

## *Caminhos do Crescimento*

Crescimento é a essência da atividade empresarial. O desígnio do crescimento infunde a companhia de energia e vigor. A empresa que cresce revela o propósito de enfrentar o desconhecido. Tomar deliberadamente o caminho do crescimento é um manifesto de autoconfiança corporativa e ao mesmo tempo um desafio declarado à acomodação.

Para o investidor, trata-se de uma dimensão fundamental. Fatorar adequadamente as oportunidades de crescimento configura o principal critério de demarcação entre um investimento bem ou mal sucedido. Crescimento antecipado no *valuation* e não entregue se traduz em perda patrimonial certa, no ajuste implacável das expectativas frustradas. Crescimento não antecipado pelo mercado e efetivamente entregue pela companhia constitui o graal da assimetria almejada por qualquer investidor.

Como é do conhecimento das nossas leitoras e leitores, nossa abordagem de investimento aqui na *Dynamo* define-se como essencialmente *bottom-up*. O ponto de partida e o objetivo final da nossa análise são as companhias e seus arredores. Não temos outra receita comprovada que julgamos pertinente para nos auxiliar nessa árdua tarefa de compreender realidades tão complexas. Ainda assim, seguimos perseguindo modelos mentais que sirvam de subsídios válidos para nossa análise. Como exercício desta procura permanente, andamos revisitando o tema do crescimento. A relevância do assunto, conforme vimos acima, justifica o esforço. A proposta despreziosa desta e da próxima Carta consiste em dividir com quem nos acompanha o que encontramos pelo caminho.

Como roteiro, vamos iniciar esta Carta recuperando uma referência teórica importante da literatura e vasculhando alguns resultados de estudos empíricos. Em seguida, passamos a discorrer sobre os determinantes e implicações do expediente do crescimento nas companhias, finalizando com uma breve descrição das alternativas estratégicas clássicas para expansão dos negócios. Na Carta seguinte, à luz das contribuições de

outras disciplinas para o tema, encontraremos o formato padrão de crescimento das companhias ao longo do tempo. A seguir, discutimos o fenômeno mais recente das empresas digitais, e como elas escapam do modelo de crescimento tradicional. Terminamos com algumas anotações mais “sistêmicas”, onde comentamos nosso olhar ESG sobre o tema.

### Teoria

---

Infelizmente – ou não – a teoria econômica tradicional tem muito pouco de útil a nos dizer sobre o universo das companhias. Os economistas clássicos, mais preocupados com o desenvolvimento econômico, pouco se aprofundaram na realidade microeconômica das companhias. A tradição neoclássica, buscando elegância e rigor matemático, assumiu na partida simplificações quase caricaturescas. A firma é um ente monolítico cuja única função objetivo consiste em maximizar os resultados da produção de bens homogêneos. A partir de realidades conhecidas de dotação de fatores, função de produção e nível de demanda, cabe à empresa encontrar seu tamanho “ótimo”, e aí simplesmente repousar em “equilíbrio”.

Por incrível que pareça, apenas em 1959 surgiu uma obra exclusivamente dedicada à análise da dimensão fundamental do crescimento das empresas. *The Theory of the Growth of the Firm* (TGF)<sup>1</sup>, de Edith Penrose (EP), transformou-se em marco seminal, a partir do qual qualquer discussão conceitual sobre o assunto precisa levar em consideração. Penrose afastou-se da tradição neoclássica e inaugurou uma abordagem que veio a se chamar posteriormente de teoria da base de recursos (*resource base theory*). Para Penrose, a firma define-se como uma “coleção de recursos produtivos”,

---

<sup>1</sup> Como de costume, as referências completas desta e da próxima Carta podem ser encontradas em nosso site, no menu biblioteca: <https://www.dynamo.com.br/pt/biblioteca>

físicos e humanos, organizados sob uma coordenação administrativa coerente a fim de produzir bens e serviços para venda no mercado e consequente obtenção de lucro. Embora a base de recursos disponíveis seja o ponto de partida para a organização da empresa, o elemento central da análise são os indivíduos. A forma como a administração se organiza, os indivíduos se relacionam e os executivos-empresários fazem a leitura do ambiente de negócios é que determina o conjunto de oportunidades das empresas e, conseqüentemente, seu padrão de crescimento. As oportunidades de crescimento derivam da ação subjetiva dos empresários-executivos e em última instância da forma como a administração vai adquirindo conhecimento ao longo do tempo. Sob esta visão, crescimento define-se essencialmente como um processo evolucionário que envolve acumulação de conhecimento coletivo pela empresa. Neste sentido, a teoria da firma de EP não deixa de ser uma teoria do conhecimento, onde a história do aprendizado conta.

A percepção de que as novas oportunidades, seja no mercado ou dentro das próprias fronteiras da organização, dependem da qualidade do “juízo empresarial” da administração representa um insight relevante e bastante atual. Para além de bons gestores operacionais, responsáveis pelas funções mais rotineiras da condução dos negócios, executivos penrosianos devem possuir imaginação e visão empresarial, treinados na competência de produzir uma adequada leitura do conjunto de oportunidades disponíveis no ambiente. Trata-se de uma característica fundamental, especialmente em nosso mercado de capitais cada vez mais habitado pelas *corporations*, onde não há mais a figura do acionista de referência, até então responsável pelo monopólio da orientação estratégica dos negócios. Além das atribuições executivas, espera-se do CEO da companhia de capital pulverizado esta competência tácita – e rara – da inspiração imaginativa, que produz a fagulha da descoberta empresarial genuína.

Da mesma forma que os recursos humanos são em última instância responsáveis pela indução do crescimento, são também seus elementos inibidores. Para Penrose, a experiência adquirida internamente torna-se fundamental para a formação de competência específica e “construção de autoridade” para executar as decisões necessárias. Quanto maior a complexidade da empresa e de seu negócio, maior a necessidade de conhecimento para a coordenação e planejamento, tornando mais relevante a senioridade do time de executivos e fundadores. Os limites da capacidade interna dos tomadores de decisão em assimilar conhecimento, planejar, coordenar e supervisionar representam uma restrição central ao crescimento

das empresas (o que veio a se denominar efeito-Penrose). Ou seja, a velocidade com que a firma consegue desenvolver suas capacidades gerenciais estabelece os limites para seu crescimento.

Para EP, as capacidades organizacionais são uma construção coletiva. O time de gestão funciona como uma “unidade”, não sendo apenas um grupo de pessoas justapostas, mas “uma coleção de indivíduos que compartilha experiência de trabalhar juntos, porque apenas desta forma o ‘teamwork’ pode se desenvolver”. Sendo uma construção coletiva, de certa forma o processo de crescimento não deve ser atribuído à contribuições isoladas: à medida em que a empresa cresce e o corpo de gestão se expande, “a influência do temperamento e das atitudes pessoais de um indivíduo tendem a declinar e o papel da ação do grupo cresce em importância”. Nada mais próximo do nosso entendimento sobre um bom desenho de organização interna, tal qual procuramos perseguir aqui na Dynamo.

“Crescimento é um processo, tamanho é um estado”. “Economias de tamanho” estão presentes quando as grandes empresas ganham eficiência produzindo mais. “Economias de crescimento” são as economias internas derivadas da base exclusiva de ativos produtivos que criam diferencial competitivo para empresa quando ela expande para um novo mercado ou produz maiores volumes dos mesmos produtos. Economias de crescimento podem existir para qualquer tamanho, e podem não guardar relação com o tamanho da firma antes da expansão e nem com os ganhos de eficiência fabril devido ao aumento de produção em larga escala. “Economias de crescimento” dependem da coleção de recursos produtivos e sua exploração independe do tamanho da firma naquele dado momento. Sendo assim, iniciativas de expansão sem o devido planejamento e preparação podem não resultar em “economias de crescimento”.

A TGF naturalmente está inserida no contexto de sua época (1959) onde a mobilidade de recursos e a transferência de conhecimento se dava em uma velocidade bem mais lenta. Predominava o entendimento de que as necessidades específicas de talentos das empresas dificilmente poderiam ser supridas pelo mercado. Daí que EP sugerisse que uma forma de superar as limitações de capacidades internas se daria rotinizando tarefas, o que liberaria recursos cognitivos existentes, permitindo à organização considerar novos conjuntos de possibilidades.

Desta forma, os recursos organizacionais aprendem e se reconfiguram formatando novas alternativas produtivas a serem exploradas pela firma. Isto é crescer. EP explica que no longo prazo, “a lucratividade, sobrevivência e crescimento de uma firma não depende tanto da

eficiência na qual ela é capaz de organizar sua produção, ainda que de um espectro diversificado de produtos, quanto de sua habilidade em estabelecer uma ou mais 'bases' extensas e razoavelmente 'impregnadas' a partir das quais a firma pode adaptar e estender suas operações num mundo incerto, cambiante e competitivo". Aqui, um alerta contemporâneo de que a sobrevivência de longo prazo em um ambiente competitivo e incerto depende mais da capacidade de adaptação/inação do que da obsessão por custos, ou como já se disse, da "tirania da eficiência".

Sessenta anos após a publicação da TGF ainda não temos uma teoria robusta sobre crescimento das empresas. Sob o ângulo especulativo-conceitual, tem sido de certa forma desapontador constatar tamanha lacuna. Afinal, a firma consiste na unidade nuclear de organização produtiva, onde a inovação ocorre e o conhecimento avança. É ela que movimenta as engrenagens do desenvolvimento econômico, invariavelmente transbordando bem estar social para as comunidades alcançadas. Hoje já se sabe que diferenças entre produtividades e a própria riqueza das nações podem ser explicadas em boa parte a partir das distintas capacidades das empresas que compõem uma dada economia (Sutton, 2012).

## Testes Empíricos

---

Mesmo sem um norte teórico bem definido, a literatura empírica continua produzindo material em abundância. As empresas deixam rastros quantitativos perceptíveis e a partir deste enorme volume de dados disponíveis, inúmeros estudos econométricos buscaram testar variáveis explicativas para a dinâmica de crescimento das empresas. Para nós investidores, trata-se de um exercício justificável. Será possível identificar *a priori* elementos cuja presença por si só aumentaria a potência de crescimento da empresa? Críticas à parte sobre a capacidade da técnica econométrica conseguir explicar efetivamente causalidades, vejamos um breve resumo dos principais resultados destes trabalhos.

Um dos esforços pioneiros para se tentar compreender a dinâmica e a estrutura de organização de determinadas indústrias deu-se através da análise da distribuição estatística do *tamanho* das empresas. Contemplando a distribuição do porte dos estabelecimentos manufatureiros na França, Robert Gibrat postulou em 1931 que o crescimento esperado para determinada firma seria independente de seu tamanho no início do período examinado, o que tornou-se conhecido como Lei do Efeito Proporcional, ou Lei de Gibrat. A proposição em sua versão mais branda implica afirmar que o crescimento das empresas pode ser

modelado como um processo estocástico de absorção e acumulação passiva de choques externos. O crescimento se daria de forma idiossincrática, ao sabor exclusivo de suas histórias individuais, sem efeitos sistemáticos de escala, devendo então descrever um caminho aleatório. Ou seja, o tamanho de uma empresa em um determinado momento por si só não confere qualquer insight sobre sua trajetória futura de crescimento. Parte relevante do que se produziu de teste empírico a partir de Gibrat tem sido no sentido de confirmar – ou não – esta proposição.

E há resultados para os dois lados. Muitos encontraram evidências que reforçam a percepção de que a Lei de Gibrat vigora para empresas acima de determinado tamanho. Outros encontraram vestígios mais fortes de que tamanho e crescimento estão negativamente correlacionados, o que está mais em linha com a lógica de que empresas menores tendem a crescer mais. Também como esperado pela intuição, os testes indicam que quanto maior a empresa, menor tende a ser a variância do crescimento. Idade, que certamente guarda relação com tamanho, também tem sido testada apresentando resultados similares: a maioria dos estudos apresentam robusta evidência de que idade e crescimento estão negativamente relacionados, companhias mais antigas tendem a crescer menos. Mas alguns indicaram o oposto (Das 1995).

Em relação à pergunta de quanto o crescimento do passado explica o crescimento hoje, chamada de correlação serial ou autocorrelação, os resultados também parecem bem difusos. *"Resumindo essas investigações baseadas em regressões, parece que décadas de pesquisa acerca da autocorrelação do crescimento podem melhor serem descritas como produzindo resultados conflitantes"* (Coad, 2007).

Outra candidata-suspeita amplamente interrogada tem sido a inovação. E aqui uma Carta inteira poderia ser escrita sobre o assunto. Neste caso, a teoria sugere consenso. É pervasivo o entendimento de que a empresa que inova tende a apresentar taxas maiores de crescimento. Acontece que as evidências empíricas não se apresentam de forma tão nítidas. Talvez pelas dificuldades de medir causalidades com as duas principais proxies escolhidas, gastos com P&D e patentes. Evidências inquestionáveis são encontradas nas companhias *tech* que crescem a taxas aceleradas<sup>2</sup>. Mas nas empresas manufatureiras tradicionais, já não se manifesta tão óbvia a associação.

---

2 De fato, como veremos na Carta seguinte, no ambiente digital a inovação constitui o principal combustível do crescimento.

Quando se mede crescimento através de emprego e não receita, a relação inovação-crescimento se torna ainda mais opaca, já que muitas das inovações de processos tendem a aumentar a produtividade por empregado, podendo causar demissões.

Condição financeira, notadamente na variante capacidade de investimento, também tem sido investigada. A hipótese aqui é a de que em um ambiente competitivo as empresas disputam oportunidades escassas de crescimento e aquelas com performance financeira superior estariam mais aptas para capturá-las. Mais uma vez, boas revisões da literatura apontam para resultados inconclusivos: *“Entretanto, um resultado comum destas abordagens é a de que a performance financeira não parece ser um determinante importante do crescimento da firma, seja medido em termos de investimento ou de crescimento de vendas”* (Coad, 2007).

O mesmo argumento da pressão competitiva sugere mais uma variável a ser testada: produtividade relativa. Sob esta hipótese, as companhias mais produtivas deveriam crescer a taxas maiores. Novamente, as evidências não sustentam a premissa. Aqui talvez a melhor explicação é a de que enquanto algumas companhias tornam-se bastante produtivas pelo crescimento, outras alcançam níveis elevados de eficiência através do downsizing. E há ainda aquelas empresas-nicho que mantêm elevados níveis de eficiência e rentabilidade, focadas em seus mercados, sem pretensão de expansão.

A análise dos incentivos e das estruturas de capital também já mereceu grande quantidade de pesquisa empírica. A hipótese aqui é a de que executivos profissionais com agendas particulares de ambição de poder (*empire building*) ou de maximizar remuneração (incentivos financeiros) estariam mais inclinados a promover crescimento. Mais uma vez, resultados empíricos não foram totalmente conclusivos: em alguns estudos comparados, companhias controladas por donos apresentaram maior crescimento do que aquelas onde os executivos tinham o controle das iniciativas. Estudos que focam no crescimento via diversificação, estes sim, sugerem que o crescimento tende a ser maior onde os executivos têm o poder final de decisão. Em contrapartida, esses saltos de crescimento discretos costumam vir em detrimento da performance financeira da companhia.

Outra linha de pesquisa mais recente tem procurado ir além, investigando não apenas se as empresas crescem, mas quais os elementos que as fariam crescer de forma “persistente”. E aqui os resultados têm sido ainda mais sombrios. *“Não encontramos evidência de nenhuma diferença sistemática entre companhias de*

*alto-crescimento e companhias de alto-crescimento persistente, seja em termos de eficiência operacional, ou de quaisquer outras dimensões consideradas”* (Bianchini et al, 2015). Ou seja, a maior parte dos elementos que supostamente poderiam explicar crescimento – produtividade, lucratividade, inovação – não costumam se correlacionar com persistência de crescimento. O que corrobora os resultados empíricos anteriores que concluíram que o crescimento das empresas parece ser muito mais “lumpier” do que imaginado pelos modelos tradicionais (Dosi et al, 2019), ou a suspeita de que as empresas de elevado crescimento são apenas “sucessos isolados” (Daunfeldt e Halvarsson, 2015). Do ponto de vista estatístico, estudos econométricos posteriores reforçaram a suspeita inicial de Gibrat de que a distribuição de frequências do crescimento das empresas seria inclinada para direita. Isto reflete o fato de que um número muito grande de empresas cresce pouco e aquelas que o fazem, crescem rápido por um curto período de tempo.

É fato que nossa folheada pela literatura dos estudos econométricos não foi capaz de identificar com algum grau razoável de assertividade os responsáveis pela indução do crescimento das empresas. Investigamos alguns elementos suspeitos (tamanho, idade, performance financeira, inovação, crescimento passado, aspectos específicos da indústria) que de forma intuitiva deveriam fornecer pistas válidas, mas o poder explicativo destas regressões invariavelmente se mostrou bastante reduzido. Se já é difícil identificar os determinantes do crescimento, imagina o que dizer sobre suas projeções futuras. Daí a premissa quase secular do crescimento como fenômeno estatístico aleatório ainda encontrar-se tão presente na literatura dos testes empíricos.

## Determinantes, disposições e desafios

---

São bem conhecidas as limitações das técnicas quantitativas para explicar causalidades em fenômenos complexos. Nem tudo o que pode ser medido importa, e nem sempre o que importa pode ser medido. Ainda assim, os resultados estatísticos interpretados à luz de elementos subjetivos trazem esclarecimentos. Vimos, por exemplo, que a variável performance financeira mostrou-se estatisticamente pouco significativa para explicar crescimento. A habilidade para crescer difere do desejo de crescer. Por vezes, as condições estão dispostas, mas as empresas preferem não crescer. Por outro lado, há casos em que a situação financeira não recomenda. Mesmo assim, muitas companhias optam pela aventura da expansão esticando a corda da alavancagem.

São diversos os argumentos que tornam o crescimento desejável. Crescer acomoda ambições e alivia tensões internas. A companhia que cresce geralmente se impregna de uma atmosfera mais vibrante e autoconfiante. Os horizontes se ampliam e com eles o propósito de auto-superação, o trabalho torna-se mais instigante, menores as chances de se cair na acomodação da rotina das tarefas. É mais fácil obter comprometimento com os objetivos corporativos, aglutinar aspirações na direção de um ponto futuro, recrutar uma mentalidade de dono-empresendedor, resolver conflitos entre percepções que competem entre si e formar cultura em torno de um imaginário do que pode vir a ser conquistado. Crescimento também está intimamente associado aos interesses de quem o promove, trazendo recompensa financeira, poder, prestígio, privilégios, promoções e mobilidade na hierarquia. Do ponto de vista estratégico, crescimento pode vir associado a ganhos com economias de escala e de escopo, benefícios de uma maior participação de mercado, deslocamento de competidores, retenção de talentos, ou a uma diluição de risco específico de determinado mercado, no caso de uma diversificação.

Por outro lado, crescimento também traz desafios e desvantagens. Crescimento requer contínuo aprendizado, disciplina e foco redobrado, esforço coletivo e coordenado de toda a companhia. Crescimento exige mudanças. Muitas vezes, demanda ajustes no modelo de negócios, na proposição de valor para o cliente/consumidor ou atualização no quadro de talentos, tirando a companhia da região de um confortável equilíbrio. A sensação de segurança da previsibilidade dá lugar ao desconforto da incerteza. A fim de lidar com o novo, crescimento é intensivo em processo, controles e sistemas. À medida em que as empresas crescem tendem a apresentar maior complexidade operacional e problemas de coordenação. Novas camadas hierárquicas são necessárias, gerando burocracia e onerando custos fixos/despesas administrativas. É sempre mais fácil adicionar pessoas do que subtraí-las. Tamanho pode se converter em um inimigo interno difícil de ser combatido. Feudos se formam, cristalizando ideias e gerando a síndrome do “isso nunca funcionou por aqui”.

A proximidade e os benefícios da “mentalidade do fundador” vão sendo diluídos, cedendo lugar para a “maldição da matriz”, onde os “vampiros de energia” se refestelam inventando reuniões e disparando planilhas (Zook e Allen, 2016). Empresas maiores costumam se transformar em ambientes menos atraentes para se trabalhar. Tendem a perder dinamismo e capacidade de adaptação. As respostas tornam-se mais lentas e o poder efetivo de decisão mais diluído. Agilidade e autonomia decisórias dão lugar à necessidade de relatórios, ritos,

protocolos e processos. Afã empreendedor, compartilhamento de propósitos e espírito colaborativo passam a ser abafados pelo imperativo operacional, por uma cultura imposta de cima para baixo e pela disputa pessoal por ocupar as caixinhas no organograma de funções.

Elementos externos – institucionais, regulatórios, competitivos – muitas vezes são determinantes nas decisões de crescer ou não. Algumas empresas menores têm incentivos para permanecer dentro de uma faixa de benefício fiscal. Outras de médio porte veem no crescimento a possibilidade de ganharem peso político e acesso a canais importantes junto ao poder público. Há também aquelas que decidem não crescer receita no curto prazo optando por manter preços baixos a fim de conter o avanço dos concorrentes. Alguns empresários preferem não crescer seu negócio. E justificam esta decisão, cada vez mais infrequente, temendo perder controle e qualidade em suas operações. De fato, crescimento requer algum nível de transferência de conhecimento tácito, com riscos de perdas neste processo de translação.

Empresas bem-sucedidas tornam-se ilhas de prosperidade e pioneirismo. Em países em desenvolvimento como o Brasil, muitas vezes as companhias necessitam recursos ou infraestrutura ainda não disponíveis, a fim de levar adiante suas pretensões de crescimento. É preciso fazer investimentos extramuros, seja em ativos físicos ou no desenvolvimento de capacitação das empresas-parceiras, com o objetivo de superar deficiências estruturais do ambiente, trazendo evidentes externalidades positivas para a sociedade. Assim, inúmeras companhias do segmento industrial tiveram que fazer trechos de estradas, pontes, rabichos ferroviários ou terminais portuários a fim de viabilizar novas unidades fabris. A Renner desenvolveu sucessivos níveis na cadeia de fornecedores atribuindo-lhes um selo de qualidade. O Mercado Livre estruturou um sistema de coleta e envios complementar aos serviços dos Correios. A MRV redesenhou o método de engenharia civil trazendo maior eficiência e repercussões importantes na cadeia produtiva do setor de construção.

Desde EP, crescimento é entendido um processo deliberado e intencional. Resulta primariamente do desejo humano, de uma decisão empresarial da administração, não sendo uma resposta passiva a choques externos, nem muito menos uma simples reação a determinantes tecnológicos. Mas não basta apenas querer crescer. É preciso que as empresas desenvolvam a capacidade de reconhecer as oportunidades genuínas de crescimento em um ambiente de transformação contínua. Neste sentido, cada salto de crescimento é único. Crescer é explorar o desconhecido, um processo intrinsecamente incerto que

sempre envolve instâncias novas. Realocações de recursos internos, rotinas expandidas ou criadas, novas conexões estabelecidas. Crescimento jamais se repete da mesma forma. Talvez por isso seja tão difícil assegurar de antemão o sucesso de cada iniciativa.

Crescimento é um fenômeno dinâmico que se estende ao longo do tempo, e não uma resposta instantânea a uma oportunidade que o mercado oferece em determinado momento. Trata-se de um movimento eminentemente qualitativo. Crescer não é tão-somente ficar maior, crescer envolve transformações importantes nas engrenagens internas das companhias. Crescer necessariamente tira a companhia de seu estado de equilíbrio natural.

Numa simplificação alegórica, a questão do crescimento é como a prática esportiva de tiro ao alvo móvel. De um lado temos a habilidade e preparo do atirador, o portfólio de capacidades internas da companhia. De outro, o alvo que se movimenta continuamente, o conjunto de oportunidades em um ambiente em transformação. A iniciativa bem-sucedida de crescimento se dá quando ocorre a coordenação destes dois grupamentos de elementos. Na maior parte do tempo, ou o atirador não está devidamente posicionado, não calibrou adequadamente a distância ou não percebeu que o alvo atingiu uma boa posição. Outras vezes, ocorre que o atirador fez tudo certo, mas o alvo não alcançou a trajetória adequada não oferecendo oportunidade para o desfecho do tiro. Capacidades internas e oportunidades externas não se encontraram.

À medida em que o tempo passa e o gatilho não se move, pressões psicológicas sobre o atirador se intensificam. São as tensões internas da companhia que se traduzem em frustrações e impaciência, aumentando as chances de um disparo inoportuno. No outro extremo, quando o projétil alcança certo o alvo, eleva-se o score de auto confiança do atirador e com ele a chance de um próximo tiro precipitado. Daí o extremo desafio desta operação complexa que envolve a coordenação precisa de elementos com dinâmicas distintas. Daí que as técnicas estatísticas, medindo apenas o quantitativo dos tiros, não consigam capturar adequadamente padrões de intencionalidade nestes ingredientes subjetivos entrelaçados, e acabam concluindo que se trata de um exercício onde os resultados positivos surgem aleatórios.

Crescimento pode se dar via replicação ou diversificação. Pode ser orgânico (interno) ou inorgânico (aquisição). Replicação é a aplicação de um formato já conhecido em outra instância. Ocorre quando uma empresa de varejo abre loja em uma nova região, uma indústria inaugura uma nova planta do mesmo produto,

ou abre um novo canal de distribuição. Trata-se de uma expansão a partir de utilização idêntica ou muito próxima de uma base de recursos conhecida, de onde se extraem sinergias operacionais. Há diversos níveis de replicação. A Intel, por exemplo, após alguns problemas de conformidade, decretou como política industrial na produção de processadores a ordem expressa de copiar exatamente as instruções dos manuais de manufatura. Por outro lado, cadeias do varejo tentem a adaptar o mix de produtos de suas lojas novas conforme a realidade socioeconômica e climática de cada região. Por sua natureza, a replicação envolve menor risco de execução, já que estamos lidando com o “deslocamento” de elementos conhecidos. Ainda assim, como o conhecimento gerado no interior das empresas é muitas vezes de natureza tácito, de difícil transferência, há riscos de perdas nestes movimentos de expansão. Replicar rotinas e processos é mais fácil, reproduzir cultura e envolvimento já é outra história.

Diversificação envolve a expansão para novas atividades, geralmente relacionadas à base existente de recursos. A justificação conceitual reside na presunção de que a administração seria uma “substância amorfa” capaz de ser aplicada com sucesso em diferentes linhas de negócios. Naturalmente, quanto mais distante das competências centrais, mais arriscado seria o movimento de diversificação. Na visão penrosiana, a estratégia de diversificação deveria se concentrar em como explorar da melhor forma possível as possibilidades da base atual de recursos da companhia. Só depois de terem se esgotado todas as alternativas de recombinação dos recursos existentes deveriam vir para a mesa os projetos de diversificação para linhas adjacentes ou internacionalização.

Embora a estratégia de diversificação esteja mais associada à aquisição, enquanto o chamado crescimento interno ou orgânico se conecta mais à replicação, na verdade, a iniciativa de diversificação pode se dar também de forma orgânica. Isto ocorre principalmente quando as sinergias entre as atividades da empresa e da indústria alvo são elevadas e quando há tempo para desenvolver e integrar as capacidades. Por outro lado, quando há urgência para adquirir novas capacidades ou incorporar recursos de gestão críticos, a aquisição se mostra o melhor caminho. Aquisição também é recomendada quando as participações de mercado já são mais estabelecidas ao mesmo tempo que há pouco espaço para um novo entrante.

A análise empírica dos efeitos das estratégias de diversificação por aquisição indica que elas têm se tornado mais deletérias do que benéficas. As aquisições costumam ser caras e geralmente não atingem os

objetivos desejados. Há indícios de que interesses conflitantes – além de vieses psicológicos – dos executivos prevalecem sobre os acionistas levando a resultados econômicos pobres.

## Matriz Ansoff

Sendo uma dimensão vital para a companhia, análises sobre o crescimento ganharam enorme relevância na literatura de planejamento estratégico. Inúmeros esquemas conceituais têm sido propostos para descrever as alternativas estratégicas e conferir insights práticos que norteiem as companhias ao longo desta jornada incerta. Nossa resenha bibliográfica já foi longe demais e não é o caso aqui de nos estendermos demasiadamente neste vasto material. A título de ilustração selecionamos apenas um destes modelos. Por sua simplicidade e elegância, ficamos com um clássico, a chamada Matriz de Ansoff<sup>3</sup>.

A matriz apresenta de forma simples e esquemática quatro possibilidades estratégicas de crescimento para as empresas, divididas em produtos e mercados, novos ou existentes (cf. figura 1). Se o objetivo é crescer fazendo mais do mesmo, oferecendo produtos que já constam do portfólio em mercados onde já se atua, trata-se de uma estratégia de perseguir aprofundamento, ou maior *penetração*. Quando a decisão é oferecer um mesmo produto em um novo mercado, estamos diante de uma estratégia de *desenvolvimento de mercado*. No caso de se usar a base estabelecida de clientes para testar a aderência de um novo produto, estamos no quadrante de *desenvolvimento de produtos*. Por fim, se a ideia é alcançar outra base de consumidores com produtos ainda não lançados, estaríamos no espaço da estratégia que envolve maior novidade e maior risco, que seria a *diversificação*. Naturalmente, as estratégias são não-excludentes e na prática as companhias transitam por todos os quadrantes, conforme as oportunidades.

Indivíduos – e companhias – são por natureza avessos a risco. Não é de se estranhar que a estratégia preferencial de crescimento nas empresas consista na penetração de produtos existentes em mercados conhecidos. Nada mais sedutor do que colher os benefícios do crescimento permanecendo na zona de conforto do familiar.

3 Igor Ansoff (1914-2002), engenheiro com doutorado em matemática aplicada, trabalhou em empresas e acabou se dedicando a carreira acadêmica, onde sua contribuição foi mais reconhecida. Publicou em 1965 a obra *Strategic Management*, sendo considerado por muitos o pai da gestão estratégica. A Matriz Ansoff apareceu pela primeira vez em 1957 em um artigo na HBR.

		Produtos	
		Existentes	Novos
Mercados	Existentes	<b>Penetração de Mercado</b>	<b>Desenvolvimento de Produtos</b>
	Novos	<b>Desenvolvimento de Mercado</b>	<b>Diversificação</b>

Estudos revelam que algo entre 75% a 95% dos recursos corporativos destinados para inovação são despendidos em projetos que tentam melhorar a performance dos produtos existentes ou apenas adicionam melhorias marginais ao portfólio atual de produtos. Apenas 25% do capital são desembolsados em projetos que levariam a companhia para um território competitivo diferente do atual. No entanto, evidências demonstram que estratégias que destinam recursos significativos em projetos *breakthrough* realizam ganhos desproporcionais. Ou seja, as companhias exploram pouco as regiões onde se encontram os maiores *payoffs*.

E esta parece ser uma característica típica das empresas estabelecidas na economia tradicional: restringir sua campanha exploratória da inovação apenas às franjas do território que as levou ao sucesso. Organizações estabelecidas estão desenhadas para produzir resultados padronizados, de baixa variância, através de uma execução cuidadosa em um cenário de alta previsibilidade. Sob esta perspectiva, crescimento e inovação podem ser vistos como iniciativas inerentemente mais confusas e “ineficientes”. Diferente da execução, exploração é uma atividade de alta-variância. A cultura, a mentalidade e os processos voltados exclusivamente para uma execução cuidadosa não provêm os incentivos adequados para explorar o desconhecido, e assim acabam reduzindo o espectro de possibilidades estratégicas com consequências drásticas para a rentabilidade e sobrevivência do negócio.

Sem falar nos equívocos de configuração interna que geram distorções e problemas de ação coletiva. Muitas vezes, uma lógica estreita de execução e ênfase em mensuração de performance leva à definição de

atribuições isoladas, onde cada gestor torna-se responsável apenas pelo “seu” projeto. Sob a ótica confinada do gerente de projeto, quanto mais próximo do estoque de competências core da empresa, em tese menos arriscado “seu” projeto se torna. Este desenho organizacional pode provar-se uma armadilha sutil. Ao criar o incentivo de fatiar a tomada de risco, companhias acabam deixando escapar oportunidades relevantes. Neste caso, uma visão mais “corporativa”/sistêmica deve permear todo o processo.

Ainda assim, algumas empresas subestimam o potencial de penetração em seus mercados. Pensando de forma monolítica, tornam-se reféns de diagnósticos e visões concebidos no passado. Construindo seu próprio caminho de dependência não conseguem mais enxergar oportunidades onde vêm atuando há muitos anos. A Alpargatas é um exemplo de como se pode continuar extraindo valor de um mercado core aparentemente já maduro. Em 2005, a companhia vendia 136 milhões de pares de sandálias Havaianas no mercado doméstico, para uma população de 184 milhões de habitantes. Em tese, três em cada quatro brasileiros teriam adquirido um par. Uma proporção extraordinária, que parecia intransponível, em se tratando de um produto de consumo “acessório”. Nada disso. Em 2019, a companhia registrou venda de 212,9 milhões de pares, atingindo o equivalente a um par por habitante. Uma gestão mais granular da marca, com segmentação de mercado e aumento no número de SKUs, permitiu um acréscimo de venda de quase 65 milhões de pares no período, ou 44% de crescimento sobre a base-“teto” de 2005. E parece haver ainda mais oportunidades. Talvez não na mesma intensidade de expansão de volume, mas de extração de valor na cadeia de distribuição, principalmente. Crescimento ainda, mas daqui em diante mais no vetor margem do que no vetor receita.

Esgotadas as possibilidades de expansão no mercado principal (core), a estratégia natural sucedânea geralmente consiste em escanear mercados adjacentes. Na matriz de Ansoff, estamos agora no quadrante de desenvolvimento de mercado. No momento em que inovações tecnológicas aceleradas vêm trazendo perturbações aos modelos de negócios até então considerados impenetráveis, mais do que nunca confiar exclusivamente em um único mercado pode se revelar tão frustrante quanto um bilhete para o Titanic. Mercados onde se exerce dominância tornam-se alvos preferenciais dos novos entrantes, revelando-se negócios continuamente atacados. Além do quê, avançar para segmentos adjacentes reflete uma disposição de adaptação fundamental para fugir da acomodação e da força da gravidade que tipicamente acometem os líderes de mercado.

Apesar da percepção geral de que se trata de uma estratégia de menor risco, análises mostram que mais de 70% das tentativas de conquistar mercados adjacentes resultam em fracasso, ou seja, praticamente a mesma taxa de sucesso dos demais projetos de inovação. Talvez a explicação para a estatística adversa seja uma certa arrogância corporativa de se confiar demasiadamente na proximidade dos mercados e acreditar que a expansão adjacente será um desdobramento natural do sucesso no mercado principal. Na verdade, o investimento em mercados adjacentes requer meticulosa estratégia de penetração e execução precisa. O processo de abertura de lojas e expansão geográfica da Renner e da RaiaDrogasil são referências de estratégias bem sucedidas neste quadrante.

Por vezes, a estratégia de desenvolvimento de mercado se apresenta a partir da redefinição do escopo do mercado endereçável. Neste conceito, ao expandir as fronteiras de determinada indústria, uma participação de mercado de 80% revela-se na verdade inferior a 20%. Outras vezes trata-se de releitura do propósito e consequentemente do alcance do produto-serviço oferecido. Assim, o Starbucks reconfigurou o negócio de café e o Cirque de Soleil trouxe um novo conceito de entretenimento para o circo tradicional. Mudanças culturais e transformações no padrão de consumo cada vez mais presentes em nosso tecido social também revelam oportunidades neste quadrante para companhias atentas. A Localiza, por exemplo, tem experimentado expressivo crescimento em receitas com aluguel de diárias para motoristas de aplicativos e para pessoas físicas que abrem mão de seu carro próprio. Atenta a estas transformações, a companhia passou a oferecer recentemente a nova modalidade de leasing para pessoa física.

A estratégia de crescimento mais testada pelas empresas consiste em aproveitar a base atual de clientes para oferecer-lhes novas linhas de produtos-serviços. Apesar de comum, exige também cuidadosa habilidade de planejamento e gestão. É preciso reunir elementos raros como um conhecimento profundo das necessidades do consumidor, um processo criativo sofisticado que envolve conceito, desenvolvimento e avaliação de um produto cuja proposição de valor tem que ser bastante diferenciada, além de uma execução *go to market* que não permite deslizos. O caso da Nike, conquistando espaço no competitivo mercado de roupas esportivas a partir da sua posição no segmento de tênis, tornou-se referência em cada um destes aspectos.

A Weg é outro exemplo de extraordinário sucesso de como uma companhia foi expandindo seu portfólio de produtos a partir do núcleo central de seu negócio pioneiro

da manufatura de motores elétricos. Uma característica marcante da forte cultura empresarial da Weg tem sido um entendimento profundo das necessidades de seus clientes. Desde o início, em círculos concêntricos, a companhia foi agregando negócios adjacentes, tais como fabricação de máquinas de grandes portes, acionamentos, transformadores, tintas industriais e automação.

A conquista de novos mercados com novos produtos configura a estratégia mais arriscada, mas ao mesmo tempo a que oferece *payoffs* mais diferenciados. Diversificação exige uma mentalidade específica. Um particular preparo cultural da companhia, que supõe certo despojamento acerca do mérito do que já foi construído, além de humildade para reconhecer que provavelmente o que trará prosperidade futura ainda não está dentro de casa. São diversas as motivações para se encampar uma rota da diversificação: superar uma obsolescência tecnológica, distribuir risco, utilizar recursos ociosos, reinvestir lucros, acessar uma gestão de qualidade, revigorar portfólio de marcas/produtos, entre outras. A diversificação pode ser orgânica, se for promovida a partir dos recursos produtivos internos da companhia, ou inorgânica se for executada via fusão, aquisição ou incorporação.

Como vimos, na visão de Penrose, as empresas são constituídas por competências indivisíveis, especializadas e específicas. Sendo assim, deveriam preferir a diversificação orgânica, que explora melhor as idiosincrasias de suas bases existentes de recursos. No entanto, companhias de maior porte, têm perseguido com frequência estratégias de diversificação inorgânicas. Uma explicação reside na obsessão por projetos grandes, onde prevalece neste grupo a visão de que inúmeras iniciativas menores apenas dispersam foco e capacidade de controle. O mantra é não perder tempo com coisas pequenas. Associada à mentalidade de que o grande é melhor, reside arraigada a percepção de que os executivos têm que provar o valor de uma ideia antes de direcionar recursos para ela. A combinação das “apostas grandes” com a necessidade de “evidências provadas” empurra as companhias para uma preferência pela atividade de M&A, aparentemente mais controlada e previsível. Em tese, a aquisição se justifica quando há interesse de participar de negócios onde as participações de mercado já são estáveis e há pouco espaço para um novo entrante. Por outro lado, aquisições têm maior risco de execução e costumam envolver questões nada triviais relacionadas à integração de gente, cultura, processos e sistemas. De fato, evidências empíricas mostram que as sinergias declaradas costumam ser superestimadas e que o número de aquisições malsucedidas supera os casos de sucesso.

Ainda assim, estudo da McKinsey (Baghai et al., 2007) analisando o padrão de crescimento de grandes empresas nos Estados Unidos no período 1999-2005 obteve resultados interessantes. Os autores desagregaram o crescimento das empresas explicando-o em três categorias: i) mercados onde atuam (que eles chamaram de “momento do portfólio”); ii) fusões e aquisições; e iii) participação de mercado. Em termos percentuais, os resultados encontrados foram 43%, 35% e 22%, respectivamente. Ou seja, 78% do crescimento seria explicado por onde a companhia escolhe competir (“momento de portfólio” + M&A) e apenas 22% por ganho de participação. Os autores concluem que decisões estratégicas seriam mais relevantes do que execução como determinantes do crescimento corporativo.

O modelo mais extremo da estratégia orientada para aquisições encontra-se precisamente naquelas companhias que fazem da diversificação seu principal negócio. São as holdings de participações, onde a mais conhecida é a Berkshire Hathaway. Originada em uma empresa têxtil nos anos 60 que posteriormente veio à falência, sob a longeva e incomparável batuta da dupla Buffett/Munger, a Berkshire transformou-se em uma fábrica de aquisições bem sucedidas, tornando-se uma das maiores empresas do mundo em valor de mercado. Sabendo dos desafios inerentes às reconfigurações empresariais, em uma carta recente endereçada aos seus investidores, Buffett lembrou o conselho de um membro do *board* da Berkshire. Simples e especialmente útil para quem queira frequentar o *métier* das aquisições: “para conquistar a reputação de um bom gestor, certifique-se de comprar bons negócios”. Em uma

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até novembro de 2020*

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
<b>60 meses</b>	207,4%	144,9%	141,3%
<b>36 meses</b>	112,4%	55,3%	51,3%
<b>24 meses</b>	87,6%	24,9%	21,7%
<b>12 meses</b>	30,9%	1,7%	-0,6%
<b>No ano (2020)</b>	19,9%	-5,2%	-5,8%

Valor da cota em 30/11/2020 = **R\$ 1.595,0572862**

# DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%

2020	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-0,1%	-0,1%	-7,1%	-7,1%
FEV	-13,0%	-13,0%	-13,1%	-19,3%
MAR	-41,2%	-48,9%	-39,3%	-51,0%
ABR	10,6%	-43,5%	5,6%	-48,3%
MAI	9,9%	-37,9%	8,6%	-43,9%
JUN	12,1%	-30,3%	7,8%	-39,5%
JUL	18,0%	-17,8%	13,9%	-31,1%
AGO	-3,5%	-20,7%	-8,2%	-36,7%
SET	-5,4%	-25,1%	-7,0%	-41,1%
OUT	-1,3%	-26,1%	-3,6%	-43,2%
NOV	22,9%	-9,3%	25,5%	-28,8%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 5.361,5 milhões

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver.

(\*\*) Ibovespa Fechamento.

holding de participações, a arte de bem gerir se confunde com a arte de saber comprar.

Aqui pelo Brasil, uma companhia-holding que optou pelo caminho da diversificação foi a Cosan. A partir do negócio original de açúcar e álcool, a companhia aproveitou oportunidades para acelerar crescimento tornando-se uma holding com investimentos em distribuição de combustíveis, lubrificantes, geração de energia, concessionária de distribuição de gás natural, já tendo feito um *spin off* dos investimentos em logística. Com isso, a Cosan conseguiu diluir a volatilidade típica de uma commodity (açúcar) de seu negócio pioneiro construindo um portfólio de investimentos mais robusto e resiliente. A recente crise dos mercados provocada pela COVID-19 traz um exemplo gráfico dos benefícios de uma diversificação bem sucedida. As ações da Cosan experimentaram um *drawdown* menor do que seus pares São Martinho (açúcar e álcool), Ultrapar e BR Distribuidora (distribuição de combustíveis) muito em função da sua base diversificada de negócios. O efeito portfólio dos investimentos deixou nos investidores uma percepção de gestão de risco superior.

Respeitando o tempo das nossas leitoras e leitores, interrompemos aqui estas anotações iniciais sobre o crescimento das companhias. Na Carta seguinte, retornaremos a narrativa buscando subsídios válidos em outras disciplinas. A partir daí, identificaremos um padrão de crescimento das empresas na economia tradicional e em seguida estaremos em condições de discutir o crescimento no ambiente digital.

Rio de Janeiro, 23 de dezembro de 2020.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Fax: (21) 2512-5720