

Capítulo 7

Oportunidades para o empreendedorismo social

Estudo de Caso

Northwest Community Ventures Fund¹

Perguntas de preparação

1. Discuta a adequação da GBI ao caminho com fins lucrativos que Eileen O'Brien escolheu.
2. Quando é que se pode abandonar o lucro econômico a fim de aumentar os retornos sociais? Como podem ser medidos os retornos sociais? Você consegue atribuir um valor monetário aos benefícios sociais e ambientais?
3. Qual é a vantagem para Michelle Foster se a NCV for bem-sucedida? Quais são os riscos profissionais que ela enfrenta?
4. Como Foster deve posicionar a si mesma e à equipe antes de levantar um fundo de *follow-on*?

Michelle Foster olhou para os crachás que ainda estavam sobre a mesa da frente. O clima estranhamente tempestuoso no noroeste tinha deixado muitas pessoas longe de sua conferência sobre alternativas de financiamento para empresas em crescimento. O evento foi parcialmente patrocinado pelo fundo de capital de Foster, a Northwest Community Ventures (NCV). Depois de obter permissão para investir em comunidades rurais em Oregon e no estado de Washington, o grupo de Foster dependia desse tipo de evento para atrair e construir a confiança dos empreendedores rurais que trabalhavam longe do mundo do capital de risco tradicional.

No início de 2005, a NCV tinha pouco mais de 8 anos restantes de sua carta de 10 anos. No entanto, Foster já estava pensando em como se posicionar

melhor para levantar um fundo de *follow-on* no Ano 3. Como acontece com qualquer fundo de risco, ela estava à procura de investidores muito antes de aparecerem os resultados de desempenho por seu esforço atual. Sua preocupação era saber se os investidores institucionais poderiam ser atraídos para a marca da NCV de capital de risco socialmente responsável — especialmente se retornos melhores estivessem disponíveis em outros lugares, com menor risco.

No entanto, seu principal desafio era Eileen O'Brien, fundadora apaixonada de uma organização irmã da NVC, sem fins lucrativos e de alto nível. No início, suas filosofias de negócios muito diferentes tinham sido uma fonte de respeito, curiosidade filosófica e até mesmo diversão. Cada vez mais, no entanto, esse relacionamento foi ficando estressante por conta das pressões que as duas mulheres estavam enfrentando para satisfazer suas respectivas — e altamente díspares — metas e obrigações.

Grassroots Business Initiatives, Inc.

Eileen O'Brien cresceu no período final da turbulenta década de 1960 nos Estados Unidos. Quando jovem, tinha viajado muito para levar sua energia (e sua beleza) a comícios e passeatas pelos direitos civis nos Estados Unidos. A violência, a injustiça e a desigualdade social que ela testemunhou nesta “terra dos livres” impulsionaram sua decisão de fazer uma diferença de verdade. Quando ela che-

¹ Este estudo de caso é parte integrante do livro *Criação de novos negócios*, de DORNELAS, J. C. A.; TIMMONS, J.; SPINELLI, S. Está autorizada a sua utilização e distribuição desde que citada a fonte: <www.elsevier.com.br/josedornelas>.

gou à costa do Oregon, no final da década de 1970, sabia que tinha encontrado um lugar para começar um novo tipo de viagem.

O que ela havia descoberto era uma comunidade rural no litoral com muitas dificuldades financeiras. As indústrias de agricultura, pesca e silvicultura eram vibrantes, mas a maioria dos proprietários de empresas — e de quase todos os seus ajudantes —, que trabalhavam muito, estavam vivendo na linha de pobreza nacional ou abaixo dela. A ruiva alta e autoconfiante logo se tornou uma força no estado, enquanto procurava maneiras de melhorar a vida, ao mesmo tempo que mantinha as águas, fazendas e florestas que apoiavam as comunidades rurais. Em 1979, ela fundou a Grassroots Business Initiatives (GBI), uma corporação de desenvolvimento comunitário (CDC) criada para fazer investimentos em pequenas empresas, promover oportunidades de emprego e desenvolver as indústrias de recursos naturais do estado.

Embora O'Brien não tivesse nenhum treinamento formal em administração de empresas, ela aprendia rápido e tinha uma vocação específica para as finanças. Ela explicou que, durante quase 25 anos, ela e sua equipe com pensamentos semelhantes² tinham se saído bem por serem criativos:

Como parte de nosso esforço de fortalecer financeiramente a GBI, começamos a desenvolver programas inovadores em torno do desenvolvimento econômico que pudessem complementar e diversificar nossa fonte de rendimento. Esses programas foram subsidiados por agências federais e estaduais, bem como fundações. Fazíamos nossos

empréstimos sob condições como melhores salários, benefícios e condições de trabalho. Geramos renda a partir do “spread” entre nosso custo de capital — 1% era comum para um financiamento de 10 anos — e a taxa pela qual poderíamos emprestá-lo para outras pessoas.

Emprestar dinheiro para organizações empresariais não só ajudou a promover iniciativas de desenvolvimento econômico; isso deu à GBI uma voz poderosa para efetuar a mudança no seio da comunidade empresarial. Em 2000, a organização havia aumentado seus ativos administrados para quase \$75 milhões. Isso foi na época em que O'Brien começou a sentir uma mudança radical na maré dos financiamentos:

A administração Bush estava deixando claro que, além de dar descontos nos impostos dos ricos, eles iam cortar ou eliminar os programas de governo nos quais sempre nos apoiamos. Além disso, o Congresso estava dizendo que poderia aprovar mudanças na Community Reinvestment Act [lei de reinvestimento na comunidade].³ Fui até Washington muitas vezes para me reunir com altos funcionários e políticos. Mas é como o aquecimento global: eles simplesmente não entendem.

O'Brien sabia que inúmeras organizações sem fins lucrativos estavam buscando o empreendedorismo social para manter, e até mesmo orientar, seus esforços.⁴ Para os detratores que achavam que as organizações sem fins lucrativos não tinham de entrar nos negócios, O'Brien diria:

2 Em 2005, a GBI empregava 75 indivíduos dedicados a O'Brien e sua missão. Ironicamente, como a GBI geralmente atraía progressistas sociais de mente aberta, a organização se tornou uma corporação de desenvolvimento de comunidades altamente eficaz, cujos trabalhadores apresentaram coletivamente fortes sentimentos antiempresariais. Essa cultura foi reforçada durante o final da década de 1990, quando os escândalos de Wall Street e da América corporativa se tornaram manchetes de primeira página. O conselho administrativo da GBI tinha sido escolhido por O'Brien devido a seu compromisso com os valores que ela abraçou. Embora alguns dos bancos que apoiaram sua organização estivessem representados em seu conselho, os executivos conservadores eram exceção.

3 A Community Reinvestment Act (CRA) [lei de reinvestimento na comunidade], aprovada pelo Congresso em 1977, tinha a intenção de reunir instituições de depósito para ajudar a atender às necessidades de crédito das comunidades onde operavam — incluindo canalizar alguns de seus fundos de investimento para CDCs e entidades semelhantes. Bancos com menos de \$ 250 milhões em ativos poderiam se qualificar para algumas isenções da CRA. Em 2005, uma proposta controversa da FDIC foi criada para isentar muito mais bancos, aumentando esse limite mínimo para \$ 1 bilhão em ativos.

4 O empreendedorismo social — organizações sem fins lucrativos que conseguiam dinheiro através de acordos comerciais para apoiar uma missão social — era uma tendência crescente, mas não totalmente nova. A Goodwill Industries muito tempo antes havia levantado dinheiro através de empresas para apoiar sua missão principal, às vezes usando seus clientes para ajudar a admi-

Se perdermos o financiamento do governo, não existe como as doações do setor privado, juntamente com nossas práticas de empréstimo, chegarem perto de cobrir nossas despesas. E, se fomos forçados a nos transformarmos em agressivos anfitriões de fundos, esses esforços nos distrairiam dos nossos objetivos de desenvolvimento comunitário. Para nós, faz sentido fechar essa lacuna com um fundo de investimento com fins lucrativos.

Capital de risco para o desenvolvimento comunitário

No início da década de 1990, O'Brien e alguns de seus colegas do desenvolvimento comunitário reconheceram que, embora os empréstimos condicionais pudessem ajudar no progresso de modestas iniciativas sociais, o papel de um credor nesse relacionamento era muito pequeno para permitir uma verdadeira influência nos mercados locais. Eles também notaram a ausência de capital de patrimônio para apoiar o crescimento nos mercados rurais. Usando o dinheiro da concessão de fundações, essa coalizão de credores criativos desenvolveu uma estrutura para um fundo de patrimônio socialmente progressista. Seu conceito, o capital de risco para o desenvolvimento comunitário (CDVC), era um dos diversos tipos de instituições financeiras de desenvolvimento comunitário (CDFIs) que os CDCs estavam usando para avançar os objetivos de reinvestimento rural (veja o Quadro 1).

Assim como o capital de risco tradicional (veja o Apêndice A), os CDVCs objetivavam investir em empresas com modelos de negócios sólidos, equi-

pes administrativas incríveis e excelente potencial de crescimento. No entanto, esse subconjunto da indústria do investimento de risco era diferente do capital de risco das principais vertentes de várias formas (veja o Quadro 2), sendo que a diferença mais notável é que os CDVCs procuravam retornos práticos e altruístas — chamados de resultados duplos por aqueles que estavam na arena de desenvolvimento comunitário. Esse duplo objetivo era realizar não apenas um retorno financeiro sobre um investimento, mas, também, um retorno para a comunidade local, sob a forma de coisas como a criação de empregos para trabalhadores de baixa renda, revitalização das propriedades na cidade e oportunidades para mulheres e minorias.⁵ Além disso, o limite inferior de investimentos semente, de \$100.000, significava que esses grupos de desenvolvimento comunitário podiam ser um recurso potencial para empreendedores talentosos que trabalham na área rural dos Estados Unidos.

Um novo modelo de desenvolvimento econômico

Levando o conceito de CDVC um pouco além, em 2000, O'Brien começou a trabalhar na criação de um fundo de resultado triplo⁶ para estágios iniciais. Menos de um ano depois, O'Brien conseguiu persuadir seu conselho administrativo a apoiar a criação de um fundo de \$10 milhões de capital de risco socialmente responsável. O fundo Northwest Community Ventures (NCV) estabeleceu um conjunto específico de critérios que visam concentrar investimentos de pa-

nistrar esses negócios. No coração do empreendedorismo social existe a noção de que muitas organizações sem fins lucrativos tinham ativos comercializáveis que poderiam ser aproveitados para gerar receitas com o objetivo de apoiar e promover suas missões. Esses ativos incluíam especialização, serviços, produtos, logotipos, redes de voluntários, e até mesmo sua reputação ou posição na comunidade. A Children's Television Workshop, por exemplo, licenciou personagens de *Vila Sésamo* para livros, brinquedos e outros produtos. Até o início de 2000, a Girl Scouts of America estava vendendo mais de \$ 200 milhões em biscoitos a cada ano para apoiar a organização. (Fonte: Boletim *Developments*, University of Pittsburgh, 2002.)

⁵ Os fundos de CDVC também tinham a tendência de investir em setores industriais mais diversificados que os tradicionais fundos de capital de risco, que muitas vezes concentravam seus investimentos nos setores de tecnologia ou biotecnologia — dois setores que não ofereciam muitos empregos para trabalhadores iniciantes. Em 2000, a fabricação tinha recebido 49% de todos os investimentos de CDVC, com serviços, comércio varejista e desenvolvimento de software logo atrás, com 17, 7 e 6%, respectivamente.

⁶ O termo “resultados triplos” foi uma ideia popularizada por John Elkington, autor de best-sellers e guru das empresas verdes. Em seu livro *Cannibals with Forks*, Elkington argumentou que o futuro sucesso do mercado muitas vezes dependeria da capacidade de uma empresa de satisfazer o garfo de três dentes: lucratividade, qualidade ambiental e justiça social. Uma questão que os adeptos desse conceito foram tentando resolver era como pesar e medir o retorno dentro de cada categoria e em relação uns aos outros.

trimônio em áreas que poderiam ter o impacto mais positivo (veja o Quadro 3). Devido à sua experiência com crédito e por ter trabalhado com uma série de empresas pequenas, O'Brien tinha certeza de que esse fundo seria uma boa opção:

A GBI foi construída sobre a força do nosso talento para orientar e estimular as empresas rurais, e esta é uma oportunidade para nos dar voz nos conselhos administrativos das empresas com alto potencial que podem ter verdadeiro impacto sobre essas comunidades. Como sócio limitado no fundo, participaríamos dos ganhos de capital de longo prazo que provavelmente ficariam muito acima do que nossos programas de crédito podem oferecer.

Quando um banqueiro em seu conselho enfatizou a importância de contratar uma pessoa com experiência para administrar o fundo, O'Brien concordou e partiu para recrutar um profissional top de capital de risco disposto a fazer algumas concessões.

Michelle Foster

Michelle Foster nasceu no sul da Califórnia, filha de pais liberais que tinham crescido na década de 1960. Embora sempre tivesse adotado esses valores, Foster escolheu um caminho decididamente diferente para sua carreira. Depois de conquistar seu MBA na Babson College em Wellesley, Massachusetts, Foster conseguiu um cargo em um fundo prestigiado de capital de risco em Boston. Ela trabalhou e progrediu de analista para associada e sócia. Ela adorava o emprego; era diferente, empolgante e extremamente gratificante em termos financeiros e intelectuais.

Ainda assim, Foster estava achando que a exclusiva orientação financeira da vida do criador da transação deixava algo a desejar. Buscando um equilíbrio melhor, ela começou a procurar oportunidades on-line mais perto de sua terra natal, a Califórnia. No outono de 2001, ela viu uma oferta incomum em Portland, Oregon. Foster lembra que ela e a fundadora se entenderam imediatamente:

O histórico e as sensibilidades de Eileen eram muito semelhantes ao que meus pais me ensina-

ram. Ela brincou dizendo que, ao vivo, eu não era tão assustadora quanto meu currículo fazia parecer. Então, ela estava criando um CR com alma, e eu via isso como uma oportunidade fabulosa de levar minha profunda experiência a um cargo que envolvia muito mais do que apenas a realização de objetivos financeiros. Parecia uma combinação perfeita.

O'Brien concordou:

Vi que a Michelle era uma empresária experiente, mas também era uma boa ouvinte. Não só isso, mas ela entendeu totalmente o que estávamos tentando realizar com esse fundo inovador.

Depois de uma reunião positiva com o conselho da GBI, Foster aceitou o cargo em novembro de 2001 — por menos da metade do salário que ganhava em Boston. Ela comentou sobre os riscos e as compensações:

A área de Portland é muito bonita, e o ritmo de vida é uma mudança agradável do que eu vinha fazendo na Costa Leste. Mas foi também uma séria decisão de carreira. Embora eu soubesse que a NCV tinha uma missão de investimento rural muito desafiadora, eu também via isso como uma enorme oportunidade para fazer algo interessante e inovador — além do que a indústria de CDVC tinha feito até então. Esta parecia uma excelente oportunidade para provar que os investimentos de capital de risco poderiam obter um retorno e fazer uma diferença real em mercados carentes.

Ao mesmo tempo, eu estava consciente de que, já que ninguém na GBI tinha experiência em investimentos de risco, eu teria de definir o tom e, provavelmente, passar um bom tempo explicando minhas decisões. Mas era para isso que eu tinha sido contratada: para ser a especialista. Eu também estava um pouco indecisa sobre o que significaria fazer parte de uma exclusiva cultura sem fins lucrativos que existia na GBI.

Com a recessão em pleno andamento na sequência dos atentados terroristas de 11 de setembro, os capitalistas de risco tradicionais estavam praticamente fechados em termos de captação de novos recursos a partir de fontes tradicionais, como os

fundos de pensão.⁷ No caso da NCV, o financiamento limitado vinha principalmente de fundações e bancos com autorizações socialmente progressivas que eram menos sensíveis às condições do mercado — criação de empregos, moradias de baixo custo, programas de crédito⁸ e afins. Apesar disso, Foster levou 18 meses para fechar o fundo de \$10 milhões.

A desaceleração econômica também teve um efeito danoso sobre a empresa original — especialmente no que diz respeito ao fluxo de caixa. Os clientes e as empresas de portfólio da GBI estavam lutando, o fluxo de transações secou e os cortes das taxas de juros para combater a recessão tinham reduzido drasticamente o rendimento do CDC vindo de atividades de crédito.

A equipe de investimento

No início de 2003, quando parecia certo que a NCV chegaria ao financiamento total, Foster contratou Janet Lawson para administrar a operação.⁹ O tempo todo, Foster vinha procurando um sócio com experiência em capital de risco e uma disposição semelhante para pôr as escolhas de vida na frente das recompensas monetárias. Em fevereiro de 2004, ela descobriu em John Coolidge o que estava procurando. Coolidge tinha um MBA de Stanford e alguma experiência anterior em organizações sem fins lucrativos e tinha passado os últimos três anos trabalhando para uma empresa de consultoria internacional. Ele explicou que, embora amasse aquele emprego, ele precisava fazer uma mudança:

Eu estava sempre trabalhando com dois clientes ao mesmo tempo sobre uma ampla gama de áreas funcionais, como estratégia de crescimento, eficácia de marketing, estratégia organizacional e manufatura enxuta. Dentro de pouco tempo, eu tinha adquirido uma grande amplitude de experiência em vários setores.

Foi uma experiência fantástica, mas, por outro lado, havia muitas semanas em que eu trabalhava de 70 a 80 horas, enquanto viajava 2 ou 3 dias. Minha esposa e eu tivemos nosso filho enquanto eu estava na faculdade de administração, e acabou sendo uma luta equilibrar a vida doméstica e minha carreira. Quando nossa filha nasceu, em novembro de 2003, eu sabia que tinha de fazer uma mudança. Depois de tirar quatro semanas de licença-paternidade eu voltei e pedi demissão. Senti que era hora de encontrar um jeito de fundir os objetivos sociais e comerciais de meu plano de carreira.

No entanto, quando uma oferta de emprego lucrativa veio de uma empresa de serviços financeiros em San Francisco, Coolidge mais uma vez se viu diante de um atalho. Ele explicou que foi uma conversa franca na madrugada que virou a maré:

Eu estava muito perto de aceitar o emprego no Citibank. As crianças tinham finalmente caído no sono por volta de uma da manhã, então, pela primeira vez, minha esposa e eu tivemos uma chance de falar abertamente. Quando ela me perguntou se eu ia ficar animado para trabalhar no primeiro dia, eu meio que congelei. Quando eu disse que não,

7 Para grupos que buscavam conseguir *private equity*, houve duas consequências adversas da queda precipitada dos mercados de patrimônio em 2001. A primeira foi que, como o mercado de IPOs havia secado praticamente da noite para o dia, o horizonte de colheita havia se tornado altamente incerto. A segunda consequência da queda dos preços das ações foi que, como os portfólios de agregação dos administradores de fundos de pensões diminuíram, o denominador (que definia o percentual de investimentos totais destinados ao capital de risco e ao *private equity*) também encolheu. Isso resultou em uma sobrecarga considerável para essa classe de ativos. Consequentemente, os administradores de fundos de pensão simplesmente pararam de investir seu dinheiro em capital de risco até que o percentual de alocação voltasse para um intervalo definido por suas políticas de investimento. (Fonte: Jeffrey Timmons, estudo de caso Forte Ventures, 2004.)

8 Os contribuintes ou investidores podiam obter crédito com taxas do estado com base em 50% de seus investimentos ou contribuições em um CDC pré-aprovado. O CDC, então, fazia investimentos de patrimônio ou de empréstimos para um projeto específico na área de reabilitação designada.

9 Anteriormente, Lawson tinha administrado as questões operacionais da Marshall Venture Partners, uma empresa de capital de risco em estágios iniciais com sede em Portland voltada para investimentos em tecnologia da informação e biotecnologia.

ela completou: “Bem, isso resolve a questão; você não vai aceitar esse emprego”. Devido à hipoteca da nossa casa no subúrbio de San Francisco, e tendo dois filhos pequenos, essa não parece ser uma decisão tão simples. Mas acabei recusando o cargo. Pouco depois, eu estava na internet e encontrei o anúncio para o que parecia ser o trabalho perfeito no norte do Oregon.

Coolidge ficou ainda mais intrigado depois da entrevista com Foster. Embora o emprego na NCV como associado representasse uma redução significativa em seu salário, ele achou a missão social e o modelo de negócio essencial muito atraentes. Coolidge e a esposa também adoraram a região:

A qualidade de vida aqui é fantástica. Conseguimos comprar uma casa que ficaria bem fora do nosso orçamento em San Francisco. Posso ir de bicicleta para o trabalho, e vivemos em uma cidade grande com boas escolas. Eu olho pela janela para os barcos de pesca e as focas, e percebo o quanto o negócio de consultoria tinha me condicionado a acreditar que não havia outra maneira de viver além de trabalhar muitas horas extras e fazer muito dinheiro.

Por sua parte, Foster viu entusiasmo e histórico suficientes no candidato para ignorar o fato de que Coolidge não tinha nenhuma experiência com capital de risco:

O que é ótimo sobre o histórico de João é que ele tomou algumas decisões baseadas na qualidade de vida familiar e no desejo de integrar seus valores a seu emprego. Assim, havia ligações suficientes com minhas raízes, e John estava obviamente motivado e esperto. Eu precisava de alguém cujas motivações não fossem puramente financeiras — alguém dispo-

to a se adaptar. Eu senti que o histórico de John com uma política sem fins lucrativos o faria sair correndo e gritando da sala de reuniões quando as questões de fins lucrativos *versus* questões culturais sem fins lucrativos gerassem uma discussão inflamada.

Desenvolvendo o fluxo de transações

Juntos, Foster e Coolidge lidavam com as responsabilidades da equipe de investimento no fundo (veja o Quadro 4). Embora a maioria das principais empresas de capital de risco conseguissem fomentar o fluxo de transações sem uma forte dependência do marketing,¹⁰ a equipe da NCV promovia ativamente seu fundo para uma variedade de grupos de toda a região. Foram geradas indicações através de organizações de desenvolvimento econômico, outros fundos de capital de risco e bancos.

A NCV também utilizou diretórios empresariais, listas de câmaras de comércio e jornais locais e regionais para identificar e atrair uma gama de clientes potenciais — desde aqueles que estavam ativamente à procura de capital de expansão a promissoras empresas rurais que nunca tinham considerado o capital de risco uma opção de financiamento. A partir dessas fontes, a equipe conseguiu identificar o universo bruto das empresas que se encaixam em seus amplos critérios de investimento no que diz respeito ao setor empresarial, ao tamanho e a funcionários chave.¹¹

Um dos importantes esforços de ampliação da NCV foi o seminário educacional. Copatrocinadas por bancos e prestadores de serviço, e hospedadas e comercializadas por grupos de desenvolvimento econômico, essas conferências apresentavam uma ampla visão das estratégias de crescimento e financiamento disponíveis para empresas promissoras. Foster achava que esse fórum — cujo alvo eram empreendedores rurais — era razoavelmente exclusivo no setor de investimento de risco:

¹⁰ Os capitalistas de risco participavam de fóruns de construção de rede de contatos do setor industrial como *The Venture Forum*, listagens compradas em publicações como *Galante's Guide to Venture Capital*, e participavam de sessões de painel e de competições de planos de negócios.

¹¹ Os bancos de dados e as publicações existentes listavam aproximadamente 20.000 empresas nos mercados rurais do estado de Washington e no Oregon. Supondo que a lista abrangeu 80% das empresas potenciais, a NCV estimou o tamanho total do mercado em 25.000. Se 20% desse mercado (5.000) representavam empresas com características de capital de risco e uma estimativa de 20% desse subconjunto (1.000) pudesse cumprir metas de investimento progressivo, a NCV teria de encontrar e investir em 152 empresas de um mercado elegível de 1.000 — isto é, a NCV tinha de encontrar e investir em cerca de 1 a cada 66 empresas (1.000 empresas divididas por 15 investimentos).

O formato dos eventos de simpósio de CR é bem padronizado em todo o país. Alguns apresentam empresas de CR em um painel, falando sobre questões de segunda e terceira ordem, como “a última tendência em estruturação de transações”, “avaliação de acordos iniciais”, e assim por diante; e alguns empreendedores apresentando seus planos de negócios para um grupo de anjos e capitalistas de risco — com algum tempo para construir uma rede de contatos em seguida. Esses tipos de eventos são ótimos para um público conhecedor, mas são de pouco valor para quem não tem experiência anterior com investidores externos.

Nossos programas oferecem conteúdo que geralmente não é abordado em outros fóruns; somos muito transparentes em tudo que fazemos. As pessoas perguntam: “Qual é a sua expectativa de *valuation*?” ou “Que retorno você espera?” Ou, às vezes, elas não entendem muito bem como funciona o capital de risco. Explicamos que não emprestamos dinheiro, como um banco, mas que colocamos preços nas transações para gerar um IRR alto devido às típicas taxas de perda no capital de risco. Ao *assumir* o risco — quando os bancos suavizam os riscos — compartilhamos o lado positivo porque estamos compartilhando o lado negativo. Quando veem os desafios do nosso trabalho, eles começam a entender por que normalmente pedimos uma fatia substancial do patrimônio.

Ventos frescos

Foster e sua equipe trabalhavam no segundo andar de um armazém de tijolos vermelhos perto do porto que O’Brien tinha remodelado há muito tempo para servir como sua base de operações da GBI. Mesmo durante uma tempestade costeira, a vista era linda — e muitas vezes mais tranquila do que a tempestade pela qual a equipe estava passando dentro do prédio antigo. Foster fazia sua parte na recepção fria que estava agora em seu terceiro ano:

Embora eu tivesse concordado com um enorme corte no salário para isso, eu ainda estava ganhando \$5.000 a mais que Eileen. Ela sempre esteve à vontade com isso, mas definitivamente existe algum ressentimento de alguns de seus altos funcionários, já que eles estavam com ela havia muitos anos, e seus salários são, talvez, apenas 65% da minha base, e nenhum deles tem o potencial positivo que eu tenho com participação nos resultados.¹² Mas estamos falando de dois modelos completamente diferentes aqui: operação sem fins lucrativos *versus* capital de risco.

Como seus empregos anteriores frequentemente envolviam todo tipo de guerra de poder na gerência intermediária, Foster e Coolidge conseguiram seguir em frente de forma implacável. A maior preocupação era que O’Brien tinha começado a exigir um nível significativo de insumos para as decisões de financiamento. Logo ficou claro que O’Brien estava esperando que a NCV aceitasse suas sugestões sem resistência. Foster, que era sensível à cultura de cima para baixo que O’Brien tinha estabelecido, encontrou maneiras diplomáticas de desviar essas tentativas de supervisão direta. Isso já havia funcionado com certo sucesso até que O’Brien decidiu tomar uma posição firme.

Turbulência

Ao final de 2003, a NCV havia registrado 187 investigações de investimento. Sete estavam sob consideração ativa, 163 tinham sido recusados, e 15 foram consideradas latentes (não funcionaram, mas não foram rejeitadas). Duas empresas receberam investimentos de patrimônio. O primeiro investimento da NCV foi na Portland Baking Company (PBC), uma fabricante de bolos e confeitos totalmente naturais administrada e de propriedade de mulheres. O negócio estava em funcionamento havia cinco anos quando a fundadora, Maria Bishop, decidiu criar uma loja on-line para vender pacotes de pre-

¹² A participação nos resultados é a parcela dos ganhos de capital residuais de um fundo de capital de risco, menos despesas e alocações a sócios limitados. Os pagamentos de participação nos resultados foram concebidos para criar um incentivo econômico significativo para os administradores de fundos de capital de risco obterem ganhos de capital. O termo se originou no início do CR, quando os sócios gerais não recebiam nada em troca dos 20% dos lucros; sendo assim, os sócios limitados não “participavam do resultado” dos sócios gerais.

sententes com alta margem de lucro. Quando as vendas duplicaram e chagaram a \$600.000 em oito meses, a empresa começou a procurar financiamento para explorar seu canal on-line mais lucrativo: presentes corporativos para clientes satisfeitos. A PBC recebeu \$400.000 da NCV, bem como um empréstimo de desenvolvimento econômico de \$200.000 criado através da GBI. A empresa usaria o dinheiro para contratar mais funcionários e para instalar um sistema automatizado de embalagens.

O segundo investimento do fundo foi oferecido à Sostenga, Inc., uma empresa de catálogo/comércio eletrônico que vendia sistemas de energia sustentável para fazendas e residências fora da rede do sistema público. A empresa, fundada por Manuel Gracioso e seu irmão Ricardo em 1996, vinha crescendo rapidamente, devido a um ressurgimento do interesse em soluções de energia alternativa nos Estados Unidos. Sostenga havia recebido \$350.000 da NCV para apoiar o capital de giro para a compra de estoques e para as despesas de marketing relacionadas ao catálogo, à internet e às atividades de varejo.

Quando Foster e Coolidge começaram a realizar a devida diligência na Sostenga, O'Brien fez uma visita a Foster para expressar suas reservas em relação ao investimento. Embora favorecesse a minoria e os aspectos ambientais da transação, ela estava preocupada de esse "acordo armazém" não conseguir crescer por muito tempo sem mão de obra adicional. Como alternativa, O'Brien sugeriu que Foster revisitasse um *call center* (que oferecia empregos de baixa renda) que havia sido rejeitado semanas antes. Foster sentiu que era hora de recuar:

Desde que começamos, Eileen entrava e saía do meu escritório para "verificar" os progressos de transações de que ela gostava muito ou para promover oportunidades que se ajustavam à sua agenda social progressista. Finalmente, eu disse a ela: "Olha, você me contratou por causa da minha

experiência. O blá-blá-blá para me fazer concordar em trabalhar por um salário mais baixo era que a GBI precisava confiar em mim na tomada de decisões relacionadas às transações".

Afinal, a GBI não tinha experiência material do mundo real nesse negócio, nem diretamente, nem em seu conselho administrativo. Como posso esperar receber orientações de um grupo que não sabe como é o sucesso financeiro?

O'Brien, que estava buscando fluxo de caixa para suavizar sua primeira perda em 20 anos,¹³ observou que as taxas de administração do fundo de risco que ela mesma havia criado estavam mais do que cobrindo as despesas.¹⁴ Foster explicou que manteve o compromisso de administrar o fundo de uma forma compatível com os padrões da indústria:

O modo como gastamos nossas taxas administrativas é arbitrário. Como administradores do fundo, nós decidimos de qual equipamento precisamos, de quais conferências queremos participar, e que boletins de notícias e serviços queremos comprar. Claro que, em teoria, poderíamos funcionar de maneira muito enxuta e ter tanto dinheiro em excesso que poderíamos ultrapassar a empresa original, mas nosso trabalho é usar essas taxas para encontrar e fechar bons negócios... e não para subsidiar a empresa original.

Quando eu disse a Eileen que nossos investidores não investem para que ela possa financiar a perda com nossos honorários, ela trouxe à tona toda a questão moral de apoiar o lado sem fins lucrativos desse negócio. Mas onde fica a questão ética em relação à nossa responsabilidade fiduciária para com os outros sócios limitados da NCV?

Outra situação difícil surgiu quando Foster e Coolidge consideraram fazer uma oferta de investimento em uma fabricante de produtos orgânicos que queria

¹³ Embora os déficits não fossem incomuns em organizações sem fins lucrativos em geral e nos CDCs em especial, a GBI tinha sido uma das poucas dos Estados Unidos que era constantemente capaz de cobrir suas despesas.

¹⁴ As taxas de administração anuais de 2% do capital administrado cobriam salários, despesas de escritório e outras despesas gerais, e todos os custos associados a localizar, analisar e consumir oportunidades de negócio. O dinheiro que sobrava no final do ano em fundos de risco tradicionais normalmente era desembolsado como bônus para os administradores do fundo. Foster estava prevendo pouco ou nenhum capital remanescente no final do ano.

substituir o fundador por um CEO mais experiente.¹⁵ O'Brien conhecia o homem havia anos, e a GBI estava planejando participar na parcela do empréstimo do pacote de investimentos. Foster explicou que, apesar da pressão de seu conselho administrativo — do qual O'Brien era presidente —, ela se recusou a recuar:

Eu não via isso como um problema. Já temos tantas solicitações desafiadores; não podemos fugir do melhor curso de ação apenas porque isso deixa as pessoas desconfortáveis. Claro que eu também gostava do cara; ele só não era a pessoa certa para levar essa empresa para o próximo nível.

Por mais que esse assunto criasse tensão, essa teria sido uma questão bem clara para CRs tradicionais. Isso acontece muito por aqui: uma solução que me parece basicamente simples pode se tornar uma grande crise para a empresa original e este conselho administrativo.

Como se constatou depois, esse investimento específico não ia acontecer. Mas, em termos práticos, se pudéssemos ter estruturado o acordo, eu provavelmente teria sofrido o que fosse, ido em frente e substituído o cara.

Chegando à escala

Como acontece em qualquer oferta de investimento, o fato de modelos de CR socialmente responsáveis ou não como os da NCV serem bem-sucedidos no longo prazo dependia do seu desempenho em relação às necessidades e expectativas dos investidores. No início da década de 2000, os CDVCs ainda estavam muito dependentes de fundos do setor público e de fundações socialmente progressistas (veja a Tabela 5). Referindo-se aos seus 10 anos de expectativas financeiras (veja a Tabela 6), Foster ressaltou que o sucesso dos CDVCs como o dela poderia abrir a porta para toda uma nova classe de

veículos de investimento rural visando comunidades em regiões carentes do país — mas apenas se a indústria conseguisse atrair uma base mais tradicional de sócios limitados:

Será que deveríamos esperar que os investidores institucionais das principais vertentes subsidiassem empresas socialmente responsáveis perpetuamente? Um retorno de 10 a 12% pode ser razoável do ponto de vista da GBI e de fundações voltadas para missões, mas, se você não conseguir que um fundo de pensão ou um banco façam uma contribuição significativa, o mercado estará dizendo que você não é adequado em termos de equilíbrio entre risco e recompensa.

Minha tendência é pensar que um IRR nesse intervalo não é sustentável no longo prazo para o nível de risco que um fundo em estágio inicial como este assume. Nossa teoria é que, se almejássemos um IRR materialmente mais elevado, na faixa de 15 a 22%, poderíamos atrair o tipo de sócios limitados que poderiam financiar um esforço de CDVC de \$50 milhões a \$100 milhões.

Mantendo o impulso

Em relação à estrutura do fundo de *follow-on* que ela estava planejando conseguir, Foster sentia que sair da GBI ofereceria mais flexibilidade para criar e replicar o modelo — especialmente se essa visão de desenvolvimento econômico de regiões e setores carentes pegasse. A questão era como apresentar a ideia de O'Brien como uma vitória para a GBI. E, se O'Brien se recusasse a fazer a GBI recuar para o papel de sócio limitado passivo, como a atual estrutura de trabalho poderia ser melhorada?

Em uma recente reunião do grupos de pares de CDVC em San Diego, Foster descobriu que seus cole-

¹⁵ Investidores institucionais como corporações, fundações e fundos de pensão investem como sócios limitados em centenas de fundos de capital de risco e de compra de controle acionário. Muitos desses investidores, não tendo nem os recursos nem a competência para avaliar e administrar investimentos em fundos, delegam essas funções para consultores de investimento com experiência na indústria de capital de risco. Esses conselheiros fazem um consórcio do patrimônio de seus diversos clientes e investem seus recursos em nome de seus sócios limitados em um empreendimento ou fundo de compra de controle acionário que esteja angariando fundos naquele momento. Para esse serviço, os conselheiros cobram uma taxa anual de 1% do capital comprometido. Como esses especialistas em investimento exercem uma grande influência sobre a alocação de capital em equipes e fundos novos e existentes, eles são chamados de “guardiões”.

gas — muitos dos quais não tinham experiência anterior de capital de risco — também estavam lutando:

É difícil o suficiente fazer investimentos de risco sem um histórico de capital de risco, e se concentrar em regiões rurais como estratégia certamente agrava o risco de execução em geral. Portanto, não é de estranhar que muitos desses administradores estejam descobrindo que este é um verdadeiro desafio. A percepção geral dos CDVCs agora parece ser que somos participantes juvenis que valorizam nossa agenda social acima dos retornos de taxas do mercado. Isso só vai mudar se pudermos demonstrar que nosso foco em comunidades e setores carentes pode ser uma vantagem de mercado — e até mesmo uma fonte lucrativa de fluxo de transações proprietárias.

Quando Foster começou a voltar do seminário da NCV em Eugene, a tempestade há muito tinha dado lugar a um céu claro. A conferência não teve participação total, mas, apesar disso, rendeu algumas recomendações interessantes. Embora ela estivesse confiante de que a NCV poderia encontrar as transações de que precisava em sua base geográfica desafiadora, Foster precisava determinar como deveria posicionar melhor a si mesma e a sua equipe para o futuro.

Este estudo de caso foi preparado por Carl Hedberg, sob a orientação da professora Natalie Taylor. © Copyright Babson College, 2005. Financiamento concedido pela F.W. Olin Graduate School e uma doação da turma de 2003. Todos os direitos reservados.

QUADRO 1 – Instituições financeiras de desenvolvimento comunitário (CDFI)

Em 2005, as corporações de desenvolvimento comunitário nos Estados Unidos operavam 800–1.000 CDFIs, incluindo:

- 500 fundos de empréstimos para o desenvolvimento comunitário.
- 80 fundos de capital de risco.
- 275 cooperativas de crédito de desenvolvimento comunitário.
- 50 bancos de desenvolvimento comunitário.

Havia cinco tipos de CDFIs geralmente reconhecidos:

- Os *bancos de desenvolvimento comunitário* fornecem capital para reconstruir comunidades economicamente afligidas por meio de empréstimos e investimentos direcionados.
- As *cooperativas de crédito de desenvolvimento comunitário* promovem a apropriação de bens e poupança e oferecem crédito e serviços financeiros de varejo acessíveis para pessoas de baixa renda, com alcance especial a comunidades minoritárias.
- Os *fundos de empréstimo para desenvolvimento comunitário* agregam capital de investidores sociais individuais e institucionais com taxas abaixo do mercado e emprestam esse dinheiro, sobretudo, a desenvolvedores de negócios e habitação sem fins lucrativos que estão em comunidades urbanas e rurais economicamente angustiadas.
- Os *fundos de capital de risco para desenvolvimento comunitário* fornecem capital de patrimônio e de dívida, com recursos de patrimônio para imóveis comunitários e projetos de negócios de médio porte. A típica taxa interna de retorno (IRR) alvo para esses fundos ficava entre 10 e 12%, em oposição a uma meta comum de IRR de risco entre 25 e 35%. Dado o estágio inicial de seu desenvolvimento, a indústria de CDVC ainda não tinha passado por um ciclo de investimento completo de 10 anos e, portanto, não conseguia verificar o perfil de retorno.
- Os *fundos de empréstimo para o desenvolvimento de microempresas* promovem o desenvolvimento social e comercial através de empréstimos e assistência técnica a pessoas de baixa renda que estavam envolvidas em negócios muito pequenos ou eram autônomas e não tinham acesso ao crédito convencional.

QUADRO 2 – Capital de risco para o desenvolvimento comunitário versus capital de risco tradicional

Aspecto	Fundos de CDVC*	Fundos de CR
Capital total sob administração	Cerca de \$300 milhões	Cerca de \$134 bilhões
Tamanho médio do investimento por rodada	\$186.000	\$13,2 milhões
Período de tempo típico antes da saída	5 a 8 anos	3 a 5 anos
Meta típica de IRR	10% a 12%	25% a 35%
Fontes de financiamento	Governo, fundações, bancos	Fundos de pensão, fundos e fundações, doações universitárias, indivíduos ricos

* Outras distinções:

O capital de risco socialmente responsável (SRVC) normalmente englobava os seguintes critérios adicionais:

- **Diversidade:** Empresas fundadas por e de propriedade de mulheres e minorias, diversidade entre fornecedores, colaboradores, parceiros etc.
- **Força de trabalho:** Benefícios, participação nos lucros, participação dos empregados, qualidade do ambiente de trabalho.
- **Ambientais:** Produtos/serviços benéficos, prevenção da poluição, reciclagem, energias alternativas, construção de prédios.
- **Produtos:** Socialmente benéfico, qualidade, inovadores, seguros. Os investimentos socialmente responsáveis também evitam apoiar determinadas indústrias, como tabaco, entretenimento adulto, jogos de azar e armas de fogo.

QUADRO 3 – Critérios de investimento da NCV

Em mercados tradicionais de capital de risco, os critérios utilizados para avaliar as empresas incluem o seguinte:

- **Administração:** Experiente dentro do domínio, consegue entender demandas de crescimento, receptiva para trabalhar com investidores de capital de risco como parceiros, realista sobre suas próprias habilidades/experiência e disposta a mudar os papéis, se necessário; a equipe administrativa deve ser completa.
- **Mercado:** Mercados grandes e de rápido crescimento; identificação do ponto de dor dos clientes.
- **Barreiras à entrada:** Normalmente, a proteção da propriedade intelectual para defender o produto/serviço contra os concorrentes.
- **Financeiro:** Os requisitos de capital adequados para o financiamento de risco (por exemplo, não muito intensivo em capital); alta rentabilidade (margens brutas).
- **Modelo de negócio:** Escalonável, compatível com as condições de mercado atuais.

Em mercados mais rurais, as oportunidades que atendem à maioria desses critérios pode ser encontrada, mas tem as seguintes diferenças:

- **Administração:** Possui grande experiência no domínio, mas pode não ter trabalhado com CRs antes e pode precisar de treinamento; as equipes administrativas muitas vezes são incompletas.
 - **Mercado:** Diferentemente dos mercados de tecnologia (denominados em \$ bilhões), os mercados atendidos por mercados mais rurais tendem a ser menores em escala (denominada em \$ centenas de milhões) com um crescimento geral menos drástico do mercado (crescimento de dois dígitos em vez do crescimento de três dígitos do mercado de tecnologia).
 - **Barreiras à entrada:** No caso de empresas em estágios médios e posteriores que não operam nos mercados de tecnologia, as barreiras tendem a ser as marcas existentes e a atual escala da empresa.
-

QUADRO 4 – Responsabilidades dos funcionários de investimento (presidente, colaborador)

Fontes de transações: Através de diversos meios, identificar, qualificar e assegurar o interesse das empresas que buscam capital.

Devida diligência: Previsões de pesquisa de mercado, administração, produto/serviço e financeiras para entender o risco, a oportunidade e a viabilidade da transação.

Negociação (preços, termos): Negociar termos de investimento (preço, seguros e principais termos jurídicos/financeiros) com os proprietários e administradores das empresas.

Tomada de decisões:

- **Decisão administrativa** — pesar os riscos e as oportunidades, química com os administradores e outros fatores para se chegar a uma decisão de sim ou não dentro da equipe de investimento.
- **Análise do conselho administrativo** — recomendação atual de investimento para votação do conselho administrativo.

Governança corporativa e administração de stakeholders: Com posição no conselho administrativo, ajudar a administrar a empresa, equilibrando os interesses dos diversos stakeholders — investidores/acionistas, administradores/funcionários e comunidade/meio ambiente.

Assistência operacional: Ajudar a empresa oferecendo esforços pessoais e profissionais para ajudar a atingir metas no plano de negócios; facilitar e prestar serviços de auxílio operacional.

Administração de retornos Trabalhar com a administração para manter os objetivos financeiros e sociais em mente e dentro do cronograma acordado entre investidores e administradores; facilitar as oportunidades de saída que maximizam esses retornos.

Relatórios: Preparar relatórios periódicos do fundo e da administração:

- **Conselho administrativo:** A cada 6 a 8 semanas, relatar ao conselho as operações do fundo e o desempenho do fundo/portfólio.
- **SBA:** Arquivar e relatar à SBA, dentro das exigências da lei e como é adequado para esse investidor específico.
- **LPs:** Relatórios trimestrais e anuais para investidores (sócios limitados ou LPs) sobre o desempenho (financeiro, social) do portfólio da operação do fundo.

Angariamento de fundos: Preparar os documentos de angariamento de fundos para o fundo sucessor (normalmente de 3 a 5 anos depois do início do fundo existente); identificar e apresentar aos investidores potenciais para garantir os compromissos do fundo.

TABELA 5 – Fontes de financiamento para os CDVCs

Bancos e instituições financeiras	31%
Governo federal	25%
Fundações e associações de família	17%
Governo estadual e local	11%
Indivíduos	6%
Corporações e sociedades	6%
Entidades afins	3%
Outros	1%
	100%

Fonte: J. B. Rubin, “CDVC; Double Bottom-Line Approach to Poverty Alleviation”, Harvard Business School, 2001.

TABELA 6 – Projeções da NCV para 10 anos

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Necessidade de capital	\$1.000.000	\$3.000.000	\$4.000.000	\$2.000.000						
Taxas administrativas*	300.000	300.000	300.000	300.000	\$300.000	\$300.000	\$300.000	\$300.000	\$300.000	\$300.000
Investimentos		600.000	2.800.000	4.000.000	1.900.000	700.000				
Alienações				575.000	1.800.000	5.500.000	6.400.000	8.500.000	7.200.000	5.500.000
Distribuições aos investidores				275.000	1.500.000	5.200.000	5.460.000	7.350.000	6.180.000	4.650.000
Participação nos resultados							940.000	1.150.000	1.020.000	850.000

*As taxas administrativas anuais incluem presidente, \$90.000; sócio, \$70.000; assistente administrativo, \$40.000.