

---

## **A IMPORTÂNCIA DA INOVAÇÃO NO DESEMPENHO DOS PROCESSOS DE ABERTURA DE CAPITAL (IPO) OCORRIDOS NO BRASIL NA ÚLTIMA DÉCADA**

**Murilo Sampaio**

Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil

### **RESUMO**

A inovação é um desafio buscado por todas as sociedades economicamente desenvolvidas. Sistemas nacionais articulam recursos públicos e privados no sentido de tornar a sociedade mais inovadora, capaz de conceber e difundir processos, produtos e serviços com graus crescentes de diferenciação em relação aos existentes. A busca pela inovação e a criação de vantagem competitiva tornam-se ainda maiores no ambiente empresarial, *locus* microeconômico onde a inovação pode ser aferida pelos esforços e resultados alcançados. Da mesma forma, é crescente o número de empresas que busca abrir-se para o mercado de capitais com o objetivo de acumular recursos a fim de suportar seus planos estratégicos de crescimento. Na última década, 245 empresas abriram seu capital no Brasil, mas apenas 40% delas foram para a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) negociar suas ações. Ao fazer seu IPO (*Initial Public Offering*), a empresa tem de expor ao mercado de capitais sua real situação em diversas áreas regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ela produz uma extensa documentação, na forma de um robusto prospecto, que é disponibilizada para todo potencial investidor. O prospecto é conhecido no mercado de capitais como a fonte maior de informações sobre a empresa que faz seu IPO. É uma peça jurídica, mas, ao mesmo tempo, uma peça em que se encontram, com destaque, todos os atributos e diferenciais que a empresa intenciona ver avaliados pelo mercado. Assim, por meio de fontes secundárias, todas fundamentadas nos prospectos dos IPOs realizados, foi empreendida uma pesquisa para reconhecer o grau de inovação que cada empresa possuía na época de seu IPO e, ao mesmo tempo, para medir o desempenho do valor das ações que o respectivo IPO obteve. Em seguida, foi realizado um conjunto de entrevistas qualitativas estruturadas com o objetivo de

avaliar os resultados da pesquisa quantitativa. A análise quantitativa dos dados coletados não revelou significância entre a variável inovação e o desempenho que as ações obtiveram ao serem lançadas na bolsa. Essa mesma conclusão foi ratificada nas entrevistas realizadas com os agentes econômicos que operaram a maior parte dos IPOs realizados no Brasil. Assim, a despeito da importância do tema inovação para o desenvolvimento qualitativo de uma economia (e, em especial, para uma das maiores economias do mundo), os resultados apontam para a inexistência de correlação entre inovação e desempenho do IPO. Eles ainda oferecem possíveis abordagens que podem ampliar o estudo sobre o tema (incluindo outras variáveis, julgadas de maior relevância e que influenciam no desempenho do IPO), trazendo maior precisão às interpretações e conclusões aqui apresentadas.

**Palavras-chave:** Inovação. Processos. IPO. Mercado de capitais

## **THE IMPORTANCE OF INNOVATION IN THE PERFORMANCE OF IPO PROCESSES THAT OCCURRED IN BRAZIL DURING THE LAST DECADE**

### **ABSTRACT**

Innovation is a challenge sought by all economically developed societies. National systems articulate public and private resources so as to shape a more innovative society, capable of ideating and promoting processes, products and services with increasing levels of differentiation before those existing. The search for innovation and the creation of competitive advantages is even greater in the corporate environment, a microeconomic *locus* where innovation can be measured by efforts and results obtained. Likewise, the number of companies that seek to open themselves to the capital market with views to accumulating resources so as to sustain their strategic growth plans, increases. During the last decade, 245 companies opened their capital in Brazil but only 40% of these went to São Paulo's Stock Exchange Market (*Bovespa*) negotiate their shares. Upon making its Initial Public Offering (IPO) the company has to expose to the stock exchange market its true situation in several

areas which are ruled by the Securities and Exchange Commission (*CVM*). They produce extensive documentation in the form of a robust prospect that is made available to any potential investor. The prospect is known at the capital market as the source that portrays the largest amount of information concerning the company that announced their IPO. It is a legal document but, at the same time, one that in highlight contains, all the attributes and differentials that the company expects the market to evaluate. Thus, by means of secondary sources, all ground on the prospects of IPOs that took place, research was conducted to acknowledge the level of innovation each company presented at the time of their IPO and, at the same time, to measure the performance of the value of stocks that the respective IPO obtained. Subsequently a set of structured qualitative interviews posing to evaluate the results of the quantitative research, was conducted. The quantitative analysis of data collected did not reveal significance between the innovation variable and the performance stocks obtained at the time of market launch. This same conclusion was ratified during the interviews conducted with the economic agents that operated most of the IPOs which occurred in Brazil. Therefore, despite the relevance of the theme innovation for the qualitative development of an economy (and, in special, for one of the largest economies in the world), results indicate the absence of correlation between innovation and IPO performance. They further offer possible approaches that can extend the study concerning the theme (including other variables, considered of greater relevance and which influence IPO performance), rendering further precision to interpretations and conclusions presented herein.

**Keywords:** Innovation. Processes. IPO. Capital market

## **1 INTRODUÇÃO**

No Brasil, no período entre janeiro de 2000 e dezembro de 2010, 245 empresas abriram o capital com o objetivo de suportar planos de expansão de seus negócios. Dessas empresas, 97 tiveram suas ações negociadas em bolsa.

A acumulação de capitais, advinda com a abertura do capital da empresa, é uma das formas de viabilizar produções em escalas superiores, acesso a mercados mais amplos e ao desenvolvimento de pesquisas na fronteira do conhecimento e domínio tecnológico (Pagano et al., 1998; Brau & Fawcett, 2006).

Sob o ponto de vista macroeconômico, é importante analisar como o crescimento dessas empresas que abrem seu capital vem acontecendo. A incorporação de inovações tecnológicas na dinâmica da economia, por meio de investimentos de capital, tem sido essencial para a obtenção de novos patamares de desenvolvimento desde a revolução industrial (Freeman & Soete, 2008).

A inovação como fonte de geração de Vantagem Competitiva Sustentável (VCS) é uma variável cada vez mais presente na construção da estratégia das empresas e, igualmente, uma diretriz estratégica de Estado a fim de induzir ao crescimento um viés inovador.

A inovação passou a ser um desafio permanente para as empresas que buscam o crescimento (Oslo, 1997). O tema inovação está dentro das empresas seja com alta prioridade e investimentos (quando seria possível afirmar que a empresa é inovadora) ou com baixa ou nenhuma prioridade, não sendo, então, considerada como tal.

A empresa pesquisada foi a instalada no Brasil, que busca seu desenvolvimento utilizando o mercado de capitais nacional para adequar sua estrutura de capital a sua estratégia. É uma empresa de grande porte para os padrões brasileiros e com intenção declarada de boas práticas de governança corporativa. É, por fim, uma empresa que entende que seu crescimento deve acoplar-se a uma estratégia associativa na definição de sua estrutura de capital.

O foco da pesquisa concentrou-se em dois planos distintos e independentes: o primeiro, voltado a identificar o grau de inovação que a empresa possuía quando abriu seu capital. O segundo plano, voltado para a

compreensão do processo de abertura do capital, seu desempenho e como a variável inovação influenciou tal desempenho.

Essa abordagem, se levada para o momento em que a empresa abre seu capital, sugere que, sendo ela reconhecidamente inovadora, por meio de determinados indicadores, deve ter uma precificação superior à que uma congênere sem tal atributo alcançaria. No entanto, empiricamente, não há comprovação de que isso ocorra no Brasil.

A pesquisa empreendida focalizou exatamente o momento em que uma empresa atuante no Brasil – até então com capital fechado e, portanto, sem uma forma independente de precificar seu valor – abre-se para o mercado e como a variável inovação eventualmente influencia tal processo.

Existe um conjunto de instituições instalado no Brasil direta ou indiretamente em função da inovação. Faz parte desse conjunto uma série de instituições de Estado, cujo planejamento e discurso prestigiam a inovação. “O Brasil precisa de um choque de inovação. Em todas as esferas e dimensões, na economia e na sociedade. Mobilizar o Brasil para a inovação é fundamental para acelerar e sustentar o crescimento”, declarou Glauco Arbix, ao tomar posse na presidência da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), em janeiro de 2011.

Do lado privado, as empresas, igualmente, manifestam interesse e afirmam priorizar a inovação. É quase ou mesmo uma unanimidade. A questão, no entanto, que permanece e encontra dificuldade para ser respondida diz respeito à seguinte contradição: se a inovação é julgada tão importante e até essencial por todos, cabe compreender as razões por que os esforços não são apoiados e transformados em resultados em escala compatível com o porte da economia brasileira. Enquanto o Brasil investiu em 2008 apenas 1,09% do PIB em atividades voltadas à inovação (IBGE, 2010), os principais países da Comunidade Europeia e os Estados Unidos investiram de duas a três vezes esse percentual de seus respectivos PIBs.

Se as fontes principais de financiamento para o crescimento das grandes empresas no país estão diretamente ligadas ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e ao mercado de capitais, talvez faça sentido uma atenção especial ao tema inovação quando uma grande empresa recorre a essas fontes de financiamento.

Fingerl (2004), ex-dirigente do BNDES (período de 2006 a 2010), igualmente reconhece a relevância da inovação para o crescimento qualificado da economia de uma sociedade. Ele enfatiza a questão dos recursos intangíveis para sua produção, mas não deixa de assinalar as dificuldades operacionais que o próprio Banco tem de vencer para incluir questões relativas à inovação no momento de conceder crédito ou de assumir posição em determinada empresa.

Não foi identificada nenhuma pesquisa acadêmica sobre a relação entre inovação e processo de abertura de capital no mercado brasileiro. O eventual mérito do presente estudo (e sua possível utilidade) é, em um primeiro instante, chamar a atenção do mercado investidor para essa lacuna conceitual no momento das análises de investimento e, em um segundo momento, já em contexto mais amplo, investigar os motivos que fazem com que as empresas nacionais não priorizem a inovação em suas atividades, em especial, a inovação em sua fase inicial.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Dois principais construtos precisaram ser operacionalizados para que a pesquisa pudesse ser empreendida: o primeiro relaciona-se à empresa inovadora e como a inovação pode ser percebida pelo mercado de capitais; o segundo visa avaliar o desempenho do processo de abertura de capital.

### **2.1 EMPRESA INOVADORA**

A palavra inovação admite diversas definições, porém todas elas trazem em si a ideia de que algo novo passa a ser incorporado à organização, não necessariamente um ineditismo absoluto. "Inovação é o uso de novo conhecimento para oferecer um novo produto ou serviço que o cliente quer. É invenção mais comercialização." (Freeman & Soete, 2008) Inovação também pode ser definida como a adoção de ideias que são novas para as organizações que as adotam (Rogers, 1983). Nessa mesma linha, inovação é definida como a adoção de uma ideia ou comportamento, tanto um sistema, uma política, um programa, um equipamento, um processo, um produto como um serviço que é novo para a organização que a adota (Damanpour, 1992).

É importante assinalar que essa linha conceitual para inovação também está em fase com as perspectivas institucionais, tanto internacionais (Oslo, 1997) quanto nacionais (Pintec, 2008), que caracterizam a inovação como mudanças que envolvam um grau significativo de novidade para a empresa.

É no campo econômico que a inovação mostra o maior de seus efeitos a impulsionar a sociedade que a promove. Seja com uma abordagem tradicional, cuja principal vertente se desenvolve a partir de uma lógica racionalista pontuada por equilíbrio e crescimento (Penrose, 1959), seja na visão schumpeteriana da inovação como um salto paradigmático a dinamizar ciclos econômicos ou ainda na visão evolucionária, em que pequenas ou grandes inovações são incorporadas por uma permanente mutação organizacional-cultural (Dosi, 1994, 2002; Nelson & Winter, 1982, 2002; Nelson, 1995). Qualquer que seja a natureza da abordagem econômica empregada, a inovação desempenha papel na essência do desenvolvimento das sociedades que completam seu ciclo, da concepção à difusão.

Se coube a Schumpeter o reconhecimento maior de ter trazido a importância da inovação para o contexto da economia, não é encontrada em sua obra referência sobre a forma com que as organizações se estruturam em busca da inovação (Godin, 2008).

No presente trabalho, a ênfase foi dada para o estudo da estruturação da inovação e como reconhecê-la na cultura e no dia a dia das empresas (Utterback & Afuah, 1998; Gopalakrishnan, 2000; Damanpour & Gopalakrishnan, 2001). O foco é a busca da compreensão dos elementos estruturantes que levam uma empresa a ser considerada mais inovadora do que outra e, em um momento seguinte, como o mercado de capitais brasileiro percebe tais empresas.

Uma empresa inovadora deve reunir uma série de elementos para que o mercado a avalie como tal. Inovação como a melhor utilização de recursos, gerando vantagem competitiva sustentável, e inovação como decisão estratégica para posicioná-la de forma diferenciada. Seja de que forma for, de que tipo e em que fase, a inovação pode incorporar-se ao dia a dia da empresa como um valor, aculturando-a.

A inovação como evento de repercussão econômica, seja ela radical ou incremental, é estudada visando à compreensão da dinâmica e dos ciclos

econômicos e seus efeitos na sociedade. Já a inovação como fenômeno que se estrutura para que possa ser implementada é estudada no âmbito dos teóricos organizacionais.

Do âmbito macroeconômico para um ambiente específico e localizado, o foco é a empresa (o *locus* microeconômico), na qual as inovações são estruturadas e difundidas. A inovação é entendida como resposta a questões organizacionais, capazes de transformar recursos tangíveis e intangíveis em vantagem competitiva. O elemento de análise passa a ser a empresa e sua capacidade de explorar novas ideias, desenvolver inovações e explorá-las nas diversas frentes possíveis.

Os recursos tangíveis (RT) e intangíveis (RI), segundo Barney (1991), Helfat e Peteraf (2003), podem estabelecer, a partir de sua melhor utilização, a fonte básica para a estruturação da estratégia. Esse encaminhamento estratégico, na lide com os recursos, deu origem à RBV (*Resource Based View*). Wernerfelt (1984), aprofundando essa abordagem, afirma que a possibilidade de criação de novos produtos está limitada à disponibilidade do bom uso dos recursos disponíveis. A RBV está baseada na ideia de que a natureza dos recursos da empresa (como fonte de heterogeneidade/diferenciação) e a forma como eles são gerenciados podem levar à criação de vantagem competitiva sustentável (VCS).

Nessa mesma linha, Peteraf e Bergen (2003) enfatizam a importância de otimizar a utilização dos recursos disponíveis no sentido de criar VCS, ao mesmo tempo que visualizam um ciclo de desempenho para eles. O objetivo é relacionar os recursos intangíveis (RI) e os recursos tangíveis (RT) como possíveis fontes de geração de vantagem competitiva e de inovação.

A estratégia da organização é vista como um elemento de gestão capaz de reunir os recursos e posicioná-los a fim de obter e sustentar vantagem competitiva em relação aos concorrentes. Porter (1985, 1992) estabelece os elementos centrais (do custo à tecnologia) para que o posicionamento estratégico de uma empresa possa ser compreendido e comparado em termos de vantagem e diferenciação. A inovação no universo porteriano está claramente associada às transformações tecnológicas que as empresas empreendem.

Ettlie et al. (1984) propõem um modelo no qual a forma como a estratégia está estruturada pode mais facilmente levar as empresas a introduzirem inovações incrementais ou radicais. Augier e Teece (2008) sugerem que a estratégia está em permanente evolução, destacam o papel das lideranças no processo e introduzem o conceito de “capabilidade” dinâmica como possíveis caminhos para, por meio de inovações, explicar desempenhos diferenciados entre empresas.

A liderança é entendida como um elemento capaz de polarizar toda a organização ou mesmo toda a rede interligada com o objetivo de lançar um novo produto ou desenvolver um novo processo. A importância da liderança também é consistentemente atestada por referências teóricas. Damanpour e Schneider (2006) estudam o efeito do ambiente sobre as fases de inovação, destacando o papel da alta liderança das empresas que desempenham a função de ligação (e de necessária harmonização) entre os diversos *stakeholders* da organização.

Ailin e Lindgren (2008) destacam a importância da liderança nas diferentes fases da inovação, mas, sobretudo, no acultramento que as lideranças são capazes de realizar no sentido de fazer com que a inovação seja algo que se confunda com a própria essência da empresa.

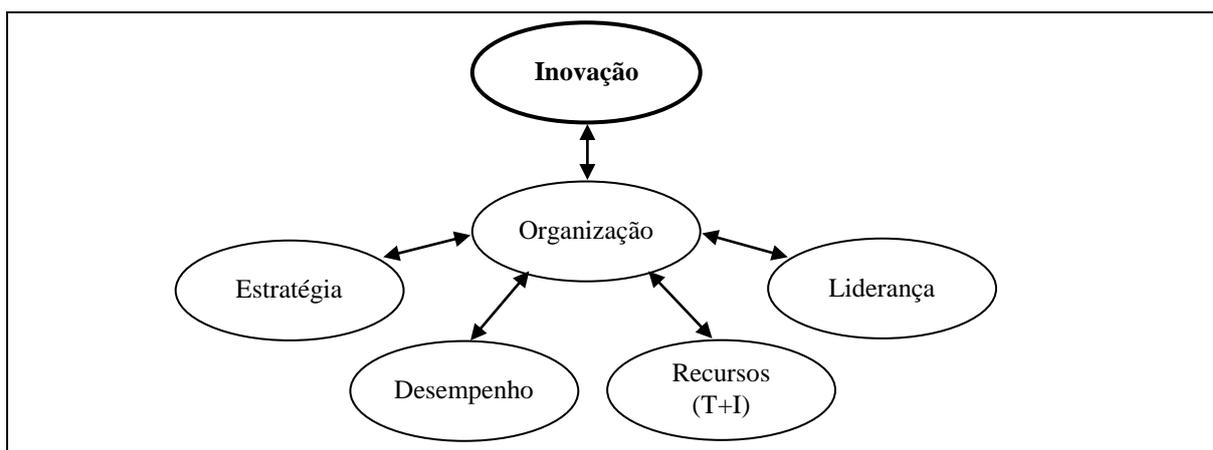
Damanpour et al. (2009) estudam o papel das lideranças em organizações públicas, destacando o fato de que o nível de inovação (tecnológica ou organizacional) é diretamente proporcional ao comprometimento das altas lideranças. Assinalam ainda que o custo da implementação das inovações é menos relevante do que o comprometimento da alta gerência.

Um último elemento a ser destacado, não de caráter constitutivo como os três anteriores, mas em seu sentido mais amplo sobre o que poderá produzir de novo e impactar a sociedade, traz a ideia de *desempenho* no sentido de fazer com que esses elementos de fato introduzam um paradigma operacional em outro patamar em termos de resultados. Recursos (tangíveis e intangíveis), estratégia e liderança, esses três elementos são entendidos como fonte de geração de vantagem competitiva, pelo lançamento e difusão de inovações: como aferir o desempenho da organização? Como medir se tais elementos modificam a realidade e colocam a organização em outro patamar? Muitas são as

fontes que destacam o papel da inovação no desempenho diferenciado das empresas.

No tocante à percepção de desempenho pelo mercado de capitais, Chaney e Devinney (1991), desenvolvem uma pesquisa que, baseada na metodologia de estudo de eventos, relaciona o impacto do lançamento de novos produtos ao desempenho do valor das ações da empresa. Klomp e Leeuwen (2001), usando bases de dados secundários e modelos matemáticos, relacionaram os estágios inicial e final das inovações aos respectivos indicadores econômicos com o objetivo de evidenciar o efeito das inovações no desempenho das empresas. Cainelli et al. (2004), usando bases de dados secundários, comprovaram que as empresas de serviços inovadoras (avaliadas como tal pelo dispêndio apontado nas atividades de P&D) apresentavam desempenho superior ao daquelas cujos investimentos eram menores em inovação.

Assim, na Figura 1, estão relacionados os elementos básicos, acima descritos, que compõem uma organização: recursos tangíveis e intangíveis, liderança e estratégia. Esses três elementos irão determinar, em seu ambiente operacional, o desempenho e seu eventual impacto na sociedade e sua percepção de valor no mercado.



**Figura 1: Inovação na dimensão organizacional**

**Fonte:** Autor

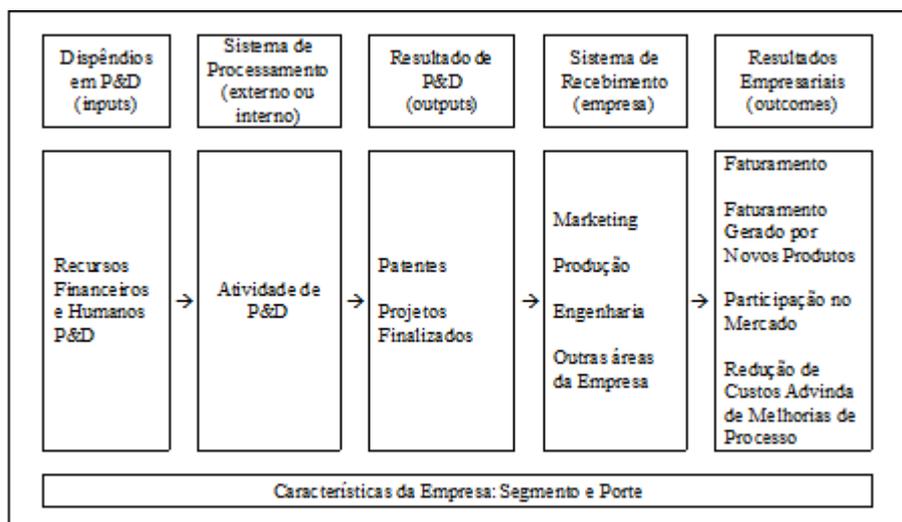
## 2.2 DOS INDICADORES DE INOVAÇÃO

As pesquisas que lidam com inovação demandam evidências de esforços, gastos, investimentos e ganhos que as empresas efetuam ao longo de todo o processo. Quase sempre, enfrentam dificuldades para que seus resultados sejam plenamente validados em função, principalmente, de:

- seleção de indicadores que possam atestar o grau de inovação da empresa de uma forma geral e, em particular, sobre determinadas fases do processo inovativo;
- a forma pela qual o processo é considerado. É inovação o equipamento adquirido para a expansão da capacidade produtiva, assim como também o são os convênios celebrados com órgão de P&D. São, por certo, de diferentes naturezas, mas para o mundo da empresa (e de sua terminologia pragmática), ambos, podem ser considerados como inovação;
- a precisão dos levantamentos, que podem ser realizados por meio de entrevistas pessoais e questionários estruturados em empresas organizadas e com históricos em termos de inovação. Porém podem ser feitos, ao mesmo tempo, com menor rigor e em empresas que tratam das mesmas atividades, mas de forma específica a seu processo.

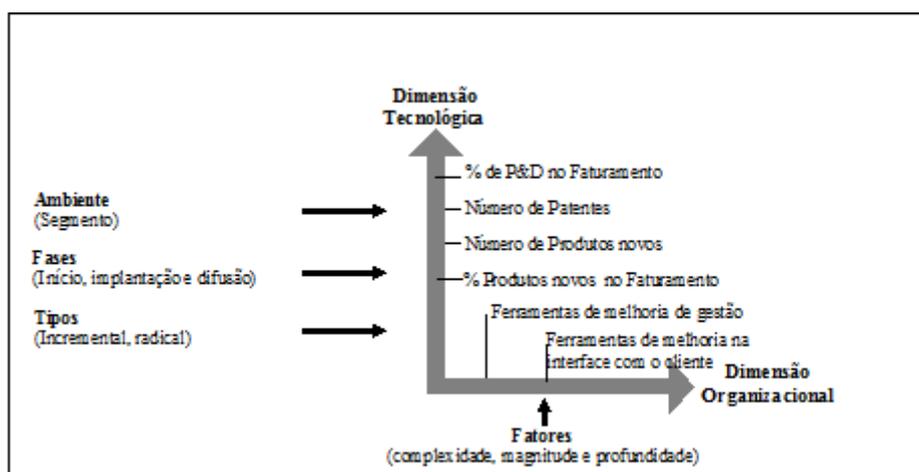
A Figura 2 propõe ao pesquisador o desafio de identificar quais devem ser os indicadores (em suas diferentes fases) mais adequados para qualificar o grau de inovação de uma empresa.

Inspirada no modelo proposto por Brown e Svenson (1998), a figura foca a inovação como o final de um processo, que se inicia quando os recursos são aplicados nas atividades de P&D (*inputs*) até o final dessa fase pré-operacional, quando são gerados projetos e/ou patentes (*outputs*). Dessa figura, podem ser extraídos indicadores relativamente simples e de fácil comprovação.



**Figura 2: Dos inputs aos outcomes da inovação**

Fonte: Brown e Svenson (1998)



**Figura 3: Indicadores de inovação nas dimensões tecnológica e organizacional**

Fonte: autor

Conjugando a abordagem processual de Brown e Svenson com as duas dimensões de inovação no âmbito empresarial (tecnológica e organizacional), foram extraídos os indicadores constantes da figura 3. Todas as atividades inovativas – tanto na dimensão tecnológica (P&D, obtenção de patentes, lançamento de produtos novos e sua importância no faturamento) quanto na organizacional (ferramentas para a melhoria de gestão da empresa e sua interface com os clientes) – foram pesquisadas na fase de coleta de dados com o objetivo de avaliar o grau de inovação no momento em que a empresa se lançou no mercado de capitais.

## 2.3 ABERTURA DE CAPITAL

A teoria que oferece abordagens para compreensão do crescimento da firma proposta por Penrose (1959), em que determinadas variáveis internas e externas são investigadas (notadamente com ênfase para os recursos), destaca, dentre os fatores que levam ao crescimento, a relevância do capital para a produção em escalas superiores.

Uma primeira oferta pública de ações – *Initial Public Offering* (IPO) –, como alternativa de capitalização, é um importante evento na trajetória das empresas, que buscam ajustar sua estrutura de capital em função de sua estratégia, planos, desafios e circunstâncias (Perobelli & Famá, 2002).

Um IPO é feito por meio da venda de participação (*equity*) para investidores. A ida ao mercado de ações possibilita que a empresa tenha acesso a recursos financeiros, além de conferir maior visibilidade institucional à própria organização (Certo et al., 2009). Na visão de Fingerl (2004), no entanto, empresas grandes e fechadas perdem competitividade.

O crescimento da empresa guarda relação positiva com o aumento de produtividade, com maior participação no mercado e, conseqüentemente, com o próprio valor da empresa. Mazzola e Marchisio (2002) destacam esses aspectos como a motivação principal de as empresas irem para o mercado de ações, mesmo reconhecendo os obstáculos que devem ser superados.

A motivação de lançar ações no mercado público, no entanto, não é a mesma de empresa para empresa. Pagano et al. (1998), após extensa pesquisa sobre a real motivação de empresas, concluíram que a mais frequente é a necessidade de reequilibrar sua estrutura de capital, trocando endividamento por novos sócios, e não a obtenção de recursos para futuros investimentos, como em muitos casos.

De qualquer forma, o crescimento (ou planos de crescimento) exerce papel fundamental e frequentemente evidenciado na decisão das empresas que se lançam no mercado de ações seja em mercados maduros ou de economias emergentes.

Maksimovic e Pichler (2001), ao discutirem sobre o momento mais adequado para chamar (e em que condições) capitais de terceiros para o

financiamento de novos produtos industriais, concluem que três fatores desempenham papel importante no processo. São eles: a percepção do mercado sobre a viabilidade do produto (e da própria empresa), a probabilidade de que uma tecnologia superior venha a aparecer e, por último, o volume de capital necessário para pesquisar e desenvolver produtos similares por novos entrantes.

A decisão de ir a mercado tem ainda um componente estratégico, uma vez que a necessidade de prestar mais informações (*disclosure*) pode comprometer o impacto, muitas vezes necessários, no lançamento de um novo produto.

#### 2.4 A IMPORTÂNCIA DOS PROSPECTOS NA ABERTURA DE CAPITAL

A instrução CVM nº. 400/2003, que dispõe sobre ofertas públicas de valores mobiliários, revoga as instruções CVM nº13/1980 e CVM nº 88/1988. Com força complementar à legislação, visa a regulamentar e disciplinar todos os capítulos relevantes que devem ser observados e cumpridos no caso de emissão de títulos, alcançando, assim, as ofertas públicas iniciais das empresas que abrem seu capital.

Ela esclarece sua finalidade no sentido de assegurar e proteger o interesse do público investidor por meio de exigências que garantam tratamento e informação equitativos ao mercado em geral.

Aborda, ainda, as questões relativas ao registro de ofertas públicas, dos prazos a serem cumpridos, da forma de anúncio e de distribuição das informações a serem divulgadas.

Neste ponto específico, seus artigos 38, 39, 40, 41 e 42 detalham a estruturação do documento conhecido no mercado como prospecto, ainda pouco conhecido fora dos meandros do dia a dia de quem não opera nos mercados de capitais. Elaborado em conjunto pela empresa e pela instituição líder da distribuição, o prospecto deve conter informação "(...) completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo a assegurar que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento." (CVM).

Trata-se de um documento que deve atender a diversos propósitos. É uma peça publicitária, na medida em que deve enaltecer as qualidades e atributos da empresa emissora das ações a fim de despertar o interesse do mercado de capitais, mas é também, essencialmente, um documento legal que deve informar todos os fatores de risco inerentes à empresa e a seu negócio (Cintra, 2006).

Todas as informações a respeito dos termos da oferta, do valor, sobre a ofertante, sua situação patrimonial, econômica e financeira, suas garantias, seus planos para a destinação dos recursos e muitas questões relevantes devem ampliar seu conteúdo. Para que todas as informações obrigatórias sejam disponibilizadas e, ao mesmo tempo, todas as informações julgadas relevantes e atraentes sob o ponto de vista do investidor sejam fornecidas, os prospectos acabam se tornando volumosos compêndios, podendo alguns chegar a quase mil páginas.

## 2.5 DEFINIÇÃO DE DESEMPENHO DO PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL E SELEÇÃO DAS VARIÁVEIS DISPONÍVEIS VISANDO A SUA MEDIÇÃO

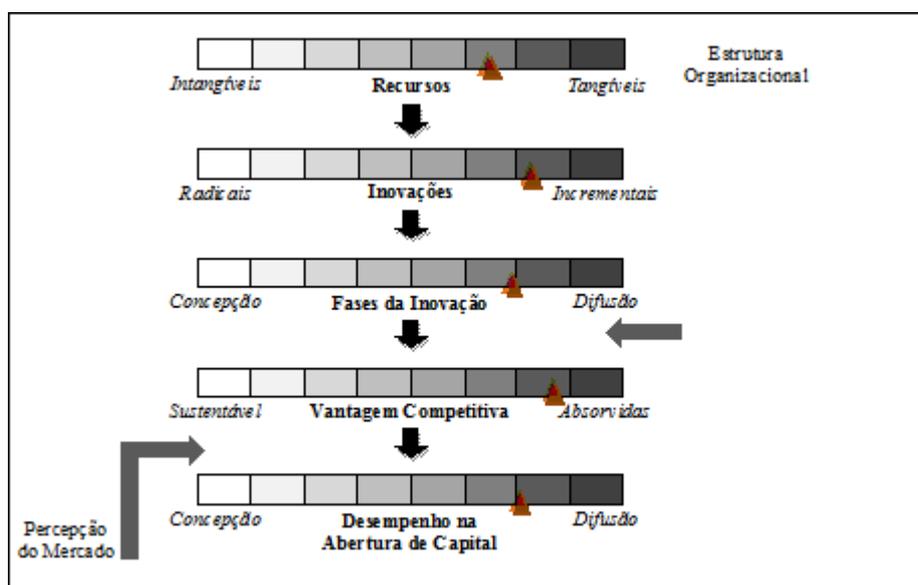
O conceito de desempenho deve ser compreendido a partir de um sistema cujas fronteiras estejam clara e previamente definidas, em condições rastreáveis de observação e com medidas precisas das variáveis pesquisadas.

Quando o desempenho dos processos de abertura de capital passaram a ser avaliados, foram identificadas duas grandes categorias quanto à avaliação de desempenho de um IPO: desempenho de curto prazo e desempenho de longo prazo (Certo et al., 2009).

Com relação à categoria de curto prazo, o desempenho é avaliado de forma relacionada ao preço de lançamento das ações e sua precificação no primeiro pregão ou em intervalos de tempo sempre inferiores a um ano. Fatores que podem afetar a avaliação do mercado em seu primeiro pregão, bem como a respectiva comparação com o preço avaliado a partir de seu valor contábil (Fama & French, 1992) podem, em curto prazo, contribuir para a avaliação do desempenho do IPO. No entanto uma das variáveis mais importantes, se não for a mais importante, é o *underpricing* medido no primeiro pregão em face da faixa de valores estipulada para o lançamento das ações. Se uma ação fica dentro de

sua faixa, a medida do desempenho do IPO pode ser feita em função de o preço de fechamento obtido no primeiro pregão ficar mais próximo do limite inferior ou superior da faixa.

Resumindo o referencial teórico, a configuração abaixo relaciona os grandes blocos conceituais que abrangem nuances e detalhes em cada uma de suas etapas. A pesquisa empreendida situa-se nessa sequência e buscou levar os diversos fatores levantados no referencial teórico até aqui considerados.



**Figura 4: Inovação, sua estrutura e a percepção do mercado de capitais (ou síntese do referencial teórico)**

Fonte: autor

### 3 HIPÓTESE A SER TESTADA

Quanto maior o grau de inovação da empresa, melhor é seu desempenho em seu processo de abertura de capital.

## 4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS E ETAPAS DA PESQUISA

### 4.1 COLETA DOS DADOS

O objeto desta pesquisa é a identificação e a caracterização da relação que a inovação tem com o desempenho do processo de abertura de capital da empresa e, assim, testar a hipótese formulada. Para que essa relação pudesse ser conhecida e analisada, foi empreendida uma consulta aos prospectos

preliminares e definitivos de cada uma das 97 empresas que abriram o capital e passaram a negociar suas ações na bolsa para:

- a) coletar os dados referentes à faixa de valores desejada para as ações e ao valor alcançado no IPO. Com isso, foi calculado o desempenho do IPO (variável VD);
- b) apurar a quantidade de vezes que a palavra inovação foi citada no texto para que, em seguida, fosse identificada a origem da inovação mencionada. Assim, classificou-se a inovação em organizacional (variável IO) ou em inovação tecnológica (variável IT).

Após a tabulação das variáveis VD, IO e IT, foram estudadas as possíveis correlações entre elas. Em seguida, foi iniciada a fase qualitativa da pesquisa, quando foram realizadas dez entrevistas estruturadas com empresas que abriram capital e com agentes do mercado de capital a fim de discutir os resultados apurados a partir das informações contidas nos prospectos.

## 4.2 ANÁLISE DOS DADOS

O objetivo da análise foi verificar uma possível correlação entre o número de citações da palavra inovação, constante nos prospectos de IPO ( usado como operacionalização do construto inovação), e o desempenho da abertura obtido pela empresa. Três abordagens foram utilizadas para essa verificação:

1. análise de correlação linear (utilizando o valor quantitativo que é o número absoluto de citações da palavra inovação);
2. análise de associação utilizando os valores categorizados;
3. análise comparando a média de desempenho de abertura entre os grupos sem citação ou com alguma citação da palavra inovação.

### 4.2.1 Análise de correlação linear

O interesse nesta etapa do estudo foi avaliar as correlações lineares entre os números de citações da palavra inovação (tecnológica, organizacional e total) e o valor de desempenho de abertura.

Para verificar essas correlações entre as escalas, foi utilizado o coeficiente de Spearman. Os resultados dos coeficientes de correlação estão apresentados na Tabela 1. São consideradas fortes correlações valores acima de 0,8. Correlações abaixo de 0,5 são consideradas baixas.

Observando os resultados das correlações, nota-se que, em todas as situações, foi apresentada baixa correlação entre o número de citações e valor de desempenho, não confirmando a hipótese formulada.

**Tabela 1: Coeficiente de correlação de Spearman**

	<b>Desempenho de abertura</b>
Inovações organizacionais	-0,072
Inovações tecnológicas	0,219
<b>Inovações (total)</b>	<b>0,139</b>

Fonte: autor

#### 4.2.2 Análise de associação

Para esta análise, o número de citações foi classificado em categorias. Devido ao grande número de empresas com nenhuma citação, foram realizadas as classificações nas seguintes categorias: nenhuma citação; uma; mais de uma citação.

Para o valor de desempenho do IPO foi utilizada a seguinte classificação: grupos com valor de desempenho até 1 e acima de 1.

Para as comparações das categorias de quantidade de citações em relação às categorias de valor de desempenho, foi utilizado o teste Qui-Quadrado. Para todos os testes, foi considerado um nível de significância de 5%. Dessa forma, foram consideradas diferenças entre os grupos quando p-valor foi menor do que 0,05 (p-valor < 0,05).

Pelos resultados constantes na tabela 2, pode-se observar que não houve associação entre o número de citações e o valor de desempenho do IPO em nenhuma das situações (p>0,05), mais uma vez não confirmando a hipótese formulada.

**Tabela 2: Associação entre inovação e desempenho de abertura**

		<b>Desempenho de abertura</b>				<i>p</i> -valor
		<b>Até 1</b>		<b>Acima de 1</b>		
		<i>N</i>	%	<i>n</i>	%	
Inovações organizacionais	Nenhuma vez	32	68,1%	33	66,0%	0,827
	Mais de uma vez	15	31,9%	17	34,0%	
Inovações tecnológicas	Nenhuma vez	36	76,6%	31	62,0%	0,121
	Mais de uma vez	11	23,4%	19	38,0%	
<b>Inovações (total)</b>	<b>Nenhuma vez</b>	<b>22</b>	<b>46,8%</b>	<b>17</b>	<b>34,0%</b>	<b>0,199</b>
	<b>Mais de uma vez</b>	<b>25</b>	<b>53,2%</b>	<b>33</b>	<b>66,0%</b>	

Fonte: autor

#### **4.2.3 Comparação da média de valor de desempenho entre os grupos sem citação ou com alguma citação da palavra inovação**

Nas comparações a seguir, o interesse foi avaliar se o valor de desempenho foi, em média, maior no grupo em que houve pelo menos uma citação da palavra inovação. Para tais comparações, foi utilizado o t-Student, considerando um nível de significância de 5%. Dessa forma, considerou-se haver diferença entre os grupos quando  $p < 0,05$ .

Pelos resultados a seguir (tanto para a inovação organizacional, quanto para a tecnológica e a total), pode-se observar que não houve diferença na média do desempenho do IPO entre os grupos (nenhuma citação, uma vez ou mais). Pode-se apenas observar que houve uma tendência ( $0,05 < p < 0,10$ ) de que empresas em que houve uma vez ou mais citação de inovação tecnológica apresentam, em média, maior valor de desempenho (1,11) do que as empresas que não citaram (1,04). Essa análise, como as anteriores, também não confirma a hipótese formulada.

**Tabela 3: Desempenho de abertura por grupo de citações inovações organizacionais**

	<b>Inovações organizacionais (citações)</b>	
	Nenhuma vez	Uma vez ou mais
N	66	32
Média	1,07	1,04
Desvio padrão	0,19	0,15
Mínimo	0,62	0,69
Máximo	1,48	1,38

p-valor = 0,415

Fonte: autor

**Tabela 4: Desempenho de abertura por grupo de citações inovações tecnológicas**

	<b>Inovações tecnológicas (citações)</b>	
	Nenhuma vez	Uma vez ou mais
N	68	30
Média	1,04	1,11
Desvio padrão	0,17	0,19
Mínimo	0,69	0,62
Máximo	1,40	1,48

p-valor = 0,062

Fonte: autor

**Tabela 5: Desempenho de abertura por grupo de citações inovações totais**

	<b>Inovações totais (citações)</b>	
	Nenhuma vez	Uma vez ou mais
N	40	58
Média	1,05	1,08
Desvio padrão	0,18	0,17
mínimo	0,69	0,62
máximo	1,40	1,48

p-valor = 0,430

Fonte: autor

Como etapa final da pesquisa, foram realizadas entrevistas estruturadas com os principais agentes do mercado de capitais que atuam e coordenaram mais de dois terços de todos os IPOs realizados no Brasil (Banco Itaú, Banco do Brasil, Banco Bradesco, Banco Santander e Banco JP Morgan). Além dos agentes econômicos, igualmente foram realizadas entrevistas estruturadas com empresas que abriram seu capital.

Em todas as entrevistas, foram apresentadas diversas variáveis consideradas relevantes para o desempenho do IPO. Todos apontam como essenciais as variáveis "conjuntura no momento do IPO", "valor pretendido para a ação" e "plano de destinação dos recursos". Muito próxima a essas variáveis, praticamente no mesmo nível, ficou a variável "governança corporativa".

A variável "inovação", colocada dentre as demais, não teve importância reconhecida, confirmando os resultados da análise quantitativa. Ou seja, o mercado ainda não considera, na prática, a inovação como algo relevante no IPO.

Aprofundando a questão específica da inovação, não foi demonstrado pelos agentes econômicos um conhecimento consistente a respeito de inovação. Menos ainda sobre inovação organizacional. A partir de breve explicação conceitual sobre inovação tecnológica de produtos e de processos e de inovação organizacional, situando as bases institucionais, tanto internacional (OCDE/Oslo) quanto nacional (IBGE/Pintec), as entrevistas puderam fluir mais facilmente

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Operacionalizar uma pesquisa que relacione um tema amplo e de múltiplas abordagens como inovação com um resultado quantitativo como a aferição de desempenho da abertura de capital da empresa (IPO) pode demandar cuidados e procedimentos adicionais aos que foram relatados no presente artigo.

Mesmo com evidentes frentes a serem pesquisadas para que o tema possa ser esgotado (o papel que outras variáveis desempenham na abertura do capital das empresas, a conceituação de desempenho do IPO com horizontes de prazo de maior alcance, a operacionalização do construto inovação a partir de pesquisa primária, dentre outros aspectos), é possível afirmar que o tema inovação não

desempenha papel relevante no desempenho que as empresas obtêm quando se abrem para o mercado de capitais no Brasil.

Parece haver um consenso teórico sobre a importância da inovação para as empresas e para a sociedade como um todo, mas tal importância não é percebida quando da avaliação da empresa que se lança ao mercado. Tal evento, que marca a passagem de uma empresa fechada para uma empresa aberta, transparente e negociada publicamente, pode servir para revelar os planos que a organização possui em termos de inovação e a eventual contribuição a ser dada para a melhoria qualitativa para o segmento onde ela atua. Com a pesquisa empreendida, ainda não se pode afirmar que isso ocorra no país.

## REFERÊNCIAS

- Ailin, M. & Lindgren, P. (2008). Conceptualizing strategic innovation leadership for competitive survival and excellence. *Journal of Knowledge Globalization, 1*(2).
- Arbix, G. (2011, 28 de fevereiro). Discurso de posse na Financiadora de Estudos e Projetos. Finep, Rio de Janeiro.
- Augier, M.; Teece, D. J. (2008). Strategy as evolution with design: the foundations of dynamic capabilities and the role of managers in the economic system. *Organization Studies, 29*(7&8).
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management, 17*(1).
- Brau, J. C. & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: an analysis of theory and practice. *Journal of Finance, 61*(1), 399-436.
- Brown, M. G. & Svenson, R. A. (1988). Measuring R&D productivity. *Research Technology Management, 31*(número), 11-13.
- Cainelli, G. et al. (2004). The impact of innovation on economic performance in services. *Service Industries Journal, 24*(1).
- Certo, S. T. et al. (2009). IPO research in management and entrepreneurship: moving the agenda forward. *Journal of Management, 35*(6), 1340-1378.
- Chaney, P. K. & Devinney, T. M. (1992). New product innovation and stock price performance. *Journal of Business Finance & Accounting,*
- Cintra, A.F.A. O prospecto de oferta pública". (2006). *Revista Capital Aberto*, seção IPO em foco, n. 38.
- Comissão de Valores Mobiliários. CVM. Recuperado em 15 de fevereiro, 2011, de <http://www.cvm.gov.br>.
- Damanpour, F. (1992). Organizational size and innovation. *Organization Studies, 13*(3).
- Damanpour, F. & Gopalakrishnan, S. (2001). The dynamics of the adoption of product and process innovations in organizations. *Journal of Management Studies, 38*(1).

- Damanpour, F. & Schneider, M. (2006). Phases of the adoption of innovation in organizations: effects of environment, organization and top managers. *British Journal of Management*, 17(3).
- Damanpour, F. et al. (2009). Combinative effects of innovation types and organizational performance: a longitudinal study of service organizations. *Journal of Management Studies*, 46(4).
- Ettlie, J. E. et al. (1984). Organization strategy and structural differences for radical versus incremental innovation. *Management Science*, 30(6), 682-695.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Fingerl, E. R. (2004). *Considerando os intangíveis: Brasil e BNDES*. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-graduação de Engenharia, Universidade Federal do Rio de Janeiro: RJ, Rio de Janeiro, Brasil.
- Freeman, C. & Soete, L. (2008). *A economia da inovação industrial*. Campinas, SP: Unicamp.
- Godin, B. (2008). In the shadow of Schumpeter: W. Rupert Maclaurin and the study of technological innovation. *Minerva: a Review of Science, Learning & Policy*, 46(3), 343-360.
- Gopalakrishnan, S. (2000). Unraveling the links between dimensions of innovation and organizational performance. *Journal of High Technology Management Research*, 11(1).
- Helfat, C. E. & Peteraf, M. A. (2003). The dynamic resource-based view: capability lifecycles. *Strategic Management Journal*, 24(10), 997-1010.
- Klomp, L. & Leeuwen, V. (2001). Linking innovation and firm performance: a new approach. *International Journal of the Economics of Business*,
- Maksimovic, V. & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494.
- Mazzola, P. & Marchisio, G. (2002). The role of going public in family businesses. Long-lasting growth: a study of Italian IPOs. *Family Business Review*, 16(2).
- Nelson, R. R. (1995). Recent evolutionary theorizing about economic change. *Journal of Economic Literature*, 33(1), 48-90.
- Nelson, R. R. & Winter, S. G. (1982). *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge: Harvard University Press.
- Nelson, R. R. & S. Winter, G. (2002). Evolutionary theorizing in economics. *The Journal of Economic Perspectives*, 16(2), 23-46.
- Oslo, M. (1997). Manual de Oslo.
- Pagano, M. et al. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Penrose, E. (Ed.) (1959-2006). *A teoria do crescimento da firma*. Campinas: Unicamp.
- Perobelli, F. F. C. & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração (RAUSP)*, 37(3).
- Peteraf, M. A. & Bergen, M. E. (2003). Scanning dynamic competitive landscapes: a market-based and resource-based framework. *Strategic Management Journal*, 24(10), 1027-1041.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage*. New York: Free Press.

- Porter, M. E. (1992). *Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior*. Rio de Janeiro: Campus
- Rogers, E. M. (1983). *Diffusion of innovation*. New York: Free Press.
- Schumpeter, J. A. (1912). *The theory of economic development*. New York: Oxford University Press.
- Utterback, J. M.; & Afuah, A. N. (1998). The dynamic 'diamond': a technological innovation perspective. *Economics of Innovation & New Technology*, 6(2/3), 183-199.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.