialmente em jurisdições múltiplas) e o cumprimento de obrigações fiscais (garantir que todas as obrigações fiscais sejam cumpridas é crucial) têm aqui destaque.

Como resposta, as empresas podem trabalhar com especialistas em tributação para otimizar a sua estrutura fiscal (consultoria tributária especializada) e implementar medidas para garantir o cumprimento de todas as obrigações fiscais (conformidade fiscal rigorosa).

7) Contribuições de capital e alocação de recursos

Determinar o valor justo das contribuições de cada sócio, sejam de cariz financeiro, tecnológico ou em *know-how* (avaliação de contribuições), assim como a utilização eficiente e conforme acordado dos recursos à disposição das sociedades são os desafios principais.

Para combater isto cumpre, em nosso entender, utilizar métodos de avaliação reconhecidos para avaliar as contribuições (critérios transparentes de avaliação) e implementar auditorias e controlos regulares para assegurar uma utilização correta dos recursos das empresas.

8) Distribuição de lucros e perdas

Os desafios que apresentamos a este propósito são: o estabelecimento de critérios claros e justos para a distribuição de lucros e perdas; e decidir sobre o reinvestimento dos lucros

num determinado empreendimento (*i.e.* associações em participação ou sociedades em comandita por ações) pode gerar conflitos entre os titulares das participações sociais de uma empresa.

Como resposta devem ser definidos, de forma clara, critérios de distribuição de lucros e perdas nos contratos e é imperativa a realização de reuniões periódicas para analisar o desempenho financeiro e decidir sobre a distribuição de lucros.

Para além das referidas, queremos ainda destacar outras dimensões.

9) Cisão

A cisão consiste na separação patrimonial realizada no âmbito de uma sociedade em substituição da sociedade que realiza a operação (artigo 118.º, n.º 1 do CSC).

A cisão em Portugal pode ser simples, caso em que uma sociedade destaca parte do seu património para com ele construir outra sociedade (artigo 118.º, n.º 1, alínea c) do CSC), pode implicar a dissolução da sociedade cindida (sociedade-dissolução), quando esta se dissolve e divide o seu património por duas ou mais novas sociedades (artigo 118.º, n.º 1, alínea b) do CSC), ou a separação de parte do património – com eventual dissolução da sociedade cindida com subsistência da atividade desta -, para o juntar a sociedades já existentes ou que realizaram operações idênticas (artigo 118.º, n.º 1, alínea c) do CSC). Neste caso, a operação designa-se cisão-fusão, pelo encadeamento de atos que implica quando globalmente considerados.

A lei societária determina a aplicabilidade à cisão das normas sobre fusão (artigo 120.º do CSC), pelo que se remete, genericamente, para a matéria da fusão.

Como tal, enquanto na fusão se reúnem os ativos de duas ou mais empresas numa única, qualquer que seja a modalidade que a viabilize, na cisão ocorre precisamente o contrário, produzindo-se um desdobramento patrimonial de uma sociedade em duas ou mais. Tendo em conta que são operações de sinal contrário, compreende-se que os cuidados que a envolvem devam ser análogos, com natural preocupação pelos interesses dos *stakeholders* mais relevantes⁷⁰.

⁷⁰ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 1076-1077, citação.

A cisão no corporate venture building pode ser uma estratégia poderosa para fomentar a inovação, aceder a novos mercados e criar valor para os acionistas. Ao permitir que as novas entidades operem de forma independente e focada, a empresa-mãe pode otimizar as suas operações principais enquanto ainda beneficia das oportunidades de crescimento e inovação. No entanto, a gestão eficaz dos desafios associados é crucial para maximizar os benefícios dessa estratégia. Com um planeamento cuidadoso e a implementação de práticas robustas de governação e gestão de mudança, a cisão pode impulsionar significativamente o sucesso do venture building.

10) Sociedades em comandita por ações

Em Portugal, o seu regime está previsto nos artigos 465.º a 480.º do CSC. São-lhes aplicáveis consoante o caso, e *mutatis mutandis*, as regras das sociedades em nome coletivo ou das sociedades anónimas. A sua firma deve resultar do nome ou firma de um dos sócios, acrescentada com a expressão “em comandita por ações” (artigo 467.º do CSC).

Este tipo de sociedades é composto por duas espécies de sócios, com regimes de responsabilidade diferentes (artigo 465.º, n.º 1 do CSC).

Os sócios comanditados assumem responsabilidade ilimitada pelas dívidas da sociedade (nos mesmos termos dos sócios das sociedades em nome coletivo). Os sócios comanditários não respondem por quaisquer dívidas da sociedade, para além do capital que subscreveram.

As participações sociais reconduzem-se a ações (artigo 465.º, n.º 3 do CSC). Nas sociedades em comandita por ações as participações dos comanditados são partes sociais e a dos comanditários são ações tituladas e registadas pelos preceitos que caracterizam o regime das sociedades anónimas⁷¹.

As sociedades em comandita por ações apresentam uma combinação única de flexibilidade, acesso a capital, gestão eficiente e mitigação de riscos que pode ser altamente benéfica para o *corporate venture building*. A capacidade de atrair investidores

⁷¹ CUNHA, PAULO OLAVO, Direito das Sociedades Comerciais, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019, p. 104, citação.

com responsabilidade limitada, juntamente com uma gestão ágil e comprometida, cria um ambiente propício para a inovação e o desenvolvimento rápido de novas empresas. Esses fatores fazem das sociedades em comandita por ações uma estrutura importante e estratégica no *corporate venture building*, facilitando o crescimento sustentável e o sucesso das iniciativas de *venture building*.

11) Consórcio

O consórcio é o contrato pelo qual duas ou mais pessoas (singulares ou coletivas) que exerçam uma atividade económica se obrigam entre si a, de forma concertada, realizar certa atividade ou efetuar certa contribuição com o fim de prosseguir um objeto comum que, no nosso país, corresponde, em princípio, nos termos dos artigos 1.º e 2.º do Decreto-Lei nº 231/81, de 28 de julho⁷², a uma realização de atos materiais ou jurídicos, preparatórios quer de um determinado empreendimento, quer de uma atividade contínua; à execução de determinado empreendimento; ao fornecimento a terceiros de bens iguais ou complementares entre si; à pesquisa ou exploração de recursos naturais; à produção de bens que possam ser repartidos, em espécie, entre os membros do consórcio.

Este contrato deve ser celebrado por escrito e se envolver bens imóveis poderá estar sujeito a um modo de exteriorização de vontade mais rigoroso (artigo 3.º, n.º 1 do DL).

O consórcio pode ser interno se os consorciados se fizerem representar junto de terceiros por um deles ou se mantiverem relações diretas com terceiros sem invocarem a sua qualidade (artigo 5.º do DL). Nesta modalidade, o consórcio não tem relevância, nem qualquer eficácia contratual, junto de terceiros que se cruzem e contactem com qualquer dos respetivos contratantes.

O consórcio é externo se os seus membros estabelecem relações comerciais diretamente com terceiros, nessa qualidade (artigo 5.º, n.º 2 do DL). Nesta modalidade de consórcio, um dos membros é designado o chefe do consórcio, com poderes de representação de todos os membros (artigo 12.º do DL)⁷³.

⁷² Doravante, referido como DL.

⁷³ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito Comercial e do Mercado*, 3ª edição, Almedina, Coimbra, 2021, pp. 321 e 323, citação.

Os consórcios no *corporate venture building* podem ser uma poderosa ferramenta para acelerar a inovação, distribuir riscos, e aceder a novos mercados. A combinação de recursos e *expertise* diversificada, quando bem coordenada, pode proporcionar às *start-ups* uma base sólida para crescimento e sucesso. No entanto, a gestão eficaz dos desafios associados, como coordenação, governação, e proteção de PI, é crucial para maximizar os benefícios dos consórcios no CVB.

12) Agrupamento Complementar de Empresas (ACE)

No nosso país, o ACE é um ente introduzido na nossa ordem jurídica pela Lei n.º 4/73, de 9 de junho, regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 430/73, de 25 de agosto.

Os ACEs são entidades constituídas pela junção de pessoas singulares ou coletivas (incluindo sociedades), conjugando esforços com a finalidade de obter um melhor resultado económico, sem prejuízo da respetiva personalidade jurídica e atividade comercial. Estas entidades adquirem personalidade jurídica com a inscrição no registo.

A lei não estabelece qualquer limitação à natureza dos intervenientes, que podem nem sequer ser comerciantes. Trata-se de uma entidade que é verdadeiramente um sujeito de mercado; e não apenas de Direito Comercial.

O ACE propõe-se uma atividade complementar, que não seja diretamente lucrativa, embora possa ter por fim acessório a realização e a partilha de lucros, desde que autorizado pelo contrato constitutivo; e tem por função promover a investigação, a formação profissional, a publicidade e o controlo de qualidade.

Contudo, se apreciarmos o diploma que regula o ACE, estabelecendo o respetivo regime, concluímos pela quase integração no Direito Comercial e pela aplicação subsidiária do regime das sociedades comerciais. Por isso, o ACE encontra-se sujeito a regime comercial e quando a atividade complementar e a natureza dos seus membros forem mercantis devem considera-lo sujeito de Direito Comercial⁷⁴.

O ACE oferece uma estrutura poderosa para o *corporate venture building*, promovendo a colaboração entre empresas de forma organizada e eficiente. Ao permitir a partilha de

⁷⁴ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito Comercial e do Mercado*, 3ª edição, Almedina, Coimbra, 2021, pp. 194 e 195, citação.

riscos, recursos e competências, o ACE acelera a inovação e a criação de valor, enquanto minimiza os custos e os riscos associados ao desenvolvimento de novas *ventures*. Para empresas que visam inovar e crescer em conjunto, o ACE pode ser uma solução estratégica altamente eficaz.

Epílogo

Como vimos, ao longo deste estudo, a dimensão económica do *corporate venturing* sobrepõe-se claramente à sua vertente jurídica; e pela sua novidade – em especial no panorama europeu –, justifica só por si uma natural predominância da primeira perspetiva.

Do acima exposto, resulta que tanto o *corporate venturing*, como o *corporate venture building* têm os seus próprios benefícios e desafios. A escolha entre eles depende dos objetivos estratégicos de uma empresa, da sua capacidade de inovação interna e da sua disposição para gerir diferentes níveis de controlo e risco. As sociedades bem-sucedidas combinam, muitas vezes, ambas as abordagens, aproveitando o melhor de cada uma para impulsionarem a sua inovação e crescimento.

É importante perceber que modelos de negócio são escolhidos pelos *corporate venture builders*, atentando se são ideais ou não. Regularmente, as sociedades estabelecidas no mercado encontram-se a ter que sacrificar uma inovação sustentável de baixo risco da sua atividade principal, em prol de uma inovação disruptiva mais arriscada. Esta última deve ocorrer fora da sociedade, uma vez que empresas maiores têm, usualmente, demasiados obstáculos estruturais e culturais. Sem prejuízo disto, a procura pela inovação empresarial é alta e os *corporate venture builders* combinam os problemas das sociedades com a especialização na construção de novos negócios, de uma forma estruturada.

No seu núcleo, os *corporate venture builders* apoiam todo o tipo de start-ups existentes, quer estejam num papel de fornecedor de serviços com uma estrutura assente em taxas, quer sejam *joint venture builders*, via participações no capital social. O foco aqui é um processo de criação eficiente de *ventures*, baseado na abordagem lean start-up.

Os clientes da maioria dos *corporate venture builders* são sociedades de múltiplas indústrias, que estão estabelecidas no mercado e que têm potencial para inovarem. Apenas alguns destes builders desenvolvem indústrias específicas. Os *corporate venture builders* que operam, primariamente, com base em impostos, têm como alvo empresas com receitas de mais de cem milhões de euros. Aqueles que também investem em novos *ventures* podem oferecer impostos mais baixos e, desse modo, têm a possibilidade de almejar empresas mais pequenas. Uma abordagem promissora para os *corporate venture builders* é a cooperação ou colaboração com empresas de capital privado, capital de risco, ou consultoras estabelecidas no mercado. Novos clientes podem ser adquiridos por intermédio deste tipo de sociedades. Os caminhos-chave para alcançar clientes são,

essencialmente, indiretos e assentes numa rede e recomendações de outros clientes ou sócios. Todavia, para que um *corporate venture builder* possa utilizar estes canais indiretos, deve, primeiramente, completar alguns projetos e desenvolver uma reputação.

Por regra, a rede de fundadores, executivos e colaboradores de um *corporate venture builder* é um fator essencial. O desenvolvimento estruturado de um novo negócio é uma estratégia de inovação, progressivamente, importante que deve ser definida, de forma clara, como uma proposta de valor. O método para suportar a fundação de um novo *venture* desde a sua idealização até ao seu dimensionamento apresenta-se como uma vantagem clara, comparado com organizações de *corporate venturing*. Adicionalmente, deve ser enfatizado que a habilitação de um novo *venture* e a permanência de uma sociedade como flexível e inovadora são definidas como sendo propostas de valor.

Para que se alcancem os objetivos referidos, as aptidões técnicas são cruciais. Quase todo o novo *venture* tem por base novas tecnologias ou palco online. Posto isto, os *corporate venture builders* devem “edificar” uma rede de parceiros forte ou contratarem especialistas informáticos. No que concerne a parceiros e recursos, revela-se claro que as empresas maiores tentam, paulatinamente, implementar projetos, de forma independente, integrados verticalmente, com capacidades técnicas. Diversamente, os *corporate venture builders* mais pequenos trabalham, sobretudo, com parceiros empresariais, o que é aconselhável, na senda de uma estrutura de custos eficiente.

O modelo de receita de um *corporate venture builder* é o tópico mais controverso deste tema: o modelo de fornecedor de serviços depende muito do seu portfólio de clientes. Os *corporate venture builders* que investem em novos *ventures* são mais diferenciados.

Em nosso entender, pode ser alegado que as participações no capital social dos *corporate venture builders* reduzem o custo total de um sócio, alinham os incentivos de ambas as partes, asseguram uma orientação a longo prazo e, nessa lógica, podem ser tidas como uma abordagem ideal. Para além do mais, as colaborações com empresas de capital de risco, capital privado e consultoras proporcionam um potencial enorme à expansão de clientela, à alavancagem conjunta de recursos e ao foco num *venture building* estruturado.

Ora, também como vimos, o Direito dá resposta às exigências e necessidades do fenómeno do *corporate venturing*, seja através de contratos especialmente aptos para o seu desenvolvimento – tais como o consórcio ou a associação em participação -, seja por

recurso a veículos personalizados e autónomos como ACE's e determinados tipos societários especificamente aptos à sua concretização prática.

Bibliografia

Obras e estudos:

AA. VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume II (Artigos 85º a 174º), 3ª edição, coord. por JORGE M. COUTINHO DE ABREU, Almedina, 2021.

ALTEROWITZ, RALPH & ZONDERMAN, JON, *New Corporate Ventures: How to Make Them Work*, New York: Wiley, 1988.

AMBOS, TINA, C., & BIRKINSHAW, JULIAN, «*How Do New Ventures Evolve? And Inductive Study of Archetype Changes in Science-Based Ventures*», *Organization Science*, 2010 (disponível em: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/orsc.1090.0504>).

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Direito das Sociedades*, 10ª edição, edição de autor, Porto, 2021.

BERGEK, A., & NORRMAN, C., «*Incubator best practice: A framework*». *Technovation*, 2008.

BESSIS, JOËL, *Capital-Risque et Financement des Entreprises*, Economica, Paris, 1988.

BIERWERTH, M., SCHWENS, C., ISIDOR, R., & KABST, R., «*Corporate entrepreneurship and performance: A meta-analysis*». *Small Business Economics*, 2015.

BLANK, S., *Why the Lean Start-Up Changes Everything*, Harvard Business Review, 2013.

BOISOT, MAX, «*A corporate culture in a world of global villages*» in SUE BIRLEY & DANIEL F. MUZYKA (eds), *Financial Times Mastering Enterprise*, Financial Times, Prentice Hall, London, 1997.

BOSCH, JESSICA VAN DEN & DUYSTERS, GEERT, *Corporate Venturing. Organizing for Innovation*, Edward Elgar Publishing Ltd, 2014.

BRODY, P. & ENRLICH, D., *Can big companies become successful venture capitalists?*, The McKinsey Quarterly, 1998.

BYGRAVE, W.D., HAY, M. AND PEETERS, J.B., *The Venture Capital Handbook*, Financial Times/Prentice Hall, London, 1999.

CHESBOROUGH, H., «*Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital*», *California Management Review*, Vol. 42, n.º 3, 2000.

CHRISTENSEN, C., McDONALD, R., ALTMAN, E., & PALMER, J., «*Disruptive Innovation: An Intellectual History and Directions for Future Research*», *Journal of Management Studies*, 55(7), 2018.

CUMBRE, LOURDES LÓPEZ (dir.) / GARCÍA, MARINA REVUELTA (coord.), *Start-ups, emprendimiento, economía social y colaborativa: un nuevo modelo de relaciones laborales = Start-up, entrepreneurship, social and sharing economy: a new model of social relations*, Thomson Reuters Aranzadi, 2018.

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito Comercial e do Mercado*, 3ª edição, Almedina, Coimbra, 2021.

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019.

DOYLE, M., *The Venture Studio Business Model Explained*, Next Big Thing Academy, 2021.

DRUCKER, PETER F., *Innovation and Entrepreneurship*, Butterworth Heinemann, Oxford, 1985.

ELFRING, T., «*Corporate Entrepreneurship and Venturing*» in *Corporate Entrepreneurship and Venturing*, Springer-Verlag, 2005.

GOMPERS, P. & LERNER, J., «*The determinants of corporate venture capital success*» in RANDELL MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, 2000.

GONTHIER, J., & CHIRITA, G. M., «*The role of corporate incubators as invigorators of innovation capabilities in parent companies*», *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2019, pp. 1–21.

KUMAR, K., BOESSO, G., FAVOTTO, F., & MENINI, A., «*Strategic orientation, innovation patterns and performances of SMEs and large companies*», *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2012, pp. 132–145.

HSU, D., *Sleeping Giants: A Primer on Corporate Venture Building*, 2018.

KING, NICHOLAS, *Corporate Venturing*, Paperback, 2002.

KÖTTING, M., & KUCKERTZ, A., «*Three configurations of corporate innovation programs and their interplay*», *European Journal of Innovation Management*, pp. 90–113, 2020.

KURATKO, D. F., GOLDSBY, M. G., & HORNSBY, J. S., «*Corporate Innovation: Disruptive Thinking*» in *Organizations in Corporate Innovation*. Routledge, 2018.

LAWRENCE, J., FULTON, K., NAROWSKI, P., & HURWITZ, J., *The Rise of Startup Studios*, 2019.

LERNER, J., *A note on corporate venture capital*, Harvard Business School, Harvard, MA, 2001.

MA, S., *The Life Cycle of Corporate Venture Capital*, *The Review of Financial Studies*, 2020, pp. 358–394.

MAHR, A., SEDLACEK, J., KUTHER, S., & MEHR, D., *Annual Stryber Corporate Venturing Report*, 2022.

MALEV, M., *Corporate venture building as a business model*, 2021.

McKinsey, «*The state of new-business building*» | McKinsey (<https://www.mckinsey.com/business-functions/mckinsey-digital/our-insights/2021-global-report-the-state-of-new-business-building>), 2021.

MIAN, S., LAMINE, W., & FAYOLLE, A., «*Technology Business Incubation: An overview of the state of knowledge*». *Technovation*, 50–51, 2016, pp. 1–12.

MORSE, K., WEBER, D., & CARTER, W., *Teaching Elephants to Dance*, MIT Technology Review, 2004.

MOSCHNER, S. L., FINK, A. A., KURPUWEIT, S., WAGNER, S. M., & HERSTATT, C., «*Toward a better understanding of corporate accelerator models*», *Business Horizons*, 2019, pp. 637–647.

MOSS KANTER, ROSABETH, *The Change Masters*, Thomson Publishing, London, 1983.

PINCHOT, G., *Intrapreneuring*, Harper & Row, 1985.

PISANO, G., *You Need an Innovation Strategy*, Harvard Business Review, 2015.

RAMPAZZO, A. *Corporate Innovation through Venture Building Introduction from Wright Partners*, 2020.

RICHTER, N., JACKSON, P., & SCHILDHAUER, T., «*Outsourcing creativity: An abductive study of open innovation using corporate accelerators*», *Creativity and Innovation Management*, 27(1), 2018.

RIND, K., «*The role of venture capital in corporate development*», *Strategic Management Journal*, April, 1981.

RIPLINGER, NIKLAS, *A business model analysis of corporate venture building*, sob orientação de Peter Rajsingh, UCP Lisboa, 2022.

SCHAUERTE, WERNER, «*Existence and History*» in ANTON HAIN VERLAG, *Kierkegaard and Heidegger*, 1980.

SCHEUPLEIN, C., & KAHL, J., «*Do Company Builders Create Jobs? Examining the Rise of Incubation Finance in Germany*», *SSRN Electronic Journal*, 2017.

SULLIVAN, DIANE M., & MARVEL, MATTHEW R., «*Knowledge acquisition, network reliance, and early-stage technology venture outcomes*», *Journal of Management Studies*, 2011 (disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1467-6486.2010.00998.x>).

SZIGETI, A., *Startup Studio Playbook: For entrepreneurs, pioneers and creators who want to build ventures faster and with higher chance of success*, 2016.

TIMMONS, JEFFREY A., *New venture creation: Entrepreneurship for the 21st century*, Boston, MA: Irwin/McGraw-Hill, 1999.

Fontes de *hard law*:

- a. Código dos Valores Mobiliários português
- b. Código das Sociedades Comerciais português
- c. Código Civil português
- d. Decreto-Lei n.º 430/73, de 25 de agosto
- e. Decreto-Lei n.º 231/81, de 28 de julho