

# Capítulo 9

## **O líder empreendedor e a equipe**

## Estudo de Caso Maclean Palmers<sup>1</sup>

### Perguntas de preparação

1. Avalie a decisão da Maclean Palmer de criar um novo fundo de capital de risco em 2000 e seu progresso até hoje.
2. Qual é a sua avaliação da equipe?
3. Destaque os principais riscos que você vê, as questões de devida diligência (auditoria/verificação) que você enfocaria, e quem você contataria como analista de fundos de pensões para o fundo.
4. Prepare um esboço detalhado do que você incluiria em um memorando de emissão privada de ações para divulgar o fundo para investidores potenciais.
5. Quem deve investir em um fundo de capital de risco?

### Maclean Palmer

Maclean Palmer caminhou até uma praia em Martha's Vineyard para desfrutar do sol quente que se punha no dia que se revelou crucial em sua tentativa de iniciar um fundo de *private equity* de \$ 200 milhões. Naquela tarde de agosto de 2000, Palmer e seus quatro parceiros escolhidos tinham tomado uma decisão coletiva que, para melhor ou para pior, mudaria suas vidas para sempre.

Em menos de dois meses, os parceiros encerraram seus trabalhos, venderam suas casas e mudaram suas famílias para Boston para começar a criar um memo-

rando de oferta para um fundo de *private equity* que eles estavam certos de que atrairia um fluxo lucrativo e diferenciado de transações. Com 2000 se preparando para ser o ano de maior angariação de fundos de capital de risco na história, parecia que eles não poderiam ter escolhido um momento melhor para agir por conta própria.

### O processo de investimento de capital de risco

Os capitalistas de risco e os empreendedores se envolvem em um processo no qual eles assumem e administram os riscos associados ao investimento em oportunidades atraentes de novos negócios. Seu objetivo é a criação de valor de longo prazo para si mesmos, suas empresas, suas comunidades e outros *stakeholders*. O processo começa com a conceituação de uma oportunidade de negócios. Depois, é redigido um prospecto para articular a estratégia e delinear as qualificações e a reputação da equipe de investimento. Levantar o dinheiro é uma atividade de venda e de rede de contatos que normalmente só ganha impulso depois que um consultor de investimento institucional — conhecido como guardião (veja o quadro abaixo) — compromete capital para o fundo.

Uma vez que o dinheiro tenha sido levantado, a empresa de capital de risco procura agregar valor de várias maneiras: identificar e avaliar oportunidades

---

<sup>1</sup> 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](http://www.elsevier.com.br/josedornelas)>.

de negócios, negociar e fechar o investimento, monitorar e treinar a empresa, oferecer assistência técnica e administrativa, e atrair capital adicional, diretores, administradores, fornecedores e outros recursos chave (veja a Figura 1). Dada a convergência fortuita de fatores (por exemplo, talentos administrativos, sincronismo do mercado, visão estratégica) necessária para uma *start-up* chegar a um evento de colheita rentável, como uma aquisição ou uma IPO, as pontuações máximas são raras. Na verdade, os dados históricos indicam que apenas cerca de 1 em cada 15 desses investimentos conseguiu realizar um retorno de 10 vezes ou mais do capital investido. O processo de capital de risco ocorreu no contexto da maior parte dos mercados de capitais privados e imperfeitos para empresas de médio porte novas e emergentes (isto é, aquelas com \$ 20 milhões a \$ 150 milhões em vendas).<sup>2</sup>

### Os guardiões

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 a 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”.

A estrutura jurídica dominante para os fundos de capital de risco privado era a sociedade limitada, com

os capitalistas de risco assumindo o papel de sócios gerais e os investidores como sócios limitados (veja a Figura 2). Os sócios gerais funcionam como organizadores e administradores dos investimentos do fundo, enquanto os sócios limitados têm um papel passivo na administração dos fundos, bem como uma responsabilidade limitada para com qualquer atividade do fundo. Como remuneração pela sua participação direta e exposição ao risco, os sócios gerais recolhem ganhos substanciais na forma de juros efetuados em empresas de portfólio bem-sucedidas.

Essa estrutura de parceria estipulava um prazo determinado, em anos, para o fundo. Alargar esse tempo de vida exigia o consentimento dos sócios gerais e 2/3 dos sócios limitados. A estrutura de taxas entre os sócios gerais e limitados era consideravelmente variada e, em consequência, afetava o nível de atração do fundo.<sup>3</sup>

Entre 1980 e o início da década de 2000, houve duas recessões (em 1981-1982 e em 1990-1992) e um pânico no mercado de ações no final de 1987 que fez com que os preços das ações despencassem 22% em um único dia, em outubro daquele ano. Apesar disso, de acordo com a Venture Economics (uma compiladora de bancos de dados de *private equity*), os investimentos de risco dessa época produziram um retorno médio anual de 19,3% após taxas e despesas. No mesmo período, o S&P 500 e o índice Russell 2000 de empresas pequenas geraram retornos anuais médios, respectivamente, de 15,7% e 13,3%. As últimas tendências de cinco anos mostraram retornos muito à frente do desempenho medíocre de aquisição e dos preços em queda nas ações *blue chip* dos Estados Unidos. Impulsionado por esses valores e pelo *boom* da internet de alto nível, o ano de 2000 estava se moldando para ser um período recorde para a angariação de fundos de risco (veja a Tabela 3).

Os fundos de ações normalmente passam pelas fases de concepção, investimento e saída em um ciclo de 8 a 12 anos, sendo que a preparação para fundos de acompanhamento começa nos anos 3 e 4. Até certo ponto, esse cronograma é orientado pela realidade de que, em média, são necessários de 5 a 7 anos para

<sup>2</sup> W. D. Bygrave e J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads* (Boston: Harvard School Press, 1992). Observação: os números da empresa do mercado médio refletem a faixa no início da década de 2000.

<sup>3</sup> *Ibid.*

construir e colher um investimento de portfólio bem-sucedido.

Até o final da década de 1990, entretanto, o tempo de transferência para a colheita de empresas de sucesso tinha sido reduzido ao ponto em que algumas empresas estavam pulando de uma primeira rodada de financiamento de risco para uma IPO bem-sucedida — tudo no espaço de um ano ou menos, e normalmente em menos de dois anos. Embora nem todas as pedras preciosas do portfólio fossem liberadas com essa rapidez, esse novo cenário havia mudado radicalmente a frequência e a capitalização dos fundos de acompanhamento de capital de risco. Por exemplo, entre 1994 e 2000, a Spectrum Equity Investors (Boston/Menlo Park) conseguiu fechar em quatro fundos totalizando pouco mais de \$ 3 bilhões. Entre 1998 e 2001, \$ 200 bilhões foram levantados por grupos de capital de risco — mais do que o total dos últimos 40 anos.

## Conceitualização

Com cinco anos de experiência em investimento direto de capital nesse espaço inebriante do *private equity* como diretor da Point West Partners em San Francisco — juntamente com 17 anos de experiência operacional — o capitalista de risco Maclean Palmer, 40 anos, decidiu, em 1999, que era o momento certo para desenvolver seu próprio fundo:

Como minoria étnica, eu sempre estive comprometido com o desenvolvimento de negócios das minorias, e eu sabia que havia um grande grupo de executivos minoritários talentosos que as empresas de capital de risco tradicionais não estavam chamando para administrar empresas do portfólio. Esses executivos têm uma quantidade enorme de experiência operacional, e eu achei que deveria haver uma forma de criar um valor significativo pós-investimento se unisse essa experiência operacional com uma sólida estratégia de investimento. Comecei a perguntar: “Qual deveria ser o perfil e a experiência da equipe que poderia explorar essa oportunidade?”.

Na busca de conselhos, uma de suas primeiras ligações foi para Wanda Felton, diretora de investi-

mentos de *private equity* do Credit Suisse First Boston. Durante a década de 1990, Felton afeiurou suas habilidades de devida diligência enquanto trabalhava na Hamilton Lane, uma guardiã com sede na Filadélfia, com interesse em fundos inéditos no espaço da minoria. Ela e Palmer inicialmente se conheceram como juizes de uma competição de plano de negócios na Wharton, e mais tarde eles trabalharam juntos quando ela ajudou o grupo Point West a levantar seu quarto fundo.

Destacando o que ela sentia que eram critérios importantes para avaliar as ofertas inéditas de capital privado (veja o Quadro 4), Felton lembrou que, embora Palmer tivesse alguns obstáculos a superar, ela sentia que ele tinha criado um conceito vendável:

Para um sócio limitado, colocar dinheiro em um fundo pela primeira vez tem todos os riscos associados a um típico investimento em *start-up*. Além disso, esse tipo de negócio é um compromisso de 10 anos ou mais sem capacidade para sair. LPs, portanto, buscam grupos que podem demonstrar que eles trabalharam em conjunto com sucesso no passado, vão ficar juntos, e têm uma visão em comum de como administrar sua empresa de portfólio. Como Maclean estava falando sobre o desenvolvimento de uma nova equipe, essa experiência coletiva era, evidentemente, algo que seu fundo não teria.

Ainda assim, Maclean estava descrevendo um conceito focado e “centrado na administração” — significando que sua estratégia principal seria identificar e recrutar gerentes de alto nível de minorias étnicas de empresas da *Fortune 1000* para administrar — e agregar valor — os investimentos de seu fundo. Os outros elementos da estratégia incluíam um foco em ser construtores de empresas com uma orientação operacional, e a capacidade de alavancar sua combinada experiência operacional e de investimentos para agregar valor a suas empresas de portfólio. Isso era intrigante, e certamente era diferente da maioria das empresas de *private equity*.

A seguir, Palmer contactou David Mazza, sócio da Grove Street Advisors (GSA), perito no campo de buscas de executivos para empresas de capital de risco e campeão de fundos inéditos.

## Os advogados

Em 1997, Dave Mazza tinha apresentado Palmer, aluno de MBA da Babson — então um bolsista da Kauffman (veja o quadro) na Advent International, de Boston — ao grupo de capital de risco na Point West Partners. Quando Palmer (veja Apêndice A: Perfis da equipe) contactou Mazza, em 1999, com uma ideia para desenvolver um fundo que procuraria pró-ativamente executivos talentosos entre as minorias étnicas para apoiar em empreendimentos *mainstream*, o conselheiro experiente foi imediatamente atraído para as possibilidades:

Estou sendo informado pelo presidente da General Motors que, se pudéssemos começar 3 ou 4 empresas de suprimentos de propriedade de minorias étnica, poderíamos levá-las a crescerem até se transformarem em empresas de \$ 300 milhões a \$ 400 milhões nos próximos 4 a 5 anos — com facilidade e com lucro. Essa é uma oportunidade que nem sempre ouvimos — e isso acontece por causa do aspecto das minorias. Na indústria automotiva, 10% de todos os contratos com fornecedores têm de ser reservados para empresas de minorias — assim é a vida, e tradicionais empresas de capital de risco, como a Kleiner, Bessemer e Sequoia, não podem ir efetivamente atrás desse mercado; mas alguém como Palmer poderia.

---

### A Bolsa de Estudos Kauffman

Em 1993, a Fundação Ewing Marion Kauffman (<[www.emkf.org](http://www.emkf.org)>) estabeleceu o Programa de Bolsas de Estudo Kauffman (<[www.kauffmanfellows.org](http://www.kauffmanfellows.org)>), um programa destinado a educar e treinar líderes emergentes no processo de capital de risco. O currículo proporcionava uma experiência de ensino rigorosa e flexível, permitindo que os bolsistas combinassem a teoria e as melhores práticas de criação de capital de risco, enquanto utilizavam seus cargos no ramo do capital de risco como laboratório de aprendizagem. Como uma residência médica, o programa de bolsas de estudo era um plano de aprendizado que apresentava um programa estruturado de educação, um plano individual de aprendizagem, facilitava a tutoria, a aprendizagem e o trabalho em rede com pares

e o desenvolvimento de liderança em áreas específicas de interesse.

Os bolsistas da Kauffman eram alunos do centro de ensino de capital de risco e podiam atuar como sócios tanto temporários quanto permanentes durante o período da bolsa de estudos. Como associados, seus salários, benefícios e despesas eram de responsabilidade da empresa e determinados por ela.

---

Mazza acrescentou que os recursos dos fundos não tradicionais eram algo que guardiões como Hamilton Lane e a GSA vinham defendendo há anos:

Investidores institucionais tradicionais procuram sempre as mesmas coisas. Eles acham que os caras que fizeram dinheiro antes vão fazer isso de novo; isso é errado — é um mundo diferente agora. A verdade é que os meninos brancos não são as únicas pessoas que sabem ganhar dinheiro. Claro, eles ainda vão ser os caras que fazem dinheiro em biotecnologia e semicondutores, mas cada vez mais estamos vendo mulheres empresárias, empreendedores afro-americanos, empreendedores hispânicos. O problema é que não houve dinheiro indo nessa direção, exceto para o financiamento de programas de governo — e estes não estão configurados para oferecer um suporte crítico após o dinheiro.

O cofundador da GSA, Clint Harris, se referiu ao detalhado modelo de avaliação de sua empresa (veja a Figura 5) quando explicou que a identificação e o apoio a talentos emergentes eram semelhantes ao trabalho de avaliar novas oportunidades de negócios:

Assim como acontece com *start-ups* e empreendedores, existe uma diferença enorme entre o administrador de investimento médio e o melhor deles. E, assim como acontece nos investimentos de risco bem-sucedidos, nós olhamos muitas ofertas e nos reunimos com muitas equipes. Nós tendemos a dizer “não” rápido; quando identificamos um talento, começamos devagar para ajudá-los. À medida que eles ganham experiência e credibilidade com investidores bem-sucedidos, vamos preenchendo cheques cada vez maiores.

Embora os sócios da GSA sentissem que Palmer tinha o histórico, o impulso e a personalidade para

conduzir a carga, o participante influente foi inflexível quanto à necessidade de atingir uma massa crítica, contratando participantes experientes e conhecidos. Mazza explica:

Eu disse a Maclean que o que ele realmente precisava fazer era criar um esforço que se tornasse tão importante que, se você fosse um empreendedor de topo, um CEO, uma Oprah, ou um Steadman Graham — e não fizesse parte disso — você se sentia como se estivesse fora da jogada. Esse é o ideal.

Isso teria de ser um grupo com perfil muito alto, com experiência em *private equity* e alguma experiência de aquisição. Eu queria ver alguns nomes que as pessoas pudessem identificar imediatamente — tanto no conselho consultivo quanto nos postos de parceria.

Palmer, no entanto, sentiu que agora havia uma ênfase excessiva no aspecto minoria daquilo que ele estava tentando desenvolver; e ele também tinha sua própria visão sobre o tipo de parceiros que ele precisava atrair:

A GSA deixou claro que, se eles iam fazer qualquer tipo de investimento substancial no meu conceito, então preferiam que eu me concentrasse em encontrar parceiros com muita experiência em transações. Isso era, evidentemente, uma coisa que eu tinha de ver, mas não acho que a experiência anterior de trabalhar em conjunto é necessariamente a consideração mais importante na construção de uma equipe de pessoas com quem eu espero ter parceria durante 20 ou 30 anos. Embora a experiência e o histórico sejam fundamentais, quem são meus parceiros como pessoas é muito mais importante para mim do que o que eles fizeram até agora.

### Recrutando uma organização “americana”

Impulsionada por sua estratégia de desenvolver uma equipe de negócios atraente que refletisse o foco

do fundo que eles administrariam, Palmer fez um *networking* incansável e investigou profundamente dezenas de candidatos potenciais das minorias. Sua devida diligência lhe proporcionou um bom senso não só de suas preferências de investimento, capacidades administrativas e históricos, mas também de seus estilos pessoais. Quando lhe perguntaram sobre suas duas primeiras escolhas, Clark Pierce,<sup>4</sup> MBA de Wharton, 38 anos, e Andrew Simon, MBA de Harvard, 30 anos, Palmer se referiu a seus respectivos currículos (veja o Apêndice A: Perfis da Equipe), acrescentando:

Clark era diretor da Ninos Capital, com sete anos de experiência em mezanino. O que mais me atraiu nele foi que nós nos conhecíamos bem e tínhamos conjuntos de habilidades complementares. Ele tinha chegado pelo lado financeiro, e eu tinha chegado pelo lado operacional do capital de risco, por isso as coisas de que ele gostava e com as quais tinha mais experiência e qualificação eram aquelas às quais eu tinha menos inclinação. Andrew tinha excelentes fundamentos, e eu gostava da maneira como ele pensava. Pude perceber que, embora fosse jovem, ele definitivamente tinha o que era necessário.

Na primavera de 1999, Wanda Felton apresentou Palmer a Ray Turner, 61 anos de idade — um executivo sênior recém-aposentado de uma corporação de indústria pesada da *Fortune 50* que tinha, até então, recusado sete cargos de CEO e 38 ofertas para servir em conselhos administrativos. Turner lembrou sua primeira reunião com o grupo nascente:

Nós quatro nos reunimos em uma manhã de sábado no aeroporto de Logan, e passamos bastante tempo falando muito além do intelecto. Tratava-se de caráter. Eu disse a eles que, se se tratava de excelência, então eu consideraria entrar no jogo — mas se não fosse isso, eu não queria chegar perto. Eram rapazes jovens e brilhantes, e eu estava energizado pela forma como eles eram comprometidos.

<sup>4</sup> Palmer e Pierce se conheceram em 1995. Vendo que compartilhavam os mesmos valores e aspirações, eles mantiveram contato profissional e socialmente.

Felton explicou que, embora as excelentes credenciais de Turner (veja o Apêndice A: Perfis da Equipe) ajudassem a elevar o perfil do grupo, foi seu entendimento das operações e sua habilidade para se conectar e avaliar os altos administradores que agregariam mais valor à equipe:

O consórcio de talentos empresariais de minoria étnica — pessoas com 20 ou 30 anos de experiência — é algo que não tínhamos neste país até muito recentemente. Embora haja agora um quadro enorme de administradores — homens e mulheres das minorias que chegaram a verdadeiros cargos de autoridade —, eles não são totalmente visíveis, porque mantêm suas cabeças baixas e estão fazendo seu trabalho. Como membro de organizações como o Executive Leadership Council [Conselho de Liderança Executiva],<sup>5</sup> Ray tem a capacidade de entrar nesse grupo.

Na maioria dos fundos de capital existem pessoas executando as transações e há pessoas que estão lá por causa de quem eles conhecem, e por causa de sua sabedoria, visão e experiência. O casamento de investidores jovens e famintos como Maclean e Clark com a experiência de Ray poderia ser visto como uma grande vantagem para o esforço.

Para o cargo de vice-presidente, Palmer recrutou Dario Cardenas, 31 anos, MBA de Harvard, um jovem cujo nome havia surgido em todas as listas de candidatos hispânicos mais talentosos no país. Cardenas tinha ganhado essa reputação, em parte, por causa de seu serviço — com apenas 23 anos — como o mais jovem prefeito eleito de uma cidade grande dos Estados Unidos (veja o Apêndice A: Perfis da Equipe). Palmer explicou que havia uma vantagem de reunir pessoas desconhecidas umas das outras:

Uma forma de pensar em uma empresa de *private equity* é que sua qualidade é equivalente aos talentos combinados e as redes dos membros de sua equipe. Por essa razão, eu queria criar um

grupo que pudesse levar para a mesa um conjunto diversificado de competências, contatos e perspectivas. Acabamos reunindo 57 anos de experiência operacional e 25 anos de experiência em *private equity*, conduzindo negócios de mais de \$ 200 milhões, com \$ 100 milhões devolvidos em apenas 4 dos 16 investimentos.

Clint Harris ficou impressionado com a equipe capacitada que Palmer tinha recrutado naquele ano. No entanto, ele continuava preocupado com sua capacidade de avaliar e agregar um valor significativo às oportunidades que lhe chegavam:

Esses caras tinham um bom histórico — que verificamos com ligações para seus ex-colegas, pessoas em empresas que eles tinham investido, e membros dos conselhos em que tinham atuado. Pudemos ver que eles eram muito brilhantes e talentosos como sócios juniores — tão talentoso quanto todos os sócios gerais com quem já tínhamos trabalhado — e Ray Turner foi um verdadeiro acréscimo. Na verdade, uma única ligação de meia hora para meu ex-colega de sala na HBS — agora CEO da General Motors — foi toda a devida diligência de que eu precisava para saber que Ray seria uma enorme vantagem para a equipe, que ele estava totalmente comprometido, e que esses rapazes eram a elite.

Dito isso, é preciso tempo e resultados de investimento para qualquer um aprender sobre o negócio de investimento de capital e para calibrar seu julgamento e suas habilidades. Os rapazes não tinham um histórico muito consistente, e nesse aspecto eles estavam no limite do que nós gostamos de ver.

### Grove Street Advisors — Guardiã

Em 1997, Clint Harris, fundador e ex-diretor administrativo da empresa de capital de risco Boston Advent International Corp., e Catherine Crocket, fundadora do Grupo Gazelle, conselheira do progra-

---

<sup>5</sup> O Executive Leadership Council era uma corporação independente, apartidária, sem fins lucrativos fundada em 1986 para oferecer a executivos afro-americanos uma rede e um fórum de liderança projetados para agregar perspectiva e direção à realização de se destacar nos negócios, na economia e nas políticas públicas da comunidade afro-americana, dos Estados Unidos corporativos e do público.

ma estadual de investimentos, decidiram transformar suas amplas relações de capital de risco em uma única prática administrativa de investimentos para clientes institucionais.

Harris explicou que a abordagem aparentemente avessa ao risco da tradicional taxa para consultores de investimento tinha servido para, ao longo do tempo, afastar seus clientes de participação em fundos de alto nível (veja os Gráficos 6 a 8):

Os guardiões geralmente veem os fundos inéditos como arriscados demais e, portanto, como investimentos imprudentes. Com as equipes agora levantando novos fundos antes de terem registros comprovados, fica muito difícil avaliar uma equipe com base em seus investimentos. Até o momento, essas equipes surgem como participantes de primeira linha, seus fundos muitas vezes são fechados para todos menos as pessoas que os apoiaram o tempo todo. Como conselheiro e fundo de fundos, a única maneira que podemos esperar para estar no topo daqui a 10 anos é identificar e nutrir os melhores administradores de investimentos novos e emergentes que existem por aí.

O outro grande problema é que os outros guardiões e seus grandes clientes de fundos de pensão não estão configurados para fazer pequenos investimentos. É preciso muito mais esforço e pessoal em uma base monetária para avaliar um grande número de equipes emergentes, negociar 10, compromissos de \$ 10 milhões, e depois acompanhar esses relacionamentos do que colocar \$ 100 milhões em um único fundo grande e estabelecido. Como resultado, os fundos de *private equity* verdadeiramente de primeira linha, bem como os fundos pequenos em geral, não estão representados ou são significativamente desconsiderados nos portfólios da maioria dos grandes fundos de pensão estatais.

Nossa ideia era oferecer a esses investidores institucionais um veículo que pudesse efetivamente identificar, avaliar e investir em um portfólio de novos e emergentes administradores de fundos de altíssima qualidade. Ao longo do tempo, essas relações se traduziriam em um núcleo de fundos da mais alta qualidade em seus portfólios de capital privado.

Como uma nova organização sem antecedentes, Harris e Crocket tinham assumido que iriam começar com um cliente pequeno antes de buscar uma oportunidade com um grande fundo de pensão estadual. Então, na primavera de 1998, o par da Grove Street se encontrou com Barry Gonder, diretor de investimentos sênior da California Public Employees Retirement System (CalPERS) [Sistema de Aposentadoria dos Funcionários Públicos da Califórnia]. Depois de completar sua equipe com a adição de Dave Mazza — fundador da maior e mais conhecida prática de busca de executivos que atende à indústria de capital de risco — e propor a criação de um fundo específico de fundos que eles chamariam de California Emerging Ventures I (CEV I), a GSA conseguiu derrotar várias outras empresas pela conta de \$ 350 milhões.

Quase imediatamente, a GSA começou a abrir as portas do capital de risco para seu único cliente. No início de 2001, a CalPERS tinha aumentado sua participação no capital da GSA para \$ 750 milhões, e o grupo assessor tinha colocado o dinheiro que da CEV I em cerca de 45 excelentes empresas de capital de risco. Harris explicou que, com 1/3 do consórcio de investimento total previsto para equipes novas e emergentes, seu grupo foi naturalmente atraído por oportunidades em nichos não tradicionais:

O paradoxo de exigir que as normas de investimento *mainstream* sejam preenchidas é que essas normas limitam gravemente o fluxo de transações. Ficamos atentos para oportunidades de negócios com mulheres e com minorias, não por razões sociais, mas porque tínhamos a convicção de que, se conseguíssemos encontrar uma equipe muito forte, eles atrairiam um fluxo de ofertas exclusivas por meio de sua rede demográfica. Nós também sabíamos que havia muitos gestores de fundos de pensão por aí que estavam muito interessados em oportunidades de financiamento para minorias — oportunidades que estavam sendo ignoradas pelo *mainstream*.

Na essência da eficácia da GSA havia uma ampla base de negócios e de contatos da indústria de capital de risco que lhes permitiu realizar constantemente um nível de devida diligência sobre administradores de *private equity* que não tinha sido visto antes. Alguns observadores especialmente críticos da indústria consideraram que, muitas vezes, os investidores institucionais estavam inclinados a seguir os investi-

dores líderes, em vez de realizar amplas investigações por conta própria.

Assim como faziam quando eram capitalistas de risco, a GSA entrevistou, analisou e avaliou centenas de potenciais administradores de fundos e conceitos — e rejeitaram quase todos. Três fundos receberam apoio desde o início: o Audax Group, uma empresa liderada por dois ex-sócios da Bain Capital, Geoffrey Rehnert e Marc Wolpov; a New Mountain Capital, ideia do ex-sócio da Forstmann Little, Steven Klinsky; e a Capital Solera, liderada por Molly Ashby, ex-especialista em compras de controle acionário e financiamento do crescimento da J. P. Morgan Capital Corporation.

Apesar de Palmer não ter contratado um sócio sênior com desempenho comprovado de retorno de “50 IRR ao longo de 20 anos”, o grupo da GSA se manteve solidamente atrás de seus esforços. Agora que o jovem capitalista de risco tinha montado uma equipe talentosa que era demograficamente semelhante à fatia empresarial carente e potencialmente lucrativa dos Estados Unidos que ele planejava almejar, Palmer sabia que seu próximo passo era promover uma dinâmica de grupo coesa.

## Unindo a equipe

Durante os poucos meses que se seguiram, Palmer fez malabarismos com as programações ocupadas de seus parceiros potenciais, a fim de organizar uma série de estratégias de profundidade e sessões de união (veja a Figura 9). Ele lembrou que, embora esses encontros abordassem questões relacionadas à atividade de investimento que eles se juntariam para criar, o foco principal era a construção de identificação e compreensão:

Em nosso primeiro encontro, cada um de nós contou toda sua história pessoal e profissional. Depois que conseguimos um sentimento coletivo de quem éramos, começamos a falar em termos gerais sobre o que queríamos construir. Tinha de ser algo em que todos acreditávamos — algo que durasse

no longo prazo — e fosse capaz de sobreviver a ciclos econômicos em baixa. Em seguida, perguntou: “Será que o mercado quer o que nós prevemos, e nós temos o talento coletivo para ter sucesso?”.

No verão de 2000, Palmer levou sua esposa e os dois filhos até Martha’s Vineyard para suas primeiras férias de duas semanas em 15 anos. Ele usou parte desse tempo para unir ainda mais a equipe:

Convidei todo mundo — sócios e suas famílias — para nos visitarem na ilha por três dias. Expliquei às esposas por que eu estava pedindo que seus cônjuges fizessem isso. Achei que eu precisava olhá-los nos olhos e lhes dizer que não havia garantias, que haveria tempos difíceis, e que estaríamos trabalhando mais arduamente do que jamais o fizemos.

A equipe era experiente o suficiente para compreender que o sucesso desse empreendimento geraria um lado positivo financeiro que seria compatível com os riscos e desafios que estariam assumindo. Naquela época, a média total do pacote de pagamentos — salários mais bônus — para os sócios gerais administradores e para os sócios de nível sênior era de \$ 1,24 milhões e \$ 1,04 milhões, respectivamente. Além disso, os investidores de patrimônio eficazes conseguiriam receber recompensas ainda maiores, na forma de distribuições de juros contabilizados conforme seus investimentos amadurecessem; os sócios gerais administrativos estavam levando para casa uma média de \$ 2,5 milhões em transporte, em comparação com o \$ 1,0 milhão dos sócios de nível sênior.<sup>6</sup>

Emily, esposa de Palmer, advogada de patentes com escritório próprio, lembrou que, desde o início, os cônjuges apoiaram a ideia:

Nossos maridos tinham nos mostrado um certo cronograma, e nós entendemos que isso provavelmente exigiria muita paciência e coragem. No que diz respeito à minha carreira, eu precisava des-

<sup>6</sup> Venture Capital Journal, 1º nov. 2000; The Compensation Game: While Opportunities Abound, Firms Entice Partner-Level VCs to Stick Around. Os dados estavam de acordo com uma pesquisa sobre remuneração em mais de 100 empresas de private equity, realizada pela William M. Mercer Inc. Performance & Rewards Consulting.

cobrir se tentava manter minha empresa, reabriria algo em Boston, ou faria algo totalmente diferente. Ainda assim, fiquei muito animada com a empresa, porque eles tinham uma equipe que poderia fazer disso um sucesso.

A equipe estima que suas despesas de *start-up* para um ano de angariação de fundos ficariam pouco abaixo de \$ 400.000 (veja a Tabela 10) — financiados de seus bolsos ou através de empréstimos pessoais. Eles sentiram que, se pudessem articular uma oportunidade que alavancasse sua habilidade coletiva (e ressoasse com investidores potenciais), eles poderiam reduzir o tempo de captação de recursos e estar no negócio no outono de 2001.

## A oportunidade

O fundo que Palmer e sua equipe estavam criando executaria investimentos de compra de controle acionário em uma ampla gama de empresas privadas lucrativas, de pequeno a médio porte, que atendessem ou funcionassem no mercado de minorias. Quando essas empresas de portfólio precisassem recrutar ou formar uma parceria com administradores talentosos, sua estratégia principal seria organizar seus contatos e apelar para o consórcio “escondido” de executivos experientes de minorias étnicas.

Embora eles planejassem prosseguir e avaliar oportunidades de negócios na forma de qualquer grupo de capital privado profissional, a equipe compreendeu que muitas empresas limitadas potenciais, conscientemente ou não, os alinhariam com tentativas anteriores de investimento voltado para minorias que tinham sido criados e administrados por grupos com pouca ou nenhuma experiência com capital privado. Clint Harris observou que muitos desses fundos haviam perdido de vista o que deveria ter sido seu principal objetivo:

Fundos minoritários no passado muitas vezes foram motivados por interesses políticos e sociais; o dinheiro era desperdiçado e não faziam nenhum bem — e os investidores queimados têm memórias muito longas. Quando isso acontece, não é apenas o fracasso do time e do fundo, é o fracasso das boas intenções de fazer o investimento social pelas razões erradas. Alguns conseguiram fazer dinheiro,

mas a maioria deles não conseguiu obter retornos de investimentos robustos o suficiente para atrair investidores importantes.

A equipe frequentemente encontrava uma tendência por parte de alguns sócios limitados potenciais em classificar o fundo como um que, como os fundos anteriores tinham feito, investia exclusivamente em empresas de minorias existentes. Por exemplo, Judith Elsea, que naquela época era chefe de investimentos da Fundação Ewing Marion Kauffman, observou que o desafio para alguns sócios limitados potenciais seria realizar a devida diligência:

Essa equipe está propondo algo diferente ao lidar com mercados que não são tão fortemente traficados por grupos de *private equity*. Mas, embora esses mercados sejam indiscutivelmente mal servidos, eles também estão em áreas onde um grande número de investidores institucionais não tem muita experiência — ou em grandes redes, onde seria fácil verificar as pessoas.

Palmer sentia que a discussão toda estava fugindo do assunto:

Não estou preocupado com o que as outras empresas de minorias estão fazendo ou já fizeram, mas sei que logo que nos sentarmos com investidores potenciais, eles vão pensar que estamos investindo exclusivamente em empreendimentos de minorias. Teremos de moldar nossa apresentação de uma maneira que leve as pessoas a pararem de pensar dessa forma e, em vez disso, que elas vejam o que estamos fazendo como uma forma genérica para ganhar dinheiro, uma sólida estratégia de *private equity* — sem espelhos ou interesses ocultos. Vamos fazer isso da maneira antiga: apoiar grandes administradores, investir em empresas fundamentalmente sólidas, e, em seguida, abaixar a cabeça e executar uma estratégia de criação de valor ao longo de 4 a 6 anos.

Wanda Felton concordou:

É importante entender que este grupo estava sendo criado para construir e agregar valor a uma empresa, e, em seguida, ser capaz de vender esse

negócio para qualquer pessoa. Evidentemente, o ângulo da minoria pode representar uma vantagem competitiva sobre a margem em termos de fluxo de ofertas exclusivas, mas a equipe precisa comunicar que sua proposta de negócio não necessariamente depende de participação minoritária ou programas de cotas.

Como eles estavam antecipando que grande parte de seu fluxo de negócios envolveria oportunidades estabelecidas e em fases posteriores, David Mazza alertou contra serem rápidos demais para iniciar as operações:

Eu disse a eles que um fundo de compra de controle acionário por \$ 50 milhões só os colocaria em apuros. Gostamos de ver um mínimo de \$ 100 milhões, e preferimos \$ 200 milhões a \$ 250 milhões. Você pode certamente ter um primeiro fechamento de \$ 100 milhões, mas você quer chegar a algo que tenha massa crítica.

## O início

Agora que ele havia assegurado um compromisso unificado da equipe para se mudar para Boston no final do verão, Palmer decidiu que, quando seus sócios e suas famílias chegassem, em setembro, ele daria boas-vindas a todos com uma excursão de van pela cidade. Então — tudo montado e todos na mesma página —, a equipe assumiria o desafio de elaborar o prospecto de oferta e levantar o fundo.

Este caso foi preparado por Carl Hedberg sob a direção do professor Jeffrey Timmons, Franklin W. Olin Distinguished Professor of Entrepreneurship no Centro de Empreendedorismo Arthur M. Blank, Babson College. © Copyright Babson College, 2004. Financiamento concedido pela Fundação Franklin W. Olin. Todos os direitos reservados.

## Apêndice A: Perfis da Equipe

### Maclean Palmer, Jr.

Maclean Palmer, Jr. (41) tem mais de 5 anos de experiência direta com *private equity* e mais de 17

anos de experiência operacional. Antes de ingressar na Forte, ele foi diretor administrativo da Point West Partners de 1997 a 2000 em seu escritório em San Francisco. Enquanto estava na Point West, Palmer era responsável pela originação, execução de operação e gestão de portfólio da empresa e se concentrava no capital de crescimento e em investimentos de aquisição de controle acionário nos setores de telecomunicações, serviços *business to business*, indústria transformadora e setores automobilísticos. Palmer liderou os investimentos da Point West em três intermediários locais concorrentes (CLECs): Cobalt Telecommunications, MBCS Telecommunications e Concept Telephone. Ele continua a representar a Point West no conselho administrativo da MBCS e da Concept Telephone.

De 1995 a 1997, Palmer foi vice-presidente no escritório de Boston da Advent International. Enquanto estava na Advent, ele se concentrava em investimentos em indústrias e tecnologia e liderou os investimentos da Advent no ISI, uma empresa prestadora de serviços financeiros e de informações empresariais. De 1986 a 1995, Palmer trabalhou em vários cargos administrativos e de engenharia em três empresas *start-up* — UltraVision Inc., Surglaze Inc. e D'Tech Corporation — que foram financiadas por investidores de *private equity*. Durante sua carreira de *start-up*, Palmer esteve envolvido no desenvolvimento e na introdução bem-sucedida no mercado de 12 produtos novos. Além disso, Palmer passou por cargos de engenharia na Borg Warner Corporation de 1984 a 1986 e na divisão de diesel de uma grande empresa automotiva de 1983 a 1984.

Palmer tem um assento no conselho da JT Technologies, uma empresa de propriedade de minorias que desenvolve tecnologias para baterias e ultracapacitores. Ele também tem assento no conselho da Cooper Enterprise Fund, um fundo voltado para minorias de Nova York; na Community Preparatory School, uma escola particular do centro da cidade concentrada na preparação de alunos do ensino básico para escolas de ensino médio preparatórias para a faculdade; e no Zell Laurie Entrepreneurial Institute da Universidade de Michigan Business School.

Palmer tem uma BSME do Automotive Institute e um MBA *cum laude* da Babson College, e foi premiado com uma bolsa de estudos Kauffman, graduando-se com a aula inaugural do programa.

### Ray S. Turner

Ray S. Turner (61) teve uma carreira longa e distinta como executivo operacional em empresas da *Fortune 50*. De outubro de 1998 a março de 2000, foi vice-presidente do grupo, para vendas, serviços e marketing na América do Norte, de um fabricante da indústria pesada multinacional. De 1990 a 1998, Turner também atuou como vice-presidente e gerente geral de Vendas e Manufatura para a América do Norte na empresa.

De 1988 a 1990, atuou como vice-presidente de operações de fabricação. De 1977 a 1988, Turner atuou na administração de manufatura sênior e gerência da fábrica de papéis de uma série de operações de montagem e fabricação para a empresa. Antes de sua carreira naquela corporação, Turner passou vários anos servindo em uma variedade de cargos de engenharia, administração de materiais, fabricação, vendas, recursos humanos e relações trabalhistas. Ele faz parte do conselho administrativo de duas empresas da *Fortune 100*.

Turner recebeu o diploma de bacharel em administração de empresas pela Western Michigan University. Ele também completou o Executive Development Program da Harvard Business School e o Advanced International General Management Program, na Suíça.

### Clark T. Pierce

Clark T. Pierce (38) tem mais de 7 anos de experiência em mezanino e em *private equity* e mais de 4 anos de experiência em finanças corporativas. Recentemente, foi diretor da Ninos Capital, um fundo de investimento mezanino de capital aberto. Enquanto estava na Ninos, ele foi responsável por liderar todos os aspectos do processo de investimento, incluindo a originação e avaliação, devida diligência, ofertas, execução e gestão de portfólio da empresa. Pierce fechou inúmeras operações em diversos setores, incluindo serviços empresariais, distribuição, manufatura e serviços financeiros.

De 1993 a 1995, Pierce administrou a Specialized Small Business Investment Company ("SSBIC") da Ninos Capital. Esta SSBIC foi um veículo de investimento de \$ 45 milhões voltado para empresas minoritárias detidas e controladas. Antes da Ninos Capital, Pierce passou um ano na Freeman Securities como vice-presidente de Finanças Corporativas do Grupo, onde aconselhou os obrigacionistas e as empresas envolvidas no processo de reestruturação. De 1989

a 1991, Pierce foi sócio do Chase Manhattan Bank, N.A., no Corporate Finance Group.

Pierce atuou no conselho diretor da Sidewalks, Inc., uma organização de serviços sociais para adolescentes problemáticos, e na Orphan Foundation of America, uma agência sem fins lucrativos voltada para a adoção de crianças mais velhas.

Pierce recebeu um BA da Morehouse College, um JD da George Washington University e um MBA pela Wharton Business School da Universidade da Pensilvânia.

### Andrew L. Simon

Andrew L. Simon (30) tem 4 anos de experiência direta em *private equity*, além de 3 anos de experiência em consultoria de estratégia. Durante sua carreira, Simon trabalhou em investimentos de capital privado em vários setores da indústria, incluindo manufatura por contrato, produtos industriais, planos de saúde, serviços financeiros e marketing direto. Mais recentemente, ele era sócio sênior do escritório de Nova York da McCown De Leeuw & Co., Inc. ("MDC"), onde se concentrou em investimentos de crescimento e de capital alavancado, incluindo a recapitalização e as aquisições de compra e construção. Enquanto estava na MDC, Simon teve um papel importante na identificação de investimentos potenciais, negociação com vendedores, e estruturação e organização do financiamento de dívidas, além de supervisionar a documentação legal e o fechamento das operações. Depois da aquisição, ele desempenhou um papel ativo no financiamento e na direção estratégica das empresas do portfólio da MDC e participou de reuniões do conselho.

De 1995 a 1997, Simon foi sócio no escritório de Boston da Trident Partners ("Trident"). Na Trident, Simon era responsável pela avaliação, priorização e análise de oportunidades potenciais para novas aquisições, bem como apoio às equipes de negociação com as empresas e devida diligência analítica. De 1992 a 1995, Simon foi analista sênior da Marakon Associates, onde era responsável pela análise de avaliação, pesquisa industrial e desenvolvimento da estratégia. Além disso, Simon trabalhou para a Littlejohn & Co., uma empresa LBO voltada para a reestruturação; a Physicians Quality Care, uma empresa de serviços de saúde apoiada por capital de risco; e a Lotus Development.

Simon obteve um grau de AB da Woodrow Wilson School da Universidade de Princeton e obteve seu MBA com honras da Harvard Business School, onde era um bolsista Toigo.

**Dario A. Cardenas**

Mais recentemente Dario A. Cardenas foi diretor da MTG Ventures de 1999 a 2000. Na MTG, uma empresa de *private equity* voltada para a aquisição e operação de empresas de manufatura e de serviços, Cardenas foi responsável pela originação de transações, execução de operações e administração de portfólio da empresa. An-

tes de seu cargo na MTG Ventures, Cardenas foi diretor da MTG Advisors de 1992 a 1997, onde se concentrou em consultoria de estratégia e *coaching* executivo. Concomitante com a MTG Advisors, Cardenas foi eleito para dois mandatos como prefeito de Sunny Park, Califórnia, tornando-se, aos 23 anos de idade, prefeito daquela cidade. Ele também atuou como vice-prefeito adjunto de segurança pública na cidade de Los Angeles e como analista da McKinsey and Company.

Cardenas é bacharel em Ciências Políticas pela Universidade de Harvard, *cum laude*, e tem um MBA da Harvard Business School.

**FIGURA 1 – Processo clássico de investimento de capital de risco**

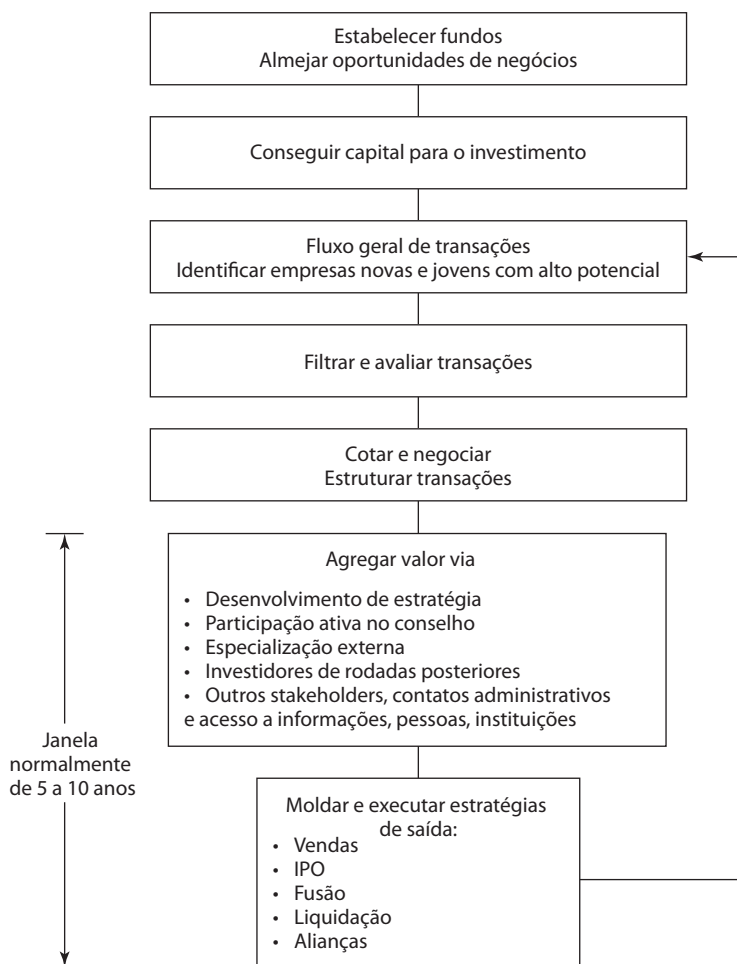
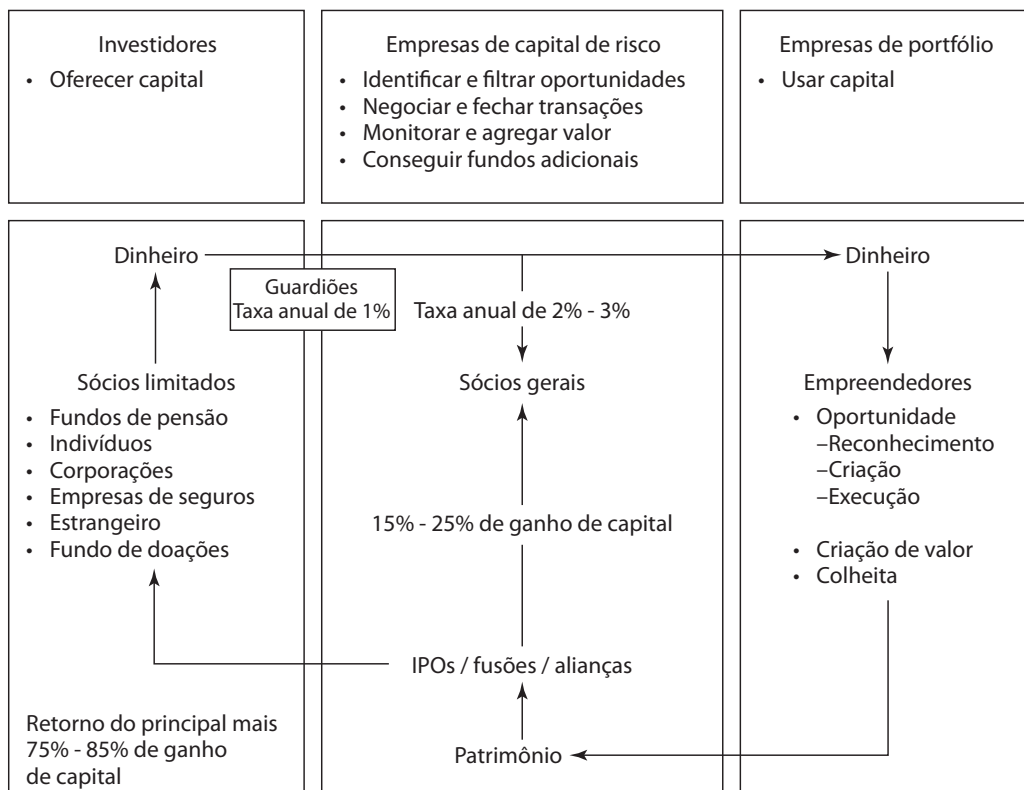


FIGURA 2 – Fluxos de capital de risco



Observação: Esta figura será discutida em maiores detalhes no Capítulo 14, Obtendo capital de risco e capital de expansão.

TABELA 3 – Fundos, compromissos de fundos e tamanho média do fundo

Ano/ trimestre	Capital de risco				Compra de controle acionário e Mezanino			
	Fundos iniciantes	Fundos totais	Tamanho médio do fundo (\$ mil)	Total levantado (\$ bilhões)	Fundos iniciantes	Fundos totais	Tamanho médio do fundo (\$ mil)	Total levantado (\$ bilhões)
1994	25	138	56,5	7,8	31	103	202,9	20,9
1995	36	155	63,9	9,9	32	105	253,3	26,6
1996	54	163	74,2	12,1	38	112	300,9	33,7
1997	79	232	76,3	17,7	39	140	355,7	49,8
1998	82	277	109,7	30,4	42	166	386,1	64,1
1999	146	424	139,5	59,2	44	157	410,8	64,5
T1 2000	45	165	132,1	21,8	9	42	300	12,6
T2 2000	51	183	168,3	30,8	10	50	212	10,6

Fonte: National Venture Capital Association (<[http://www.nvca.org/nvca2\\_11\\_02.html](http://www.nvca.org/nvca2_11_02.html)>).

**QUADRO 4 – Devida diligência em fundos novos**

**A empresa**

**Qual é a estratégia geral?**

Existe uma oportunidade de mercado, e ela pode ser executada no atual ambiente do mercado e durante o período esperado de compromisso?

A equipe articulou uma estratégia empresarial estratégica e operacional para as empresas de portfólio?

Eles têm um plano de saída viável?

Provavelmente mais crucial: Como o sócio geral do grupo demonstrou que será capaz de agregar valor ao investimento em suas empresas de portfólio?

**A equipe**

O sócio geral e a equipe têm a experiência e os recursos necessários de investimento em *private equity* para executar a estratégia?

A equipe terá acesso ao fluxo de transações na estratégia declarada?

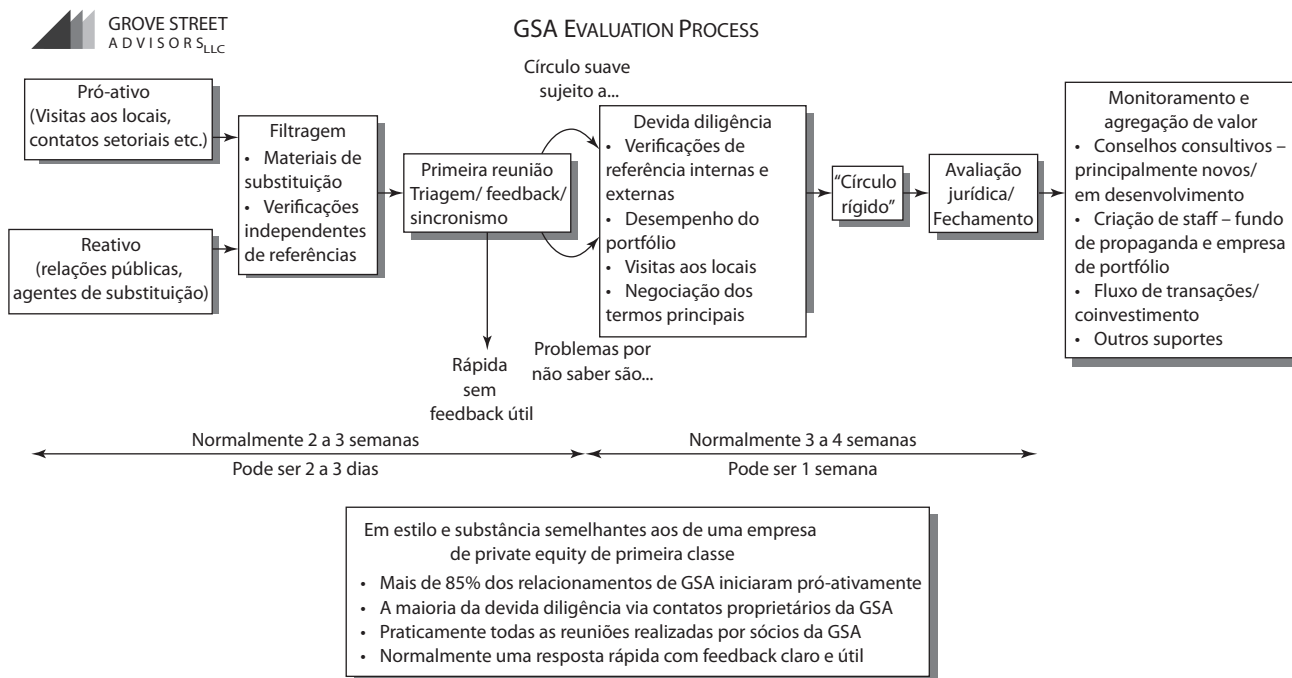
A equipe é estável?

A equipe trabalhou junta antes?

Eles têm uma visão comum de como vão administrar as empresas?

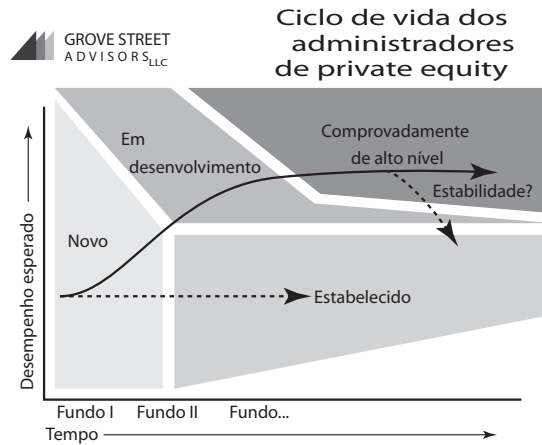
Eles têm um histórico significativo na estratégia declarada?

**FIGURA 5 – Processo de avaliação GSA**



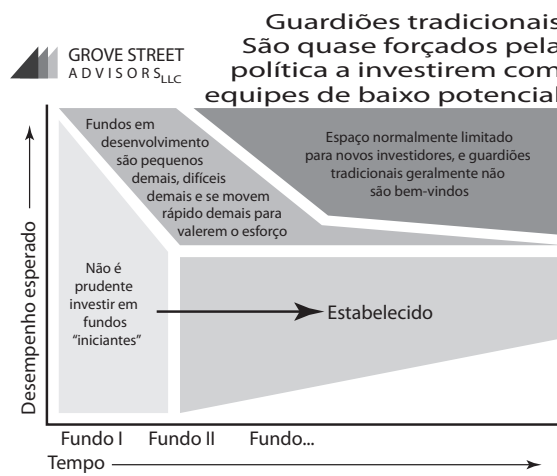
Fonte: Usado com autorização de Grove Street Advisors, LLC.

GRÁFICO 6 – Ciclo de vida dos administradores de private equity



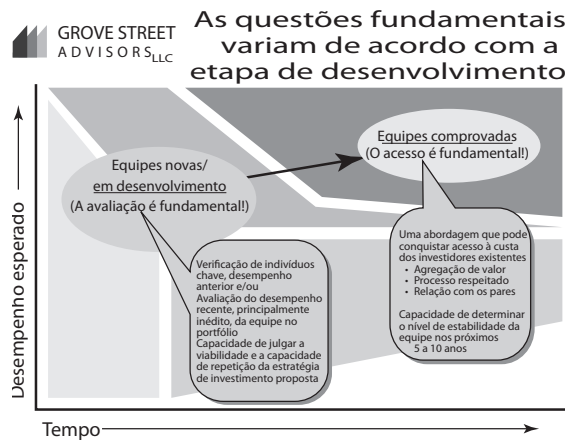
Fonte: Usado com autorização de Grove Street Advisors, LLC.

GRÁFICO 7 – Dilema do guardião



Fonte: Usado com autorização de Grove Street Advisors, LLC.

GRÁFICO 8 – Questões fundamentais e etapa de desenvolvimento



Fonte: Usado com autorização de Grove Street Advisors, LLC.

FIGURA 9 – Anotações na reunião

## Agenda – Sessão de introdução e estratégia

Date: July 21, 2000

All connected to the same people

- 9:00 a.m. Introduction Wilma Martinez - Rosi's Contact
- Progress to date - Team / Research / LPs /
  - Team introductions - Detailed / Worst trouble...
- 10:30 a.m. Discussion of fund strategy - Brandon MKT → Service, English, located / Basket for General MKT Deals
- Fund size - \$150M (→ \$200M 7/16/00)
  - Deal stages - Growth Equity → Buyouts
  - Industries - focus on ind w/ strong & prospects
  - Geography - Midwest presence - access to deal flow
  - MKT • Deal flow - Growth equity → Buyouts
  - Portfolio company management - style / 2 per BOB
  - Side fund - Charles Tribbett / 1/2 of executives / Operating Affiliates → Second side fund
- 11:30 a.m. Firm operating philosophy - End product → View of the firm and internal culture
- Management philosophy - Open / all-hands, all-eyes / veto / No any partner
  - Roles - 1-2 Admin / AM - LP, EMs, banks, etc / Alt. PR resp.
  - Decision making - consensus
  - Due diligence - set parameters / evolve over time
  - Partner meetings - format
  - Portfolio management - 1 lead, 1 backup
- 12:30 p.m. Review draft budget - startup Timing
- 12:45 p.m. Discussion of fund-raising strategy
- First close goals -
  - LP targets and amount for first close - who / # amounts
  - Placement agent? - see notes from Wanda
- 1:30 p.m. Open issues for the team - How do we get to a decision on whether to do this - timing / concerns / additional info needed
- 2:00 p.m. Next steps
- Strategic Partner
- Decision on doing it with or without Wind Point - Financial - startup capital = certainty and timing of close don't pay for what you don't use
  - Timing for other decisions
  - PPM draft—need team resumes and track record info
  - Side fund—executive recruitment
  - Pick counsel—for mgmt company, GP&LP documents
  - Negotiate economics - add w/ each individual and come back w/ proposal to the group
  - Start-up logistics—who / when / location / steps
  - Firm name? - Input...

**TABELA 10 – Estimativas para *start-up***

<b>Outubro de 2000 a outubro de 2001</b>	
Despesas variáveis	
Salários	90.000 <sup>1</sup>
Jurídico	44.000
Viagens	20.000
Aluguel	62.500 <sup>2</sup>
Telefone	10.000
Correios e impressões	14.000
Refeições	10.000
Entretenimento	20.000
	<hr/>
	\$ 270.500
Despesas fixas	
Computadores/redes/impressoras	40.000
Sistema telefônico	20.000
Material de escritório	5.000
Móveis de escritório	50.000
	<hr/>
	\$ 115.000
Despesas totais para <i>start-up</i>	<hr/>
	\$ 385.500

<sup>1</sup> Salários: três sócios @ \$ 40.000 cada. Metade do salário por seis meses.

<sup>2</sup> Aluguel: 232 m<sup>2</sup> @ \$ 270/m<sup>2</sup>.